年报点评 48 丨华夏幸福：营收大幅增加，探索新商业模式

【异地复制继续推进，环郑州是增长亮点】2019 年华夏幸福共实现销售额 1431.72 亿元，其中园区住宅业务签约销售额为 1029.35 亿元。环郑州区域的销售面积为 306 万平方米，同比增长了 23.9%，是企业销售增长的亮点地区。

【总土储反弹，首次探索商业地产和城市更新】截止 2019 年末，华夏幸福储备开发用地规划计容建筑面积约为 1058 万平方米（其中孔雀城 886 万平方米），同比增加了 15.4%，结束了连续三年的减少。2019 年华夏幸福首次涉足商业地产及相关业务，已经覆盖了北京、深圳、武汉和东莞 4 个城市。而在城市更新方面，华夏幸福目前在 8 个城市更新项目中被选为前期服务商，总计新增的土地储备规划计容面积也达到了 171 万平方米。

【环京以外营收同比近乎翻番】2019 年华夏幸福的营业收入为 1052.1 亿元，同比增长了 25.6%。按区域来看，环北京的收入为 579.79 亿元，同比增长了 0.49%，而环京以外区域则同比大幅增长了 81.7%至 467.19 亿元。企业的归母净利润为 146.12 亿元，再次完成了和平安的利润承诺。

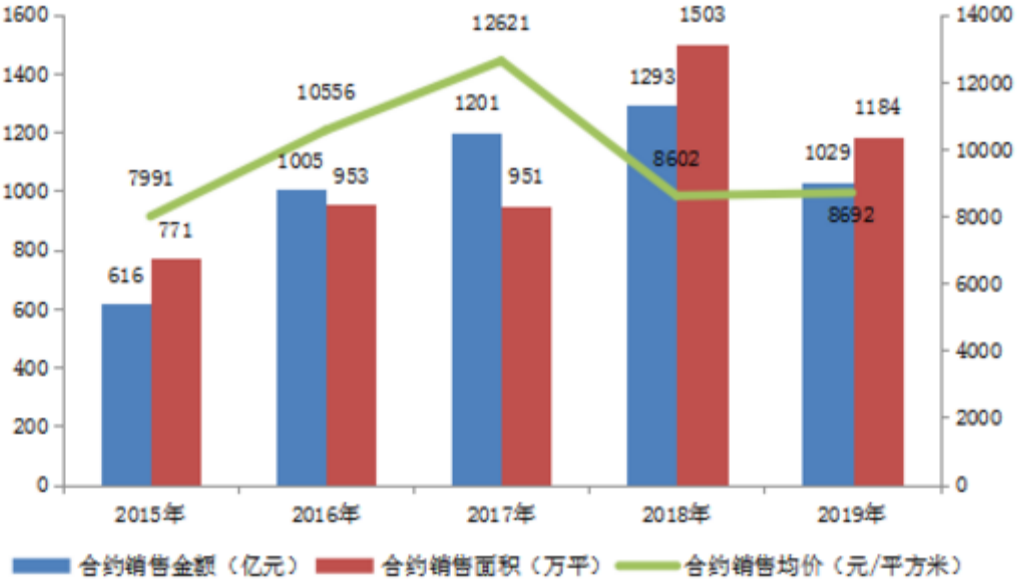
【负债规模和结构有待优化】2019 年华夏幸福融资较为积极，而由于企业购买商品、劳务的现金支出大幅增加，因此企业持有现金同比减少了 9%至 429.63 亿元，净负债率则同比继续提高了 22 个百分点至 183%，长短期负债比降至 1.94，现金短债比也降至 0.71，企业的负债规模和结构仍需继续改善。各类融资渠道成本都有所增加，未来需要加强融资方式和成本的控制。

1 销售

异地复制继续推进
环郑州是增长亮点

2019 年华夏幸福共实现销售额 1431.72 亿元，同比减少了 12.04%。其中包括产业新城业务园区结算收入额 368.37 亿元，同比增加了 18.68%；其他业务（物业、酒店）销售额 34 亿元，同比增加了 38.55%；园区配套住宅签约销售额为 1029.35 亿元，同比减少了 20.37%。从住宅合约销售额的区域分布来看，2019 年华夏幸福在环北京区域的销售额为 506.54 亿元，而环京之外的销售额为 522.81 亿元，占比增加至 50.79%。

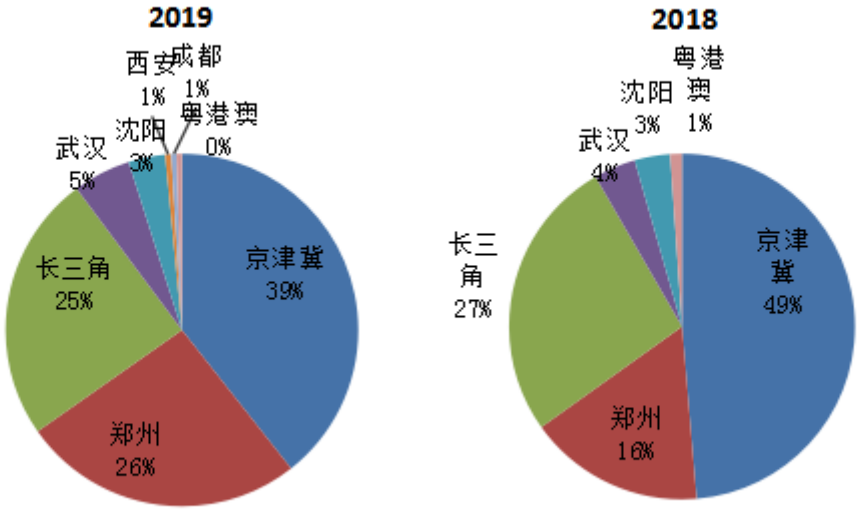
图：华夏幸福 2015-2019 园区配套住宅销售完成情况



数据来源：企业年报，CRIC 整理

华夏幸福在 2019 年继续推进异地复制战略。根据企业的销售面积明细，2019 年京津冀都市圈以外区域的销售面积占比从 2018 年底的 51%继续提升了 10 个百分点至 61%。这主要是因为企业早期在京津冀以外地区大力发展的一些项目已经开始贡献销售业绩，西安和成都都市圈也首次开始有销售贡献。而最值得一提的是，2019 年华夏幸福在环郑州区域的销售面积为 306 万平方米，同比增长了 23.9%，占比则相比 2018 年增加了近 10 个百分点，是企业销售增长的最亮眼地区。

图：华夏幸福 2018 年和 2019 合约销售面积各都市圈分布



数据来源：企业年报，CRIC 整理

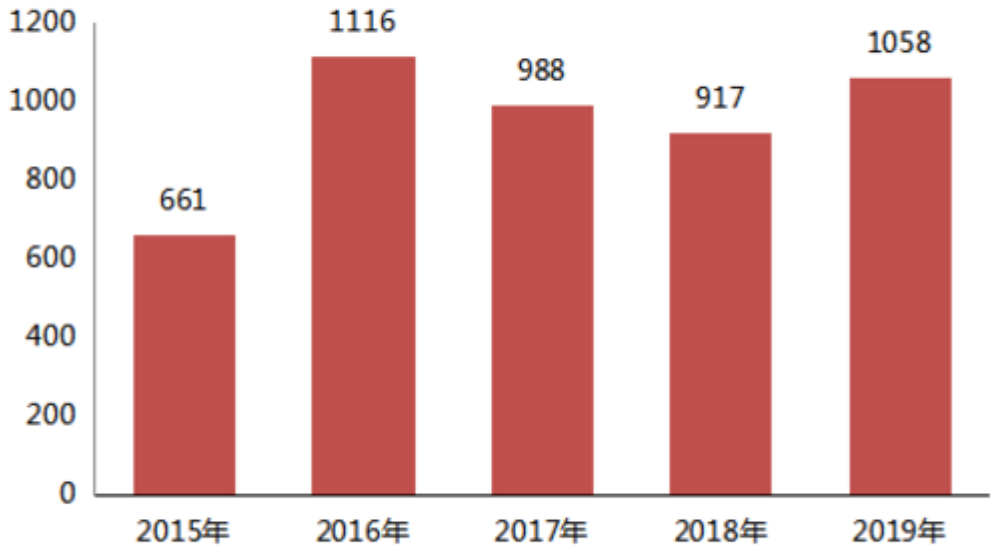
2 投资

总土储止跌反升
首次探索商业地产和城市更新

华夏幸福的产业新城业务在 2019 年继续坚持核心都市圈聚焦战略，打造“3+3+N”核心都市圈格局：在持续精耕京津冀都市圈的基础上，密集布局长三角都市圈，加快布局粤港澳都市圈三个高能核心都市圈；推进布局郑州都市圈、武汉都市圈和成都都市圈三个高潜核心都市圈，以及其他潜力核心都市圈。2019 年华夏幸福继续在非京津冀地区进行投资布局，新增了 7 个入库 PPP 项目，全部位于环北京以外的区域，从而进一步强化其全国化布局。同时，2019 年企业的产业新城新增签约投资额 1956.13 亿元，同比增长 17.84%，主营业务仍在稳定发展。华夏幸福的住宅业务往往作为产业新城的配套出现，企业旗下的住宅品牌孔雀城在 2019 年新增土地储备 515 万平方米，新增土地总价约为 181 亿元，同比增长 70%。截止 2019 年末，华夏幸福储备开发用地规划计容建筑面积

约为 1058 万平方米（其中孔雀城 886 万平方米），总土储面积同比增加了 15.4%，同时也结束了连续三年的减少。虽然华夏幸福的总土储规模与同等规模的其他房企相比较少，但这对于主营产业新城运营开发的华夏幸福而言并不是多大的问题，因为华夏幸福在签署 PPP 协议后，可以随着产业新城的建设推进逐步与政府协商低价拿地。

图：华夏幸福 2015-2019 总土储规模（单位：万平方米）



数据来源：企业年报，CRIC 整理

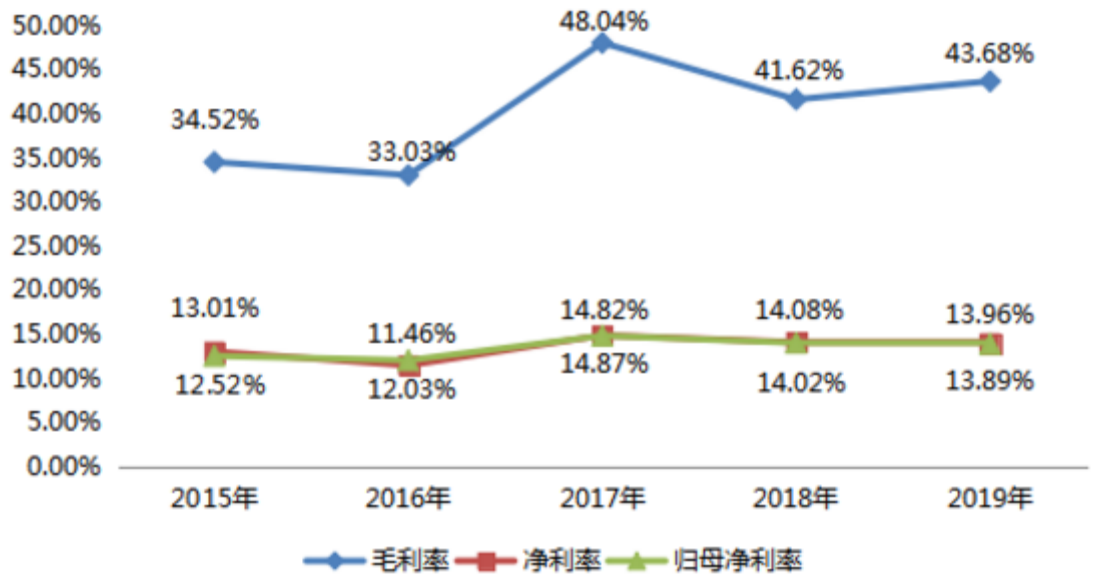
在主营的产业新城和住宅业务之外，2019 年华夏幸福首次涉足了商业地产及相关业务，已经覆盖了北京、深圳、武汉和东莞 4 个城市，其中北京的丽泽项目和武汉的长江中心项目已经于年内落地，前者是华夏幸福轻资产业务模式的首次尝试，后者则计划打造包括办公、商业、住宅和公寓的综合体项目，未来可能会为华夏幸福打造新的业绩增长点，探索新的业务模式。而在城市更新方面，华夏幸福目前在 8 个城市更新项目中被选为前期服务商，主要位于大湾区城市，其中深圳有 6 个项目，东莞 2 个项目，总计新增的土地储备规划计容面积达到 171 万平方米，也是华夏幸福积极进取的新尝试。

3 财务

环京以外营收同比近乎翻番 完成利润承诺

2019 年华夏幸福的营业收入为 1052.1 亿元，同比增长了 25.6%，值得注意的是，企业的主营业务收入按区域来看，环北京的收入为 579.79 亿元，同比增长了 0.49%，基本保持持平，而环京以外区域则同比大幅增长了 81.7%至 467.19 亿元。随着企业异地复制的持续推进，未来企业在外埠的收入规模以及占比预期将会继续增长。而与此同时，如何保证在大本营环京区域的收入也是值得企业注意的问题。而在利润方面，企业的毛利率为 43.68%，同比提高了 2.06 个百分点，继续维持在相当高的水平。根据企业和平安对赌协议的承诺，2019 年华夏幸福至少要完成 144.88 亿元的归母净利润，否则将对平安资管进行现金补偿，而华夏幸福则以 146.12 亿元的归母净利润完成了和平安的利润承诺，同比增加了 24.4%，净利率和归母净利率也保持在 14%左右，处在相当高的水平，企业的盈利能力依旧较为不错。

图：华夏幸福 2015-2019 盈利指标情况



数据来源：企业年报，CRIC 整理

负债规模和结构有待优化

2019 年华夏幸福继续积极融资，方式也较为多元化，除了担保贷款之外，共发行公司债 63 亿元、资产支持专项计划 21 亿元、超短融 25 亿元以及境外债券 16.3 亿美元。而由于企业购买商品、劳务的现金支出大幅增加，持有现金相比于 2018 年底减少了 9%至 429.63 亿元，净负债率同比提高 22 个百分点至 183%，现金短债比也降至 0.71，未来企业需要加强对负债规模以及结构的控制。

图：华夏幸福 2015-2019 负债指标情况

数据来源：企业年报，CRIC 整理

在融资成本方面，受 2019 年融资政策继续维持收紧态势的影响，华夏幸福在 2019 年的平均融资成本由 2018 年全年的 6.42%上升到了 7.86%。其中银行贷款的平均利息成本由 2018 年的 6.15%升至 6.37%，债券及债务融资工具平均成本由 6.22%升至 7.25%，信托、资管等其他融资的平均利息成本由 7.41%升至 10.02%。与此同时，融资成本最高且提升最大的信托、资管等其他融资方式的规模占比提升了 11 个百分点，进一步推动了企业综合融资成本的上升，未来企业仍需加强融资的渠道拓展和融资成本控制。

表：华夏幸福 2018 和 2019 融资方式和成本

融资方式	2018 年			2019 年		
	融资额	占比	融资成本	融资额	占比	融资成本
银行贷款	487.20	35.0%	6.15%	455.69	25.4%	6.37%
债券及债务融资工具	624.75	44.9%	6.22%	780.01	43.5%	7.25%
信托、资管等其他融资	278.44	20.0%	7.41%	556.44	31.0%	10.02%
总计	1390.39	100.0%	6.42%	1792.14	100.0%	7.86%

数据来源：企业年报，CRIC 整理

附表 1：华夏幸福[600340]近期券商估值

券商名称	日期	目标价(元/股)
花旗 Citi	2020 年 3 月	29.06
高盛	2020 年 3 月	32.1
西南证券	2019 年 10 月	39.86
中信证券	2019 年 10 月	45.79
国盛证券	2019 年 11 月	37
东北证券	2020 年 1 月	39.6

数据来源：CRIC 整理

附表 2：2016 年-2019 年企业财务指标（亿元、万平方米）

分类	指标体系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比/百分点变动
规模指标	合同销售金额	1203	1522	1628	1432	-12.04%
	营业收入	538.21	596.35	837.99	1052.10	25.55%
	物业销售收入	534.6	593.0	834.0	667.4	-19.98%
	总土地储备建面	1116	988	917	1058	15.37%
营利性指标	毛利润	177.76	286.49	348.80	459.57	31.76%
	净利润	61.68	88.65	118.03	146.85	24.42%
	核心净利润	61.63	82.84	104.60	144.43	36.43%
	归母净利润	64.74	88.40	117.46	146.12	24.40%
	毛利率	33.03%	48.04%	41.62%	43.68%	2.06 pts
	净利率	11.46%	14.87%	14.08%	13.96%	-0.13 pts
	核心净利率	11.45%	13.89%	12.48%	13.73%	1.09 pts
	归母净利率	12.03%	14.82%	14.02%	13.89%	-0.13 pts
	每股基本收益（元）	2.21	2.85	3.79	4.75	25.33%
抗风险指标	现金	455.03	681.05	472.82	429.63	-9.14%
	现金短债比	2.60	2.59	1.95	0.71	-1.23
	长短期债务比	2.95	2.89	4.57	1.94	-2.63
	净负债率	62.19%	48.16%	161.06%	182.78%	21.72 pts
	平均借贷利率	6.97%	5.98%	6.42%	7.86%	1.44 pts
运营及资本效率	资产收益率(ROA)	2.95%	2.83%	3.00%	3.39%	0.38 pts
	净资产收益率(ROE)	19.38%	16.26%	18.77%	22.87%	4.1 pts
	股东权益回报率	33.30%	28.31%	29.05%	31.15%	2.1 pts
	销管费用率	4.57%	6.21%	6.10%	9.45%	0.84 pts
	资产杠杆率	657.09%	529.14%	748.80%	621.30%	-127.5 pts

注：核心净利率为企业财报公告的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润；
股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；
销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理