

华夏幸福（600340）2020年三季度报点评

业绩下降，回款率改善

❖ 3Q20 营收同比-12%、业绩同比-25%，毛利率高位下降、预收款高覆盖

3Q2020 公司营收 567.3 亿元，同比-11.8%；其中园区结算收入 261.1 亿元，同比+37.1%；归母净利润 72.8 亿元，同比-25.3%；扣非归母净利润 71.0 亿元，同比-26.8%；基本每股收益 1.84 元，同比-24.9%。销售毛利率和归母净利率分别为 42.4%和 12.8%，分别同比+2.0pct 和-2.3pct；三项费用率合计 14.4%，同比+4.3pct，主要由于财务费率+5.1pct。2020Q3 末预收账款 1,201 亿元，同比-11.1%，覆盖地产结算收入 1.8 倍。

❖ 3Q20 销售额 601 亿、同比-40%，拿地积极、拿地/销售面积比为 154%

3Q2020 公司实现销售额 600.9 亿元，同比-40.3%；其中房地产销售额 309.2 亿元，同比-60.6%；园区结算收入 261.1 亿元，同比+37.1%；其他业务 30.6 亿元，同比+0.6%。地产销售面积 328.7 万平，同比-63.9%；销售均价 9,406 元/平，同比+9.1%。3Q2020 公司外埠销售面积和结算面积分别占比 58%和 52%，分别同比-4.2pct 和+24.8pct；环南京、环杭州和环郑州销售面积分别占比 12%、9%和 18%。3Q2020 公司拿地金额 255 亿元，其中商业地产及相关业务获取金额占比 66%，Q3 拿地有所放缓；拿地面积 507 万平；拿地均价 5,025 元/平；拿地/销售金额比 42%，拿地/销售面积比 154%；拿地/销售均价比 27%。

❖ 深耕都市圈、产业新城项目持续拓展，商办业务逐步落地

产业新城方面，公司坚持核心都市圈聚焦战略，打造“3+3+N”核心都市圈格局，20H1 新增入园企业 176 家，新增签约投资额 624.6 亿元。商业地产方面，公司贯彻“新模式、新领域、新地域”的三新战略，3Q2020 获取 4 个商办项目，分别为南京大校场、武汉中北路、哈尔滨深哈金融科技城和广州白鹤潭项目。此外，公司中标 1 个项目代建服务，为招商银行全球总部大厦项目全过程管理服务；锁定 1 个城市更新项目的前期服务商，为政府连片土地收储、威远岛土地整备综合服务项目。

❖ 回款率改善，负债率下降，携手平安、融资渠道畅通

2020Q3 末公司资产负债率 82.1%，同比-2.9pct；净负债率 190.4%，同比-12.4pct。3Q2020 公司表内销售回款 433.5 亿元，同比-31.3%；销售回款率 72.2%，同比+9.4pct。2020Q3 末公司有息负债余额 2,118 亿元，同比+18.9%。3-4 月公司先后发行 10 亿/5 年/5.5% 中票和 5 亿/5 年/5.17% 中票，预计随着公司与平安战略合作稳步推进后，公司融资环境及债务结构将持续优化。

❖ 投资建议：业绩下降，回款率改善，维持“强推”评级

华夏幸福作为中国领先的产业新城运营商，依托领先的 PPP 市场化运作机制，在京津冀、长三角和珠三角等地区深入布局产业新城和产业小镇，具有良好的政府关系及增量拿地能力。公司外埠销售占比继续提升、拿地加速，同时平安增持充分表明对公司业务模式和价值的认可，同时料也将提升公司融资能力。考虑到公司地产结算进度低于预期、利润率下行，我们调整 2020-22 年每股收益预测分别为 3.19、3.35 和 3.83 元（原为 4.11、4.52、4.96 元），对应 20 年 PE4.5 倍，下调目标价至 20.00 元（原目标价 24.66 元），维持“强推”评级。

❖ 风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	105,210	81,027	80,306	82,483
同比增速(%)	26	-23	-1	3
净利润(百万)	14,612	12,478	13,111	15,020
同比增速(%)	24	-15	5	15
每股盈利(元)	3.73	3.19	3.35	3.83
市盈率(倍)	3.9	4.5	4.3	3.8
市净率(倍)	1.1	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 10 月 29 日收盘价

强推（维持）

目标价：20.00 元

当前价：14.50 元

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
邮箱：yuanhao@hcyjs.com
执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593
邮箱：caoman@hcyjs.com
执业编号：S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	391,393
已上市流通股(万股)	389,336
总市值(亿元)	567.52
流通市值(亿元)	563.93
资产负债率(%)	83.1
每股净资产(元)	12.7
12 个月内最高/最低价	21.47/14.35

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华夏幸福（600340）2019 年三季度报点评：业绩稳增长，回款改善，拿地加速》

2019-10-20

《华夏幸福（600340）2019 年报&2020 一季报点评：业绩稳增长，回款改善》

2020-04-25

《华夏幸福（600340）2020 年中报点评：业绩下降，回款率改善，负债率下行》

2020-08-30

图表 1、公司 3Q2020 业绩摘要

(人民币, 百万)	3Q2019	3Q2020	同比变动 (%)
营业收入	64,318	56,734	(11.8)
营业成本	(38,334)	(32,657)	(14.8)
营业税	(4,964)	(3,203)	(35.5)
毛利润	25,985	24,077	(7.3)
其他收入	(409)	(749)	83.4
销售费用	(1,170)	(1,001)	(14.5)
管理费用	(4,462)	(3,512)	(21.3)
营业利润	14,980	15,611	4.2
投资收益	205	18	(91.1)
财务费用	(916)	(3,678)	301.3
营业外收支	(227)	(52)	(77.2)
税前利润	14,042	11,900	(15.3)
所得税	(4,154)	(3,850)	(7.3)
少数股东权益	(142)	(770)	443.7
归属上市公司股东净利润	9,746	7,280	(25.3)
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	40.4	42.4	2.0
经营利润率	23.3	27.5	4.2
归母销售净利率	15.2	12.8	(2.3)

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	42,963	38,229	60,418	77,599
应收票据	0	0	0	0
应收账款	46,871	0	0	0
预付账款	4,629	3,656	3,613	3,576
存货	290,281	259,287	240,919	230,952
其他流动资产	34,100	47,965	47,538	48,826
流动资产合计	418,844	349,137	352,487	360,953
其他长期投资	3,340	3,173	3,006	2,839
长期股权投资	4,738	4,738	4,738	4,738
固定资产	14,280	40,151	46,255	52,359
在建工程	6,589	6,589	6,589	6,589
无形资产	6,998	6,648	6,316	6,000
其他非流动资产	3,022	883	819	1,012
非流动资产合计	38,967	62,183	67,723	73,537
资产合计	457,812	411,319	420,211	434,490
短期借款	26,575	20,991	20,742	20,529
应付票据	7,651	6,043	5,972	5,910
应付账款	37,943	29,971	29,616	29,311
预收款项	125,285	96,488	95,630	98,222
其他应付款	12,250	9,922	9,851	10,048
一年内到期的非流动负债	33,818	33,737	33,733	33,730
其他流动负债	21,810	11,835	11,695	11,574
流动负债合计	265,332	208,987	207,238	209,324
长期借款	48,790	48,790	48,790	48,790
应付债券	68,465	68,465	68,465	68,465
其他非流动负债	1,539	1,252	1,239	1,228
非流动负债合计	118,794	118,507	118,494	118,483
负债合计	384,126	327,494	325,732	327,807
归属母公司所有者权益	50,036	58,654	67,710	78,083
少数股东权益	23,650	25,171	26,769	28,599
所有者权益合计	73,686	83,825	94,478	106,683
负债和股东权益	457,812	411,319	420,211	434,490

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(31,819)	20,878	33,956	29,377
现金收益	(4,461)	11,838	30,413	25,496
存货影响	(37,606)	30,995	18,368	9,967
经营性应收影响	(2,953)	15,288	470	(1,251)
经营性应付影响	(13,971)	(41,525)	(1,426)	2,105
其他影响	27,171	4,282	(13,869)	(6,940)
投资活动现金流	1,349	481	760	976
资本支出	4,338	0	0	0
股权投资	(587)	0	0	0
其他长期资产变化	(2,402)	481	760	976
融资活动现金流	25,919	(9,525)	(4,308)	(4,863)
借款增加	40,031	(5,665)	(253)	(217)
财务费用	17,938	3,860	4,056	4,646
股东融资	19,976	0	0	0
其他长期负债变化	(52,027)	(7,720)	(8,111)	(9,292)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,210	81,027	80,306	82,483
营业成本	59,253	46,803	46,248	45,772
营业税金及附加	8,621	4,380	3,492	2,855
销售费用	1,893	1,458	1,445	1,484
管理费用	8,045	6,196	6,141	6,307
财务费用	2,782	905	600	382
资产减值损失	(2,087)	0	0	0
公允价值变动收益	50	0	0	0
投资收益	303	303	303	303
营业利润	22,546	21,588	22,684	25,986
营业外收入	57	0	0	0
营业外支出	346	0	0	0
利润总额	22,257	21,588	22,684	25,986
所得税	7,572	6,908	7,259	8,316
净利润	14,685	14,680	15,425	17,671
少数股东损益	73	2,202	2,314	2,651
归属母公司净利润	14,612	12,478	13,111	15,020
NOPLAT	21,928	15,089	15,627	17,724
EPS(摊薄)(元)	3.73	3.19	3.35	3.83

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26%	-23%	-1%	3%
EBIT 增长率	40%	-19%	4%	13%
归母净利润增长率	24%	-15%	5%	15%
获利能力				
毛利率	44%	42%	42%	45%
净利率	14%	15%	16%	18%
ROE	29%	21%	19%	19%
ROIC	13%	7%	8%	9%
偿债能力				
资产负债率	84%	80%	78%	75%
债务权益比	5.2	3.9	3.4	3.1
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转天数	191	248	217	213
应付帐款周转天数	218	244	216	208
存货周转天数	1,465	1,960	1,835	1,771
每股指标(元)				
每股收益	3.73	3.19	3.35	3.83
每股经营现金流	-8.12	6.93	11.27	9.75
每股净资产	12.8	19.5	22.5	25.9
估值比率				
P/E	3.9	4.5	4.3	3.8
P/B	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.7	14.5	13.0	10.9

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018年金牛奖评选房地产行业第一名；2019年金麒麟评选房地产行业第二名；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任
何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负
有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司
于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义
务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及
证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定
状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复
制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且
不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500