

业绩靓丽，结构优化，三新战略加速贯彻 买入（维持）

2020 年 04 月 26 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	105,210	128,489	154,250	184,673
同比（%）	25.6%	22.1%	20.0%	19.7%
归母净利润（百万元）	14,612	18,008	21,972	26,003
同比（%）	24.4%	23.2%	22.0%	18.3%
每股收益（元/股）	4.75	4.60	5.61	6.64
P/E（倍）	4.31	3.50	2.86	2.42

事件：

- 华夏幸福发布 2019 年年报和 2020 年 1 季报：2019 年公司实现营业收入 1052.10 亿元，同比增长 25.6%；归母净利润 146.12 亿元，同比增长 24.4%；基本每股收益 4.75 元；拟每股派发现金股利 1.5 元，以资本公积金每 10 股转增 3 股；2020 年 1 季度公司实现营收 195.18 亿元，同比增长 89.64%；归母净利润 28.87 亿元，同比减少 2.59%。

点评

- 2019 年业绩靓丽，利润率持续提升。2019 年公司实现营收、归母净利润增速分别为 25.6%、24.4%，业绩稳健增长；盈利能力持续提升，2019 年公司销售毛利率达到 43.7%，同比提升 2.1 个百分点；销售净利率为 13.9%，与 18 年持平。2020 年 1 季度公司营收、归母净利润增速分别为 89.64%、-2.59%；收入高增、业绩却略有下滑，主要源于：1）去年同期毛利率较高，20 年 1 季度毛利率 42.4%，同比下降了 22.9 个百分点；2）税金及财务费用增加较多，税金及附加同比增长 147%至 11.43 亿元，财务费用提升 180%至 10.58 亿元；3）委托理财及贷款减少导致投资收益同比减少 67.67%至 3052.34 万元。2020 年 1 季度末，公司预收款项 1215.32 亿元，同比减少 16.6%，是 2019 年全年营收的 1.16 倍。

- 销售规模略降，持续优化结构、提升经营回款，三新战略加速贯彻。2019 年公司实现销售额 1431.72 亿元，同比减少 12%；销售面积 1184.19 万平米，同比减少 21%；销售规模略有下降，主要源于公司正处于调结构的阵痛期；京外区域的销售金额比重由上年同期的 43.69%提升至 50.79%，销售面积比重由上年同期的 54.15%提升至 63.68%，继环南京和环杭州区域之后，环郑州区域成为异地复制新的销售业绩增长极。同时，公司狠抓经营管理，积极回款，公司全年销售商品提供劳务收到的现金达 879.27 亿元，同比增长 17.06%；销售回款率达 61.4%，同比大幅提升 15.3 个百分点，经营情况持续优化。受疫情影响，2020 年 1 季度，公司实现销售金额 157.72 亿元，同比减少 48.35%；销售面积 70.52 万平米，同比减少 76.93%；预计后续销售将持续回暖。公司加快贯彻“新模式、新领域、新地域”三新战略，布局商业地产及相关业务，通过北京丽泽、武汉长江中心两大标杆项目进入北京及华中片区核心圈层，开启公司新业务在核心都市圈内的布局。

- 财务稳健，融资成本有所回升。公司 2019 年资产负债率为 83.9%，同比下降 2.7 个百分点；剔除预收后的资产负债率 56.5%，同比提升 3.5 个百分点；有息负债规模 1792 亿元，同比提升 29%；截至 2019 年末，公司融资加权平均成本为 7.86%，同比提升 1.4 个百分点；其中银行贷款、债券及债务融资工具、信托及资管等其他的平均融资成本分别为 6.37%、7.25%、10.02%。
- 分红比例稳定在 30%，股息率较高。2019 年，公司拟每股派发现金股利 1.5 元，以资本公积金每 10 股转增 3 股，现金分红比例达 30.93%；公司坚持以持续稳定的利润分配政策积极回报股东，以现价计算股息率为 7.2%。

- 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 2020-2022 年公司 EPS 分别为 4.60、5.61、6.64 元人民币，对应 PE 分别为 3.5、2.9、2.4 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.89
一年最低/最高价	20.14/32.30
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	62235.97

基础数据

每股净资产(元)	15.83
资产负债率(%)	83.61
总股本(百万股)	3013.29
流通 A 股(百万股)	2979.22

相关研究

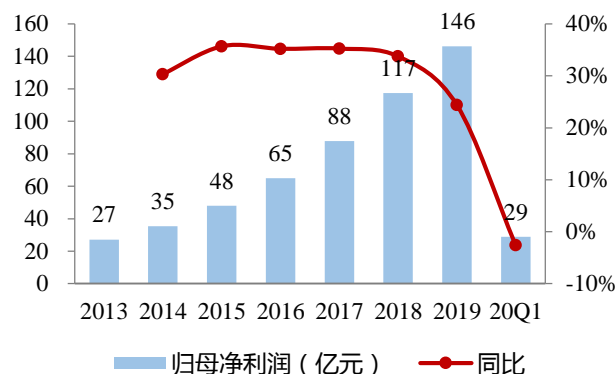
- 1、《华夏幸福 (600340)：疫情对经营影响有限，融资畅通安全性强》2020-02-13
- 2、《华夏幸福 (600340)：紧抓回款，投资回暖，产业、商业双轮驱动》2020-01-21
- 3、《华夏幸福 (600340)：销售结构优化，现金流改善明显，业绩增长稳健》2019-10-21

图 1：华夏幸福营业收入（亿元）及增速



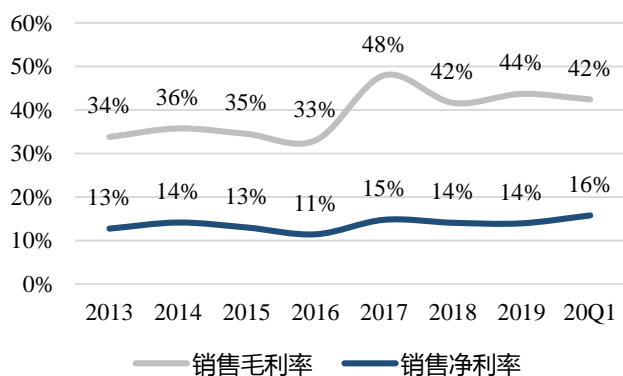
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：华夏幸福归母净利润（亿元）及增速



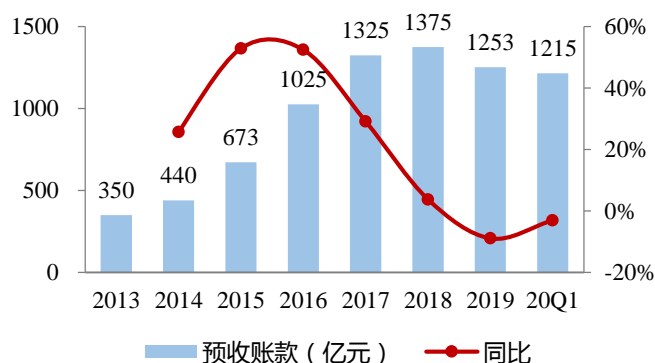
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：华夏幸福销售毛利率及净利率走势



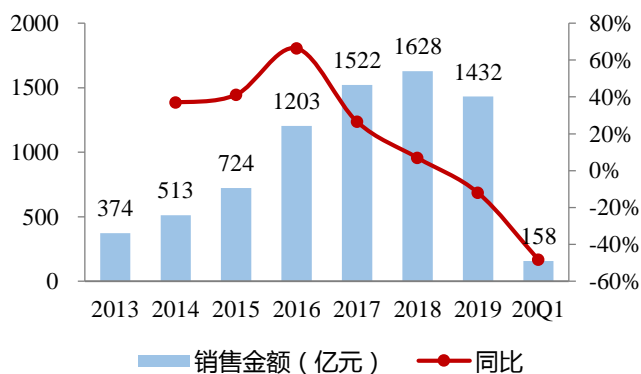
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：华夏幸福预收账款（亿元）及增速



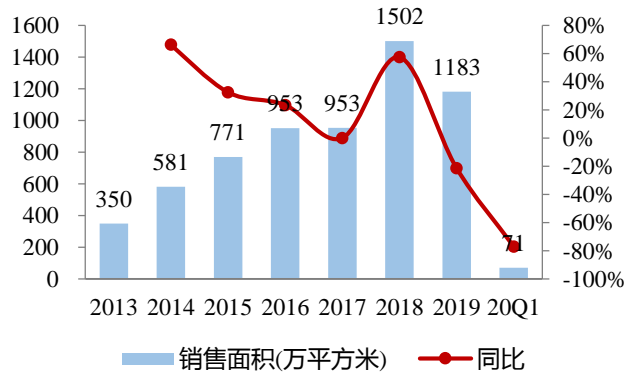
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：华夏幸福销售额（亿元）及增速



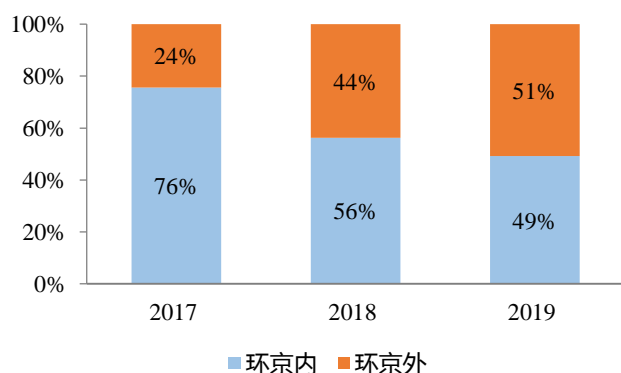
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：华夏幸福销售面积（万平方米）及增速



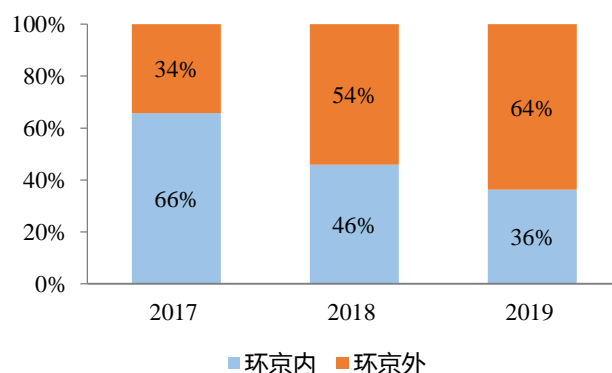
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：华夏幸福销售额区域占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：华夏幸福销售面积区域占比



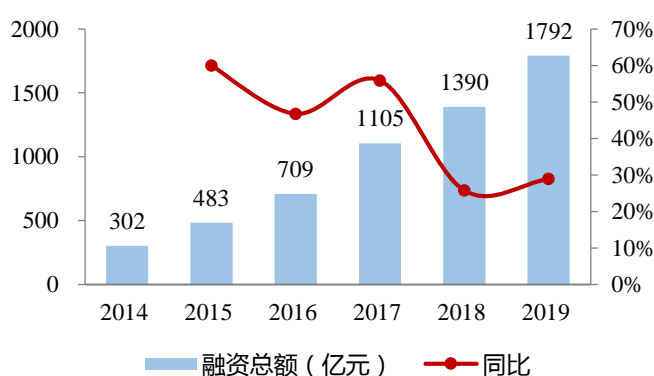
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：华夏幸福储备开发面积（万平米）



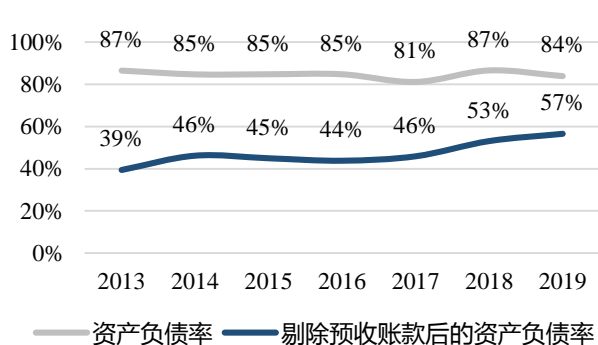
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：华夏幸福有息负债（亿元）及增速



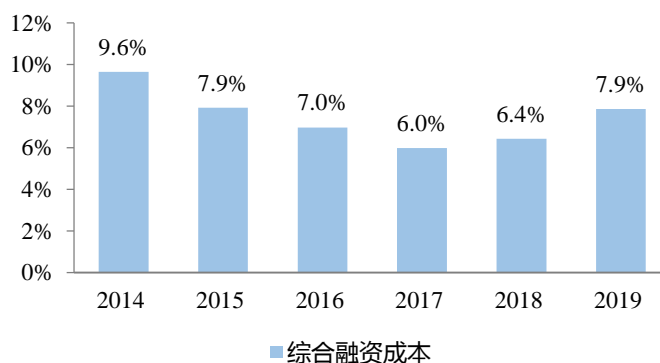
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：华夏幸福资产负债率及剔除预收后资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：华夏幸福综合融资成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华夏幸福三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	418844	465813	516982	607002	营业收入	105210	128489	154250	184673
现金	42963	52518	56863	66627	减:营业成本	59253	74678	91393	109548
应收账款	46871	50101	52732	59191	营业税金及附加	8621	9865	11779	14299
存货	290281	319331	357654	424832	营业费用	1893	2599	2948	3632
其他流动资产	38729	43863	49733	56353	管理费用	8045	9825	11795	13500
非流动资产	38967	47134	54432	61684	财务费用	2782	4196	4624	5115
长期股权投资	4738	5241	5768	6323	资产减值损失	-2087	662	-1132	-202
固定资产	7691	10810	14393	18388	加:投资净收益	303	370	444	515
在建工程	6589	9002	11067	13023	其他收益	50	53	56	58
无形资产	6998	7848	8107	8159	营业利润	22546	27237	33493	39505
其他非流动资产	12951	14232	15098	15791	加:营业外净收支	-289	-163	-243	-284
资产总计	457812	512947	571414	668686	利润总额	22257	27074	33250	39221
流动负债	265332	310502	359581	438080	减:所得税费用	7572	8976	11168	13088
短期借款	26575	29233	32156	35371	少数股东损益	73	90	110	130
应付账款	37943	51390	57939	73108	归属母公司净利润	14612	18008	21972	26003
其他流动负债	200814	229879	269486	329601	EBIT	32474	34354	40188	45813
非流动负债	118794	115181	105695	101850	EBITDA	34221	36179	42488	48602
长期借款	117255	114158	104533	100583					
其他非流动负债	1539	1023	1162	1267					
负债合计	384126	425683	465276	539930	重要财务与估值指 标				
少数股东权益	23650	23740	23850	23980		2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	50036	63524	82288	104776	每股收益(元)	4.75	4.60	5.61	6.64
负债和股东权益	457812	512947	571414	668686	每股净资产(元)	14.68	14.74	19.53	25.27
					发行在外股份(百万 股)	3013	3917	3917	3917
					ROIC(%)	9.4%	9.7%	10.5%	10.8%
					ROE(%)	19.9%	20.7%	20.8%	20.3%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	43.7%	41.9%	40.8%	40.7%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.0%	14.0%	14.2%	14.1%
经营活动现金流	-31819	33749	22878	20889	资产负债率(%)	83.9%	83.0%	81.4%	80.7%
投资活动现金流	1349	-9334	-8840	-9183	收入增长率(%)	25.6%	22.1%	20.0%	19.7%
筹资活动现金流	25919	-14860	-9693	-1942	净利润增长率(%)	24.4%	23.2%	22.0%	18.3%
现金净增加额	-4461	9555	4345	9764	P/E	4.31	3.50	2.86	2.42
折旧和摊销	1746	1825	2299	2789	P/B	1.26	0.99	0.76	0.60
资本开支	4338	6764	5595	5483	EV/EBITDA	6.51	5.72	4.73	4.07
营运资本变动	-54529	10377	-5396	-12302					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>