

疫情对经营影响有限，融资畅通安全性强 买入（维持）

2020年02月13日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

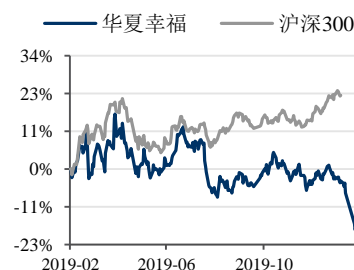
chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	83,799	106,362	133,325	160,954
同比(%)	40.5%	26.9%	25.3%	20.7%
归母净利润(百万元)	11,746	14,526	18,024	21,609
同比(%)	33.8%	23.7%	24.1%	19.9%
每股收益(元/股)	3.90	4.82	5.98	7.17
P/E(倍)	6.28	5.08	4.09	3.41

投资要点:

- 疫情当前，华夏幸福共克时艰。**1月23日，华夏幸福成立了疫情防控指挥部，第一时间采购了口罩、消毒用品等保障物资，已陆续发放到武汉等疫情严重区域的员工家中；1月28日，华夏幸福捐赠现金2100万元，用于紧急支援武汉、孝感等疫区前线抗击疫情及相关防治工作；2月1日，华夏幸福产业新城商业宣布对2020年1月23日-2月22日期间的所有在营商户给予租金减半政策，与在营商户同进退、共克时艰。
- 疫情对公司影响有限。**近期疫情形势出现积极变化，防控工作取得积极成效，我们坚信在党的领导下一定能够战胜新冠肺炎疫情。预计未来疫情后，复工潮将来临，恢复生产、紧抓经济将成为重要工作。中共中央政治局常务委员会2月12日召开会议，会议指出“要积极扩大内需、稳定外需。要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目。”而华夏幸福作为产业园区运营商，将充分受益于投资扩张。从销售结构看，公司2019年实现销售面积1183万平米，其中环武汉区域占比5.3%；结算面积672万平米，环武汉区域占比仅0.3%，公司聚焦全国核心都市圈，除环北京区域外，长三角、郑州等区域已经成为新业绩增长极。而武汉区域作为产业新城及相关业务“异地复制”较新布局区域，尚处于发展初期，疫情对公司产业新城发展影响有限。
- 股价逼近平安受让成本，安全边际充足。**2018年7月平安战略入股幸福，2019年2月再次增持股份，目前平安为公司第二大股东，表明中国平安对公司运营模式的充分认可。此外，平安集团在金融、地产领域深耕多年，双方未来具备较多的合作机遇。平安受让股权的平均成本为23.76元/股，当前股价具备较强安全边际。
- 紧抓回款，融资畅通，具备较强安全边际。**公司目前回归经营逻辑，更加重视经营质量提升，更加重视回款率提升及精准投资等质量性指标。公司保持畅通融资渠道，持续受到投资者认可。1月份，公司成功发行12亿美元债券，其中3年期5亿美元债券票面利率6.90%，5年期7亿美元债券票面利率8.05%。
- 投资建议：**华夏幸福逐渐由“以房养园”进入“以园促房”阶段，走向全国化布局，未来产业发展服务收入增速可观。平安战略入股有效增强公司资金实力，潜在业务深度合作值得期待。我们预计2019-2021年公司EPS分别为4.82、5.98、7.17元人民币，对应PE分别为5.08、4.09、3.41倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.47
一年最低/最高价	22.88/33.87
市净率(倍)	1.85
流通A股市值(百万元)	72901.58

基础数据

每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	84.94
总股本(百万股)	3013.29
流通A股(百万股)	2979.22

相关研究

- 1、《华夏幸福(600340):紧抓回款,投资回暖,产业、商业双轮驱动》2020-01-21
- 2、《华夏幸福(600340):销售结构优化,现金流改善明显,业绩增长稳健》2019-10-21
- 3、《华夏幸福(600340):十七载征途漫漫,产业新城模式大有可为》2019-09-24

1. 小引

疫情影响有望行业政策宽松预期持续发酵：受疫情影响，房地产销售处于停滞状态，多地区行业复工时间仍有待确定，同时商办等经营活动也大幅降温，我们认为，疫情带给地产影响是较大的。2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，按此前要求，“实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番”，即2020年GDP增速要达到5.6%才能实现翻一番目标。我们认为地产仍是国民经济健康发展的压舱石，疫情产生的负面影响将推动地产政策宽松预期持续发酵。目前，已有上海、西安、无锡、浙江等省市密集出台地产支持政策。

个股看，未来行业开复工修复将利好公司园区地产开发及产业新城运营。公司重点布局核心都市圈，武汉区域作为产业新城及相关业务“异地复制”较新布局区域，尚处于发展初期，影响较小。同时，行业开复工修复，除去带动地产开发业务的复苏外，公司产业新城运营也将受益明显，招商投资工作将正常开展，产业发展服务持续扩容。此前平安通过两次增持公司股份成为第二大股东，持股成本23.76元/股，目前股价逼近平安受让成本，安全边际充足。

2. 疫情当前，华夏幸福共克时艰

疫情当前，华夏幸福一直密切关注疫情进展，积极主动开展疫情防控工作。

- 1月23日，公司成立疫情防控指挥部，第一时间采购了口罩、消毒用品等保障物资，已陆续发放到武汉等疫情严重区域的员工家中。
- 1月28日，华夏幸福捐赠现金2100万元，用于紧急支援武汉、孝感等疫区前线抗击疫情及相关防治工作。
- 2月1日，华夏幸福产业新城商业宣布对2020年1月23日-2020年2月22日期间的所有在营商户给予租金减半政策，与在营商户同进退，共克时艰。

图 1：全国疫情累计趋势图



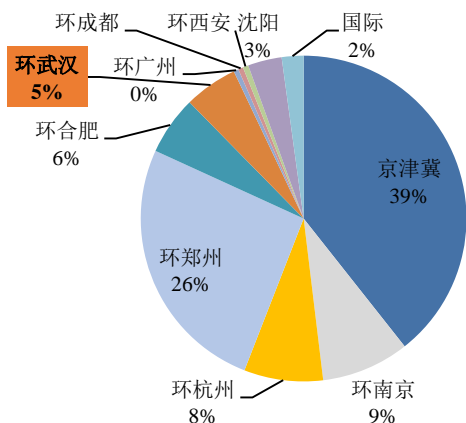
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 疫情对公司影响有限

近期疫情形势出现积极变化，防控工作取得积极成效，我们坚信在党的领导下一定能够战胜新冠肺炎疫情。预计未来疫情后，复工潮将来临，恢复生产、紧抓经济将成为重要工作。中共中央政治局常务委员会 2 月 12 日召开会议，会议指出“要积极扩大内需、稳定外需。要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目。”而华夏幸福作为产业园区运营商，将充分受益于投资扩张。

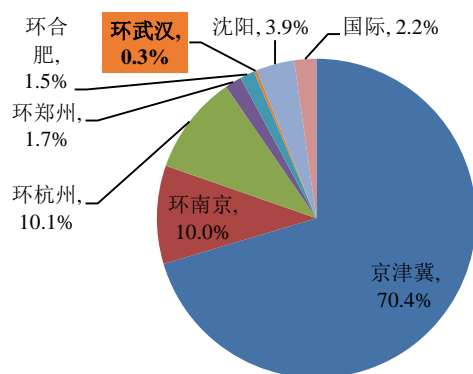
从销售结构看，公司 2019 年实现销售面积 1183 万平米，其中环武汉区域占比 5.3%；结算面积 672 万平米，环武汉区域占比仅 0.3%，公司聚焦全国核心都市圈，除环北京区域外，长三角、郑州等区域已经成为新业绩增长极。而武汉区域作为产业新城及相关业务“异地复制”较新布局区域，尚处于发展初期，疫情对公司产业新城发展影响有限。

图 2：华夏幸福 2019 年销售面积区域分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：华夏幸福 2019 年结算面积区域分布



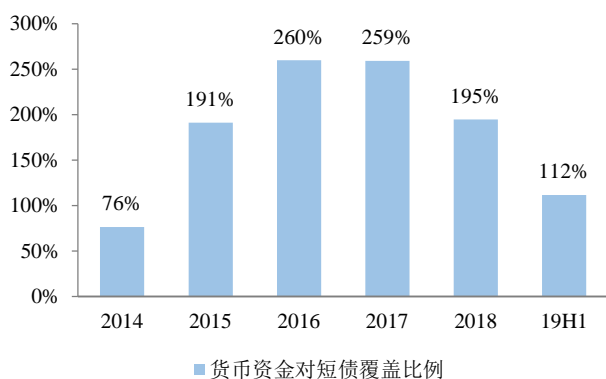
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 紧抓回款，融资畅通，具备较强安全边际

公司目前强调回归经营逻辑，更加重视经营质量提升，重视回款率提升及精准投资等质量性指标。2019 年前三季度，公司销售商品及提供劳务产生的现金流达 645.69 亿元，占同期销售金额的 62.7%，较 18 年末提升 13.5 个百分点，销售回款率的大幅增长有效改善公司现金流状况；筹资活动现金流入达 938.96 亿，同比增长 65.6%。

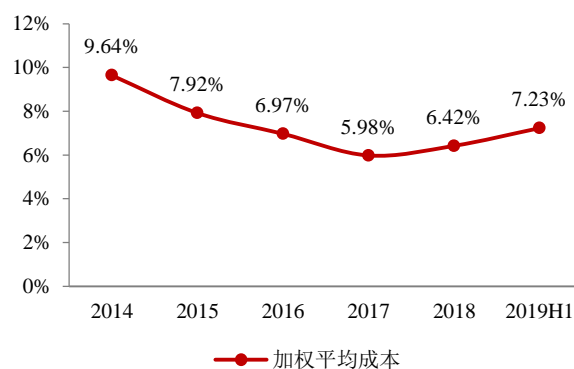
公司保持畅通融资渠道，持续受到投资者认可。1 月份，公司成功发行 12 亿美元债券，其中 3 年期 5 亿美元债券票面利率 6.90%，5 年期 7 亿美元债券票面利率 8.05%。

图 4：华夏幸福货币资金对短期债务覆盖比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：华夏幸福平均加权融资成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 股价逼近平安受让成本，安全边际充足

2018 年 7 月平安战略入股幸福，2019 年 2 月再次增持股份，目前平安为公司第二大股东，表明中国平安对公司运营模式的充分认可。此外，平安集团在金融、地产领域深耕多年，双方未来具备较多的合作机遇。平安受让股权的平均成本为 23.76 元/股，当前股价具备较强安全边际。

表 1：平安两次股权受让情况

时间	转让股份数 (百万股)	转让股权占比	转让单价 (元/股)	合计金额 (亿元)
2018 年 2 月	582	19.70%	23.655	137.7
2019 年 2 月	171	5.69%	24.597	42.0
合计	753	25.39%	23.76	179.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 销售规模大幅下滑：疫情影响，销售持续处于停滞状态，公司销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

