

华夏幸福 (600340.SH)

疫情影响业绩下滑，经营性现金流改善

事件：10月29日，公司公布2020年三季报。报告期内公司实现营业总收入567.34亿元，同比下降11.8%；实现归母净利润72.8亿元，同比降低25.3%；对应基本每股收益1.84元，同比降低24.9%。

三季度业绩趋稳，整体毛利率上升。公司第三季度的归母净利润同比从半年度的下降28.5%缩窄至同比下降3.8%，疫情影响逐渐减弱。报告期内公司整体毛利率同比上升2.04个百分点至42.44%，销售费用率和管理费用率分别同比下降0.06和0.75个百分点，但是业绩降幅仍显著高于收入降幅主要由于：1) 融资规模和资金成本提升增加导致财务费用率同比提升5.06个百分点至6.48%；2) 少数股东损益占净利润的比重同比增长8.1个百分点至9.6%。截至报告期末，公司合同负债加预收账款合计1202.02亿元，同比降低11%，覆盖2019年末房地产开发收入1.8倍。

销售规模降低，京津冀销售占比提升。报告期内公司实现销售额600.9亿元，同比降低40.3%；销售面积328.7万方，同比降低63.9%。单季度销售额分别为157.7/257.9/181.5亿元，同比为-48.4%/-23.1%/-49.7%；销售面积分别为70.5/144.7/112.5万方，同比为-76.9%/-40.9%/-68.7%。其中京津冀销售面积占比同比提升4.2pct至41.9%；京外区域占比最高的是环郑州、环南京、环杭州和环武汉，占比分别为17.9%、11.5%、8.5%和8.5%，其中环郑州占比显著减少，环武汉占比显著增加。

积极补充土地，经营性现金流改善。公司前三季度土地支出198.5亿元，同比增长14.4%，占当期销售金额的33%，规划计容建面比2019年末增加110.6万方。公司整体经营性现金流净流出同比减少145亿元，其中产业新城及相关业务现金流净流出额减少253亿元，现金流情况明显改善。前三季度公司销售商品提供劳务收到的现金433.5亿元，同比降低31.3%；经营活动产生的现金流入448.73亿元，同比降低22.6%，现金流口径的总回款率提升至74.7%，回款率显著提升。

杠杆水平降低。公司通过平台股权合作的方式不断优化资产负债结构。截至报告期末，公司资产负债率为82.1%，同比降低1.8个百分点。剔除预收账款的资产负债率为76.5%，同比降低0.7个百分点；净负债率为190.43%，同比降低12.4个百分点。

投资建议：我们预测公司20/21/22年营业收入分别为1094/1343/1457亿元，增速4%/22.8%/8.5%，归母净利润为143/158/157亿元，增速分别为-2.2%/10.4%/-0.6%。2020年动态PE为5.7x，维持“买入”评级。

风险提示：结算进度不及预期。行业及融资政策收紧超预期。疫情影响超预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	83,799	105,210	109,391	134,319	145,733
增长率 yoy (%)	40.5	25.6	4.0	22.8	8.5
归母净利润(百万元)	11,746	14,612	14,288	15,776	15,689
增长率 yoy (%)	33.8	24.4	-2.2	10.4	-0.6
EPS 最新摊薄(元/股)	3.91	4.85	3.65	4.03	4.01
净资产收益率(%)	21.6	19.9	17.2	16.8	15.0
P/E(倍)	5.3	4.3	5.7	5.2	5.2
P/B(倍)	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8

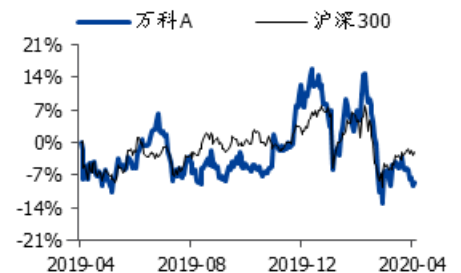
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
最新收盘价	13.72
总市值(百万元)	53,699.19
总股本(百万股)	3,913.93
其中自由流通股(%)	85.96
30日日均成交量(百万股)	42.68

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 《万科A(000002.SZ)：业绩稳步释放，经营效率提升》2020-03-18
- 《万科A(000002.SZ)：拿地收放自如 业绩略超预期》2019-10-28
- 《万科A(000002.SZ)：双面万科，行业未来领舞者》2019-09-30



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	367960	418844	451769	482520	521015
现金	47282	42963	53650	51856	46346
应收票据及应收账款	34438	46871	55260	61736	63940
其他应收款	13332	15408	17269	18996	20344
预付账款	3201	4629	4487	7193	6056
存货	254523	290281	303537	325195	366587
其他流动资产	15186	18692	17566	17544	17743
非流动资产	41751	38967	47305	59143	69411
长期投资	4243	4738	5061	5464	5828
固定资产	5073	7691	10263	15383	20516
无形资产	5343	6998	7199	7128	7348
其他非流动资产	27092	19540	24782	31168	35720
资产总计	409712	457812	499074	541663	590427
流动负债	242595	265332	258994	279700	311651
短期借款	4182	26575	34548	41457	49749
应付票据及应付账款	42067	45594	47003	62214	74091
其他流动负债	196346	193163	177443	176029	187812
非流动负债	112401	118794	156555	167675	174009
长期借款	111109	117255	155098	166191	172534
其他非流动负债	1292	1539	1457	1484	1475
负债合计	354996	384126	415548	447375	485660
少数股东权益	10939	23650	23721	23799	23877
股本	3003	3013	3917	3917	3917
资本公积	2354	1442	538	538	538
留存收益	30280	40754	50699	61671	72582
归属母公司股东权益	43776	50036	59805	70488	80889
负债和股东权益	409712	457812	499074	541663	590427

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-7428	-31819	-6092	-1694	-2223
净利润	11803	14685	14359	15855	15767
折旧摊销	1766	1746	1774	2266	2869
财务费用	963	2782	3393	4162	4786
投资损失	-1614	-303	-359	-445	-534
营运资金变动	-24150	-54529	-24887	-23498	-25096
其他经营现金流	3805	3801	-372	-35	-13
投资活动现金流	-5017	1349	-9414	-13614	-12592
资本支出	2988	4338	8191	11386	9903
长期投资	-2181	-587	-323	-382	-364
其他投资现金流	-4210	5099	-1546	-2610	-3054
筹资活动现金流	-6490	25919	26193	13514	9305
短期借款	-2664	22393	7973	6910	8291
长期借款	35068	6146	37843	11093	6343
普通股增加	48	10	904	0	0
资本公积增加	-1083	-912	-904	0	0
其他筹资现金流	-37859	-1719	-19623	-4489	-5329
现金净增加额	-18600	-4461	10687	-1794	-5510

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	83799	105210	109391	134319	145733
营业成本	48919	59253	63541	81100	90144
营业税金及附加	5360	8621	8399	10257	11284
营业费用	1882	1893	2403	2784	3015
管理费用	8045	8045	9980	12248	12932
研发费用	14	10	11	15	16
财务费用	963	2782	3393	4162	4786
资产减值损失	2525	-2087	0	0	0
其他收益	98	150	0	0	0
公允价值变动收益	101	50	38	47	59
投资净收益	1614	303	359	445	534
资产处置收益	-33	-66	0	0	0
营业利润	17871	22546	22061	24244	24151
营业外收入	15	57	45	44	47
营业外支出	456	346	350	366	358
利润总额	17431	22257	21756	23921	23840
所得税	5628	7572	7397	8067	8073
净利润	11803	14685	14359	15855	15767
少数股东损益	57	73	71	78	78
归属母公司净利润	11746	14612	14288	15776	15689
EBITDA	27308	33962	26923	30350	31495
EPS (元)	3.91	4.85	3.65	4.03	4.01

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	40.5	25.6	4.0	22.8	8.5
营业利润(%)	38.8	26.2	-2.2	9.9	-0.4
归属于母公司净利润(%)	33.8	24.4	-2.2	10.4	-0.6
获利能力					
毛利率(%)	41.6	43.7	41.9	39.6	38.1
净利率(%)	14.0	13.9	13.1	11.7	10.8
ROE(%)	21.6	19.9	17.2	16.8	15.0
ROIC(%)	9.6	9.3	6.1	6.1	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	86.6	83.9	83.3	82.6	82.3
净负债比率(%)	163.3	184.6	190.9	195.2	199.4
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.1	2.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.3	1.4	1.8	1.9	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.91	4.85	3.65	4.03	4.01
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.47	-10.56	-2.02	-0.56	-0.74
每股净资产(最新摊薄)	11.54	14.68	17.92	21.47	24.92
估值比率					
P/E	5.3	4.3	5.7	5.2	5.2
P/B	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.7	7.1	9.8	9.5	10.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com