

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



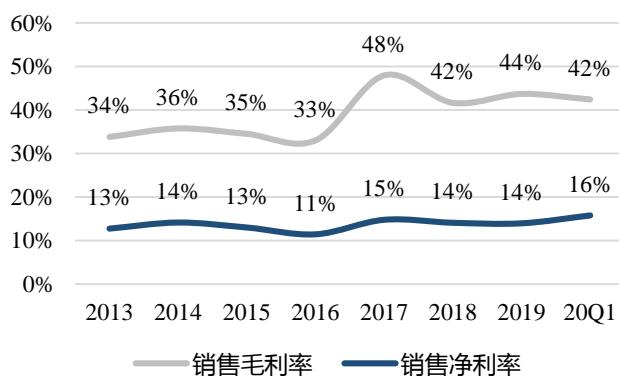
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：华夏幸福归母净利润（亿元）及增速



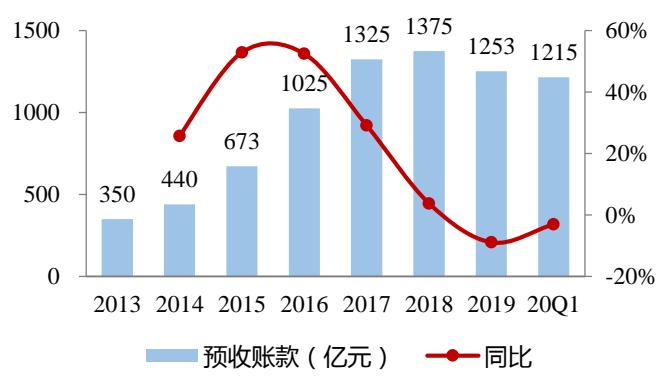
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：华夏幸福销售毛利率及净利率走势



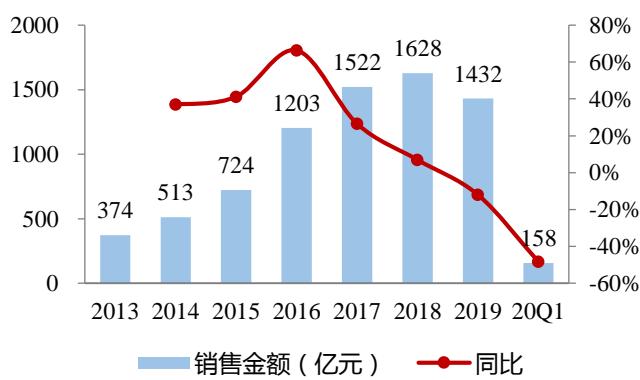
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：华夏幸福预收账款（亿元）及增速



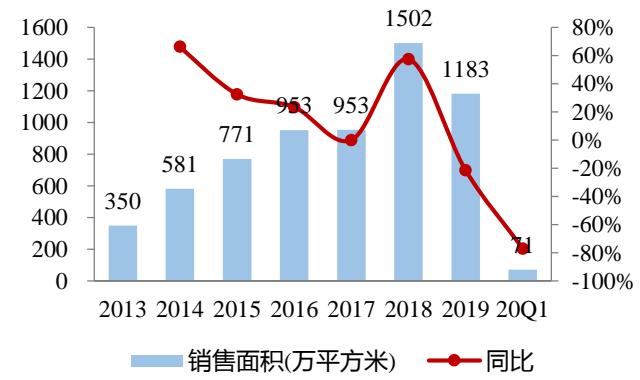
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：华夏幸福销售额（亿元）及增速



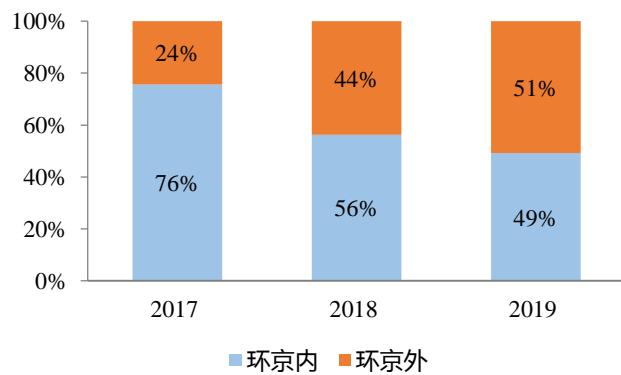
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：华夏幸福销售面积（万平米）及增速



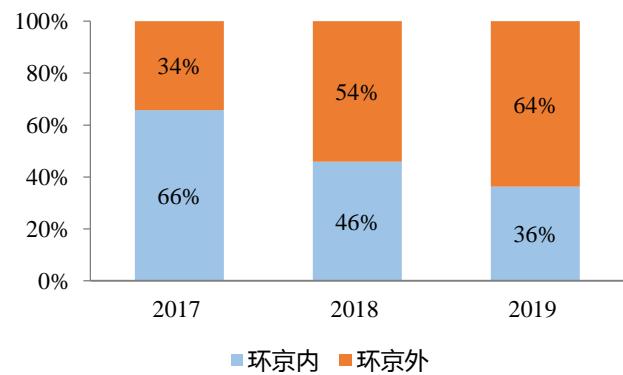
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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）



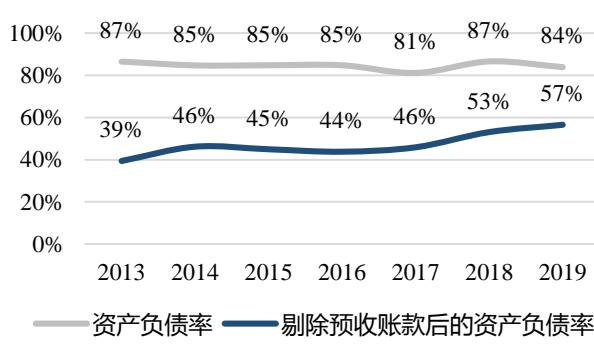
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：华夏幸福有息负债（亿元）及增速



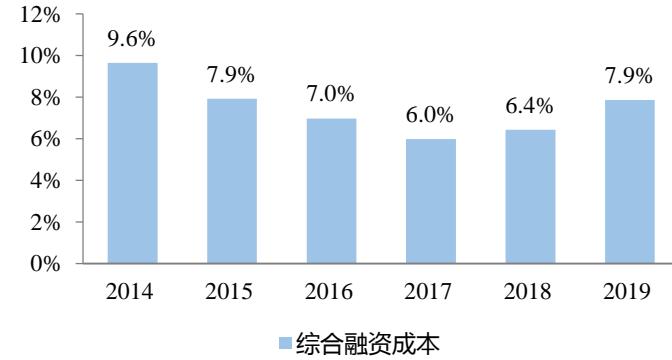
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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)

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					
少数股东权益	23650	23740	23850	23980					
归属母公司股东权益	50036	63524	82288	104776					
负债和股东权益	457812	512947	571414	668686					

现金流量表 (百万元)

2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	-31819	33749	22878	20889	销售净利率(%)	14.0%	14.0%	14.2%	14.1%
投资活动现金流	1349	-9334	-8840	-9183	资产负债率(%)	83.9%	83.0%	81.4%	80.7%
筹资活动现金流	25919	-14860	-9693	-1942	收入增长率(%)	25.6%	22.1%	20.0%	19.7%
现金净增加额	-4461	9555	4345	9764	净利润增长率(%)	24.4%	23.2%	22.0%	18.3%
折旧和摊销	1746	1825	2299	2789	P/E	4.31	3.50	2.86	2.42
资本开支	4338	6764	5595	5483	P/B	1.26	0.99	0.76	0.60
营运资本变动	-54529	10377	-5396	-12302	EV/EBITDA	6.51	5.72	4.73	4.07

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>