

华夏幸福 (600340)

成长铸就卓越，PPP模式典范

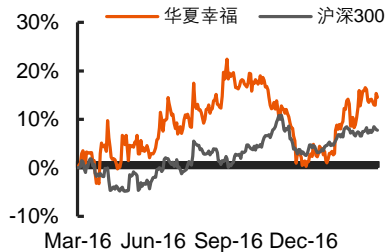
强烈推荐 (维持)

现价: 27.03 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.cfldcn.com
大股东/持股	华夏幸福基业控股股份公司 /61.67%
实际控制人/持股	王文学/%
总股本(百万股)	2,955
流通 A 股(百万股)	2,955
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	798.72
流通 A 股市值(亿元)	798.72
每股净资产(元)	8.58
资产负债率(%)	84.80

行情走势图



相关研究报告

《华夏幸福*600340*业绩扎实，PPP 模式典范》
2016-10-27

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

李孟泉 一般从业资格编号
S1060116070095
0755-22621493
LIMENGXIAO698@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2016年年报,全年实现营业收入538.2亿,同比增长40.4%,净利润64.9亿,同比增长35.2%,对应EPS2.22元,符合预期。公司拟每10股派发现金股利6.6元(含税)。

平安观点:

- **业绩持续高增长，产业发展服务贡献逐年提升。**期内公司实现营收 538.2 亿，同比增长 40.4%，净利润 64.9 亿，同比增长 35.2%。园区配套住宅业务受结算结构变化，毛利率下降 9.86 个百分点，带动公司整体毛利率小幅滑落 1.5 个百分点至 33%。但注意到高毛利率的产业发展服务营收占比进一步提升 3.8 个百分点至 20.4%。考虑到公司 2016 年新增园区 11 个，新增签约投资额 1122.4 亿，同比增长 109%，按照 30%落地率、45%的落地分成率估计，未来可贡献产业发展服务收入约 151.5 亿，为 2016 年产业发展实际收入的 1.4 倍，预计未来产业园区收入占比将进一步提高，利于整体毛利率维持高位。受前期发行公司债利息支付影响，期内财务费用由上年同期的 0.01 亿提升至 5.63 亿，带动期间费用率提升 1.38 个百分点至 11.3%。由于销售搭赠，预收款同比增长 52.4%至 1026 亿，奠定 2017 年业绩增长基础。
- **销量大幅跑赢大势，异地占比稳步提升。**公司 2016 年实现销售额 1203.3 亿元，同比增长 66.3%，销售面积 952.6 万平，同比增长 23.6%，超额完成 870 亿目标。剔除园区回款后销售额 1025.7 亿，同比增长 64%，增速大幅超越同期全国增速。传统的廊坊、固安、大厂合计贡献销售面积 545.3 万平，占比 57.2%，较 2015 年下降 11.1 个百分点，异地项目销售贡献稳步提升。受益京津冀及全国房价上涨，全年销售均价 10767 元/平米，较 2015 年上升 32.8%，其中产业园区住宅均价 10166 元/平，城市住宅销售均价 11706 元/平，同比分别上升 31.9%和 24.5%。公司计划 2017 年销售额 1450 亿，同比增长 20.5%。我们认为公司在经历持续高速增长后，适当放缓销售增速目标，更利于公司夯实基础，未来奔上更高的平台。同时在政府调控持续加码背景下，放低销量规模要求，更利于集中火力发展盈利能力更强且更具前景的产业发展服务业务。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	38335	53821	71258	93562	122192
YoY(%)	42.6	40.4	32.4	31.3	30.6
净利润(百万元)	4801	6492	8485	10991	14294
YoY(%)	31.2	35.2	30.7	29.5	30.1
毛利率(%)	34.5	33.0	32.6	32.2	32.0
净利率(%)	13.0	11.5	11.8	11.6	11.6
ROE(%)	35.5	25.6	26.0	26.2	26.4
EPS(摊薄/元)	1.62	2.22	2.87	3.72	4.84
P/E(倍)	16.6	12.2	9.4	7.3	5.6
P/B(倍)	5.9	3.1	1.8	1.6	1.3

- **投资年末发力，产业园区持续扩张。**公司年末逐步加大拿地力度，全年累计新增建面 857 万平米，同比增长 19.6%。总地价 179.6 亿，为同期销售金额(剔除园区回款)的 17.5%，较 2015 年(13.9%) 上升 3.6 个百分点。由于嘉善等高地价区域占比提高，平均拿地楼面价较 2015 年(1210 元/平) 上升 73.2%至 2095 元/平米。公司拿地到销售周期仅 5-6 个月，可根据市场交易情况快速补充货值。期末土地储备 1116 万平米，仅供一年左右开发，预计 2017 年投资仍将相对积极。
- **异地园区渐入佳境，签约投资额占比持续提升。**公司作为国内领先的产业新城运行商，借助“PPP” 和“特色小镇”的政策春风，积极加快异地复制。2016 年新增园区 11 个，并与印度、越南、埃及 等地政府签订 4 个产业新城备案录，累计签订备忘录园区超过 50 个。全年新增签约投资额 1122.4 亿，同比增长 109%，其中固安、大厂以外园区新增签约投资额达到 776.2 亿，占比达 69.2%，异 地园区运营渐入佳境。
- **融资结构优化，财务成本持续下行。**得益于销售高增长，期末在手现金较年初增加 87 亿至 455 亿， 为一年到期长短期负债的 259.7%，较 2015 年上升 68.4 个百分点。期末净负债率和剔除预收款的资 产负债率分别为 62.2%和 43.7%，较期初分别增长 19.4 个和降低 1.2 个百分点。公司产业新城模式 对资金需求较大，前期土地整备、基础设施建设等工程均需公司垫付资金。随着拓展园区的增加， 公司近年持续加大融资力度，期末融资总金额 709.1 亿，但得益于融资结构优化，平均融资成本同 比下降 0.92 个百分点至 6.97%。同时 2017 年一季度公司固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收 费收益权资产支持证券获得上交所挂牌转让同意，PPP 项目资产证券化有利于盘活公司存量资产， 提高 PPP 项目资产流动性，未来有望成为公司新的融资渠道。
- **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 2017-2018 年盈利预测 EPS 分别为 2.87 元和 3.72 元，当前股价 对应 PE 分别为 9.4 倍和 7.3 倍。公司业绩、销量稳健增长，产业发展服务业务升级加速，持续受益 京津冀协同发展和“特色小镇”建设带来的政策发展机遇，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**业绩大幅低于预期风险。

正文目录

一、 业绩持续高增长，产业发展服务贡献逐年提升.....	5
二、 销量大幅跑赢大势，异地占比稳步提升	6
三、 投资年末发力，产业园区持续扩张.....	8
四、 异地园区渐入佳境，签约投资额占比持续提升.....	9
五、 融资结构优化，财务成本持续下行.....	10
六、 投资建议.....	12

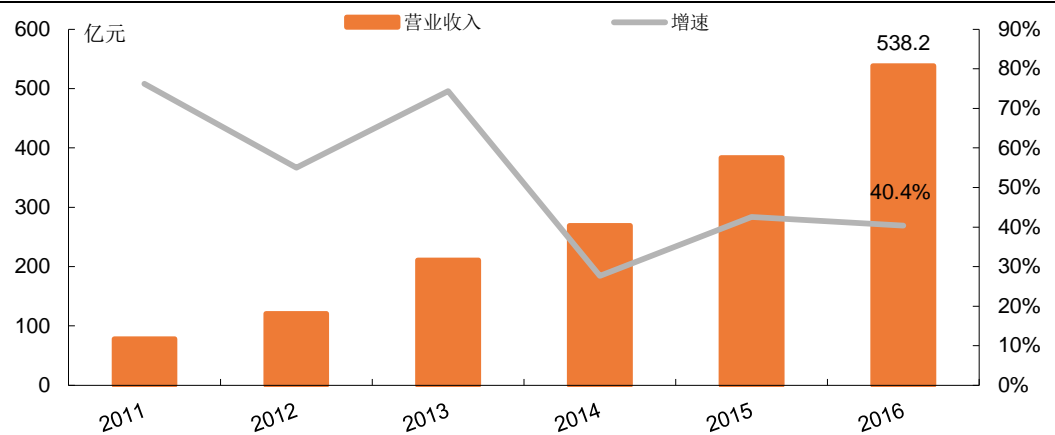
图表目录

图表 1	公司营业收入及同比增速	5
图表 2	公司归属净利润及增速	5
图表 3	公司销售毛利率及净利率	6
图表 4	公司三费比率	6
图表 5	公司全年销售金额及同比增速	7
图表 6	公司全年销售面积及同比增速	7
图表 7	剔除园区后的销售金额及均价	7
图表 8	廊坊固安大厂销售占比持续下降	8
图表 9	2016 年各区域销售面积	8
图表 10	历年新增土地储备	9
图表 11	历年新增土地储备楼面地价	9
图表 12	公司历年新签约投资额	10
图表 13	2016 年新签约投资额区域分布	10
图表 14	公司负债率情况	11
图表 15	公司短期负债及货币资金覆盖率	11
图表 16	公司预收账款走势图	11

一、业绩持续高增长，产业发展服务贡献逐年提升

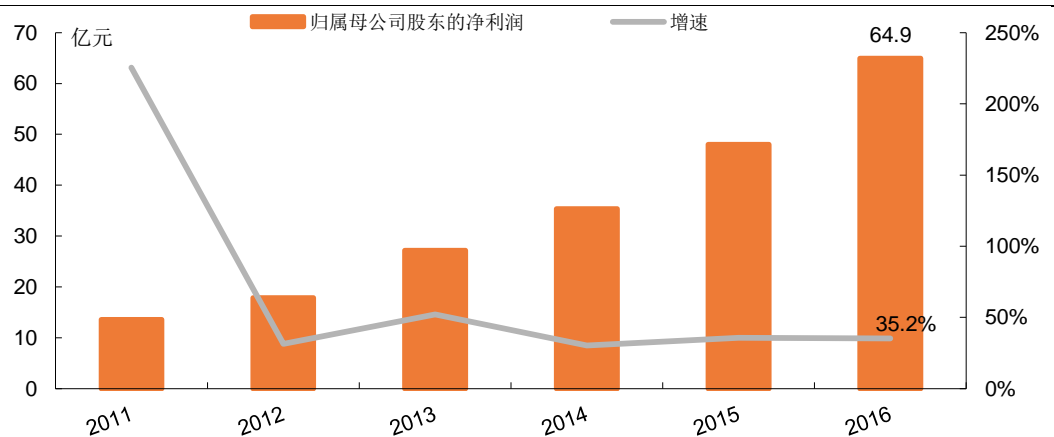
期内公司实现营收 538.2 亿，同比增长 40.4%，净利润 64.9 亿，同比增长 35.2%。园区配套住宅业务受结算结构变化，毛利率下降 9.86 个百分点，带动公司整体毛利率小幅滑落 1.5 个百分点至 33%。但注意到高毛利率的产业发展服务营收占比进一步提升 3.8 个百分点至 20.4%。考虑到公司 2016 年新增园区 11 个，新增签约投资额 1122.4 亿，同比增长 109%，按照 30% 落地率、45% 的落地分成率估计，未来可贡献产业发展服务收入约 151.5 亿，为 2016 年产业发展实际收入的 1.4 倍，预计未来产业园区收入占比将进一步提高，利于整体毛利率维持高位。受前期发行公司债利息支付影响，期内财务费用由上年同期的 0.01 亿提升至 5.63 亿，带动期间费用率提升 1.38 个百分点至 11.3%。由于销售搭赠，预收款同比增长 52.4% 至 1026 亿，奠定 2017 年业绩增长基础。

图表1 公司营业收入及同比增速



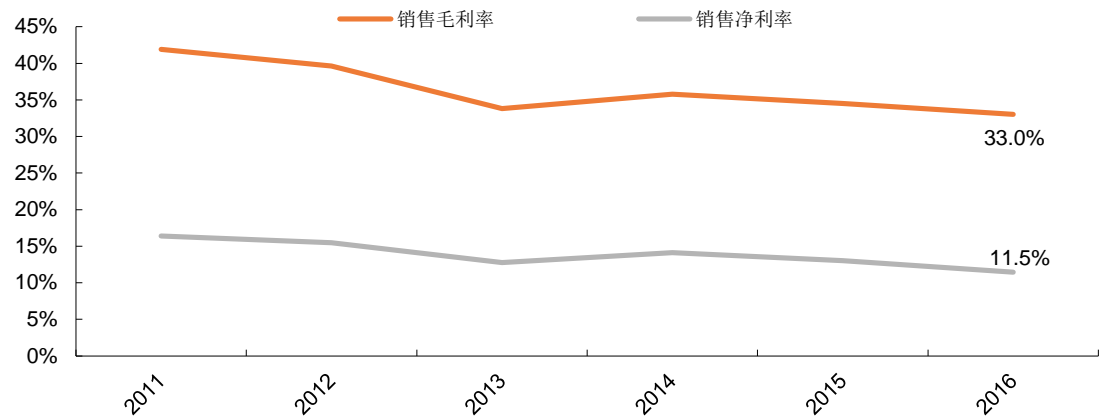
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表2 公司归属净利润及增速



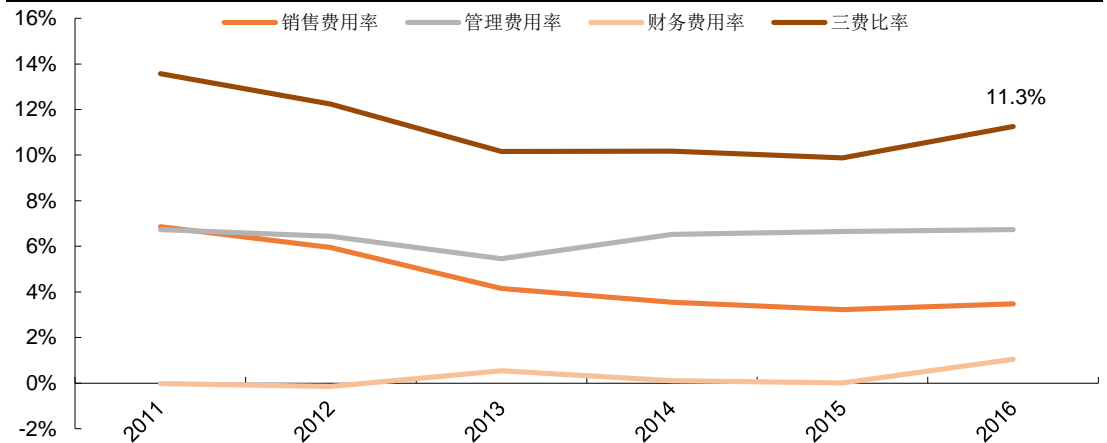
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 公司销售毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 公司三费比率

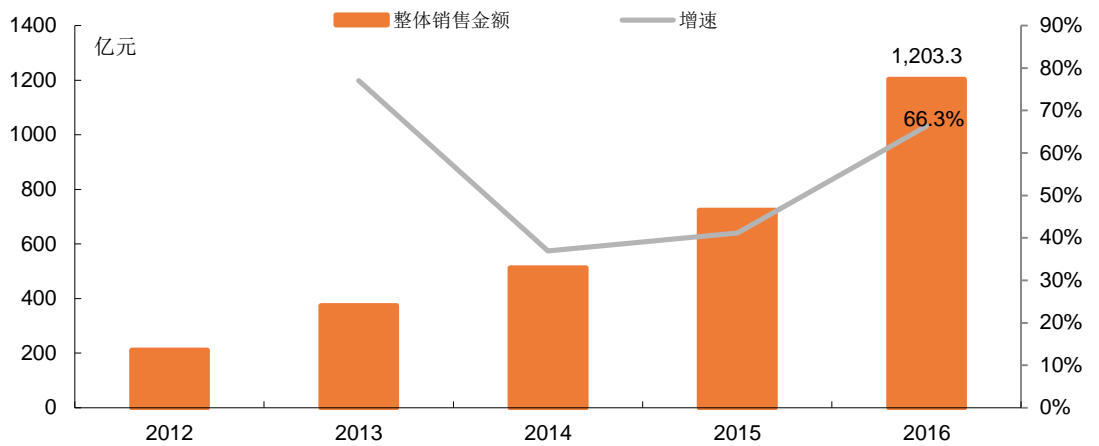


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、销量大幅跑赢大势，异地占比稳步提升

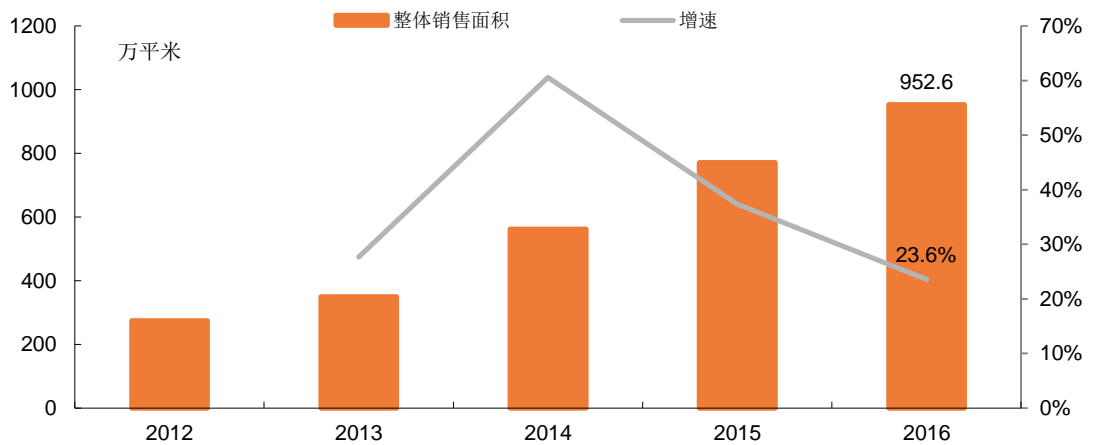
公司 2016 年实现销售额 1203.3 亿元，同比增长 66.3%，销售面积 952.6 万平，同比增长 23.6%，超额完成 870 亿目标。剔除园区回款后销售额 1025.7 亿，同比增长 64%，增速大幅超越同期全国增速。传统的廊坊、固安、大厂合计贡献销售面积 545.3 万平，占比 57.2%，较 2015 年下降 11.1 个百分点，异地项目销售贡献稳步提升。受益京津冀及全国房价上涨，全年销售均价 10767 元/平米，较 2015 年上升 32.8%，其中产业园区住宅均价 10166 元/平，城市住宅销售均价 11706 元/平，同比分别上升 31.9%和 24.5%。公司计划 2017 年销售额 1450 亿，同比增长 20.5%。我们认为公司在经历持续高速增长后，适当放缓销售增速目标，更利于公司夯实基础，未来奔上更高的平台。同时在政府调控持续加码背景下，放低销量规模要求，更利于集中火力发展盈利能力更强且更具前景的产业发展服务业务。

图表5 公司全年销售金额及同比增速



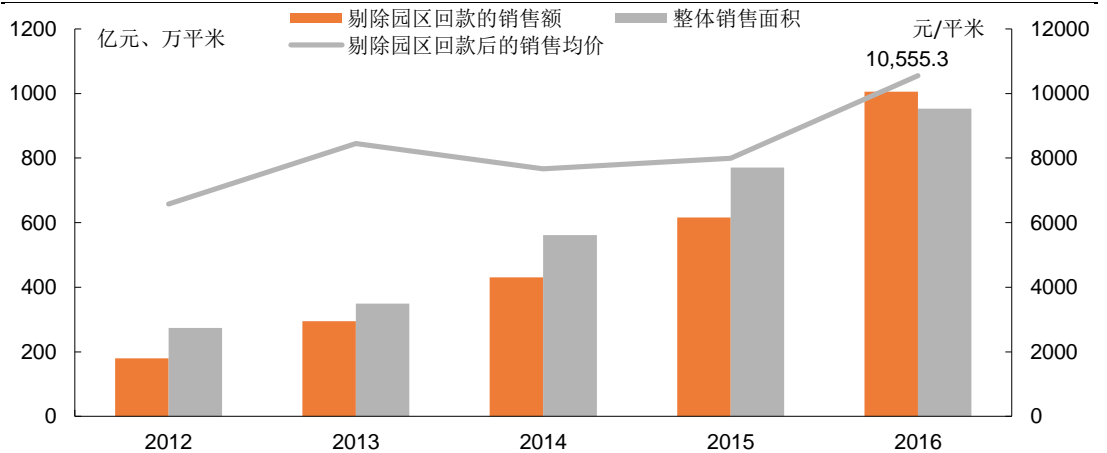
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表6 公司全年销售面积及同比增速



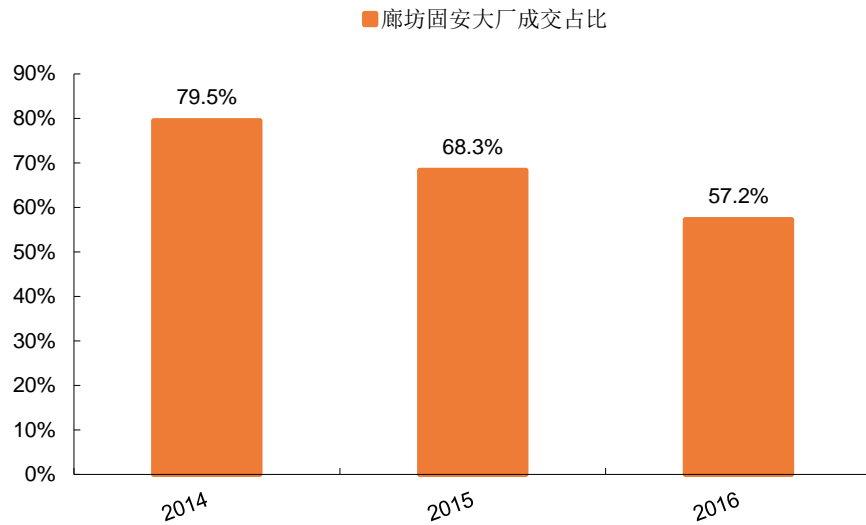
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表7 剔除园区后的销售金额及均价



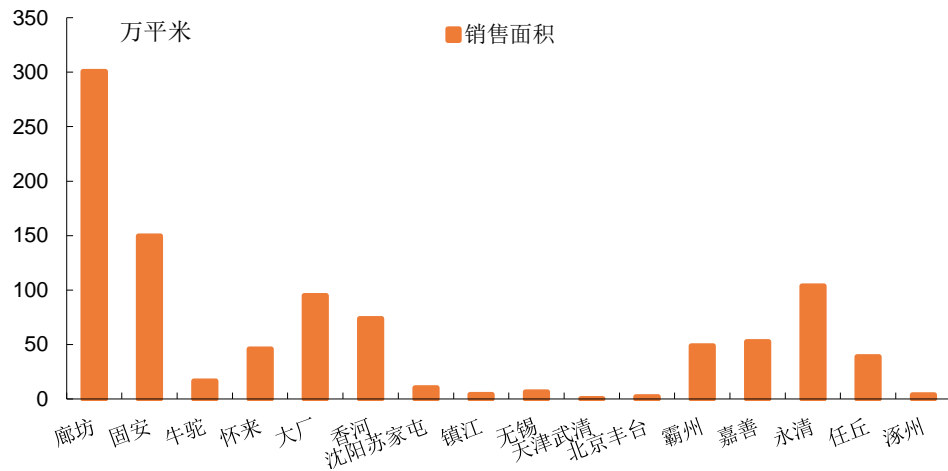
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表8 廊坊固安大厂销售占比持续下降



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表9 2016年各区域销售面积

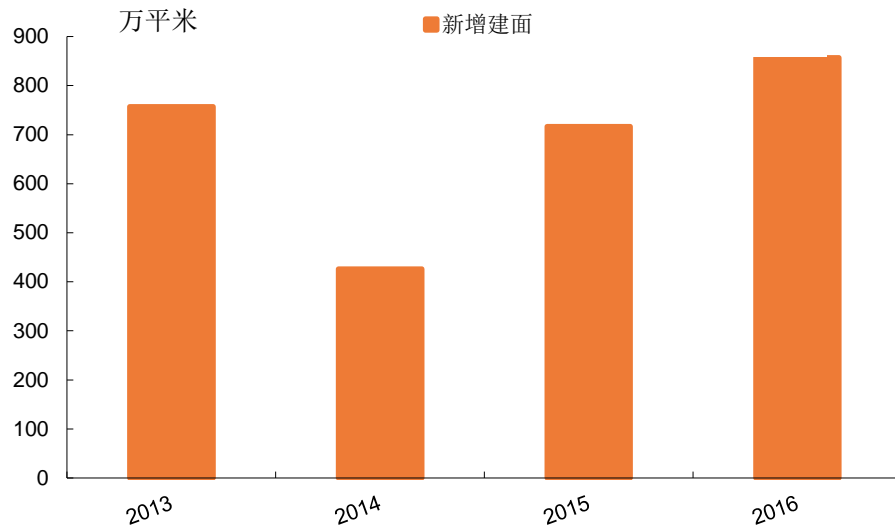


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、投资年末发力，产业园区持续扩张

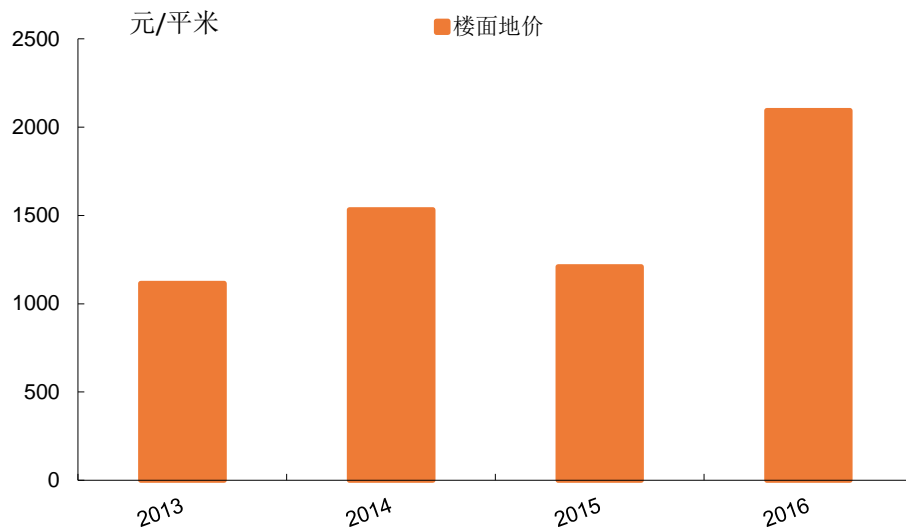
公司年末逐步加大拿地力度，全年累计新增建面 857 万平方米，同比增长 19.6%。总地价 179.6 亿，为同期销售金额（剔除园区回款）的 17.5%，较 2015 年（13.9%）上升 3.6 个百分点。由于嘉善等高地价区域占比提高，平均拿地楼面价较 2015 年（1210 元/平）上升 73.2% 至 2095 元/平方米。公司拿地到销售周期仅 5-6 个月，可根据市场交易情况快速补充货值。期末土地储备 1116 万平方米，仅供一年左右开发，预计 2017 年投资仍将相对积极。

图表10 历年新增土地储备



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表11 历年新增土地储备楼面地价

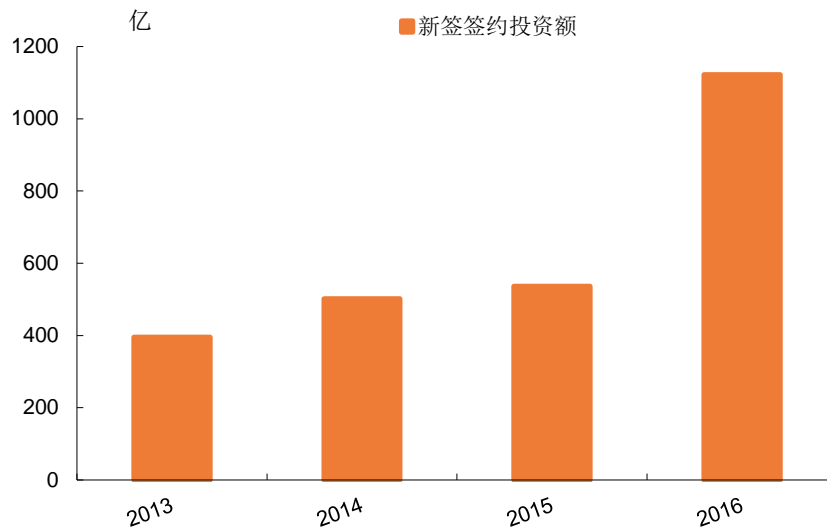


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、 异地园区渐入佳境，签约投资额占比持续提升

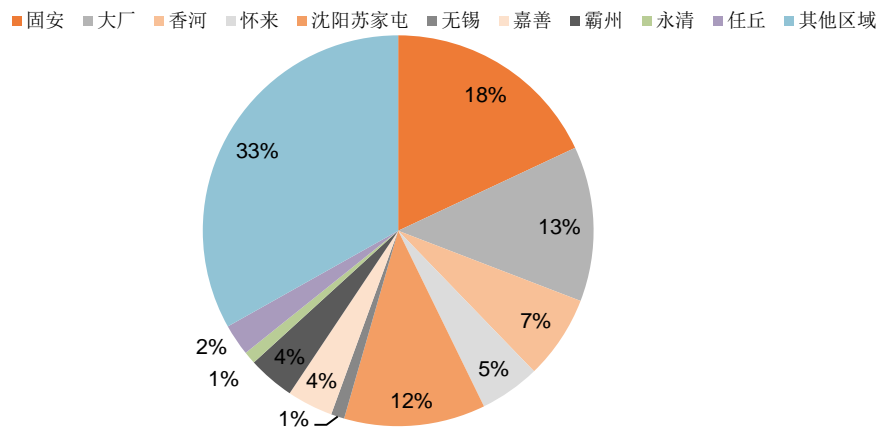
公司作为国内领先的产业新城运行商，借助“PPP”和“特色小镇”的政策春风，积极加快异地复制。2016年新增园区11个，并与印度、越南、埃及等地政府签订4个产业新城备案录，累计签订备忘录园区超过50个。全年新增签约投资额1122.4亿，同比增长109%，其中固安、大厂以外园区新增签约投资额达到776.2亿，占比达69.2%，异地园区运营渐入佳境。

图表12 公司历年新签约投资额



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表13 2016年新签约投资额区域分布

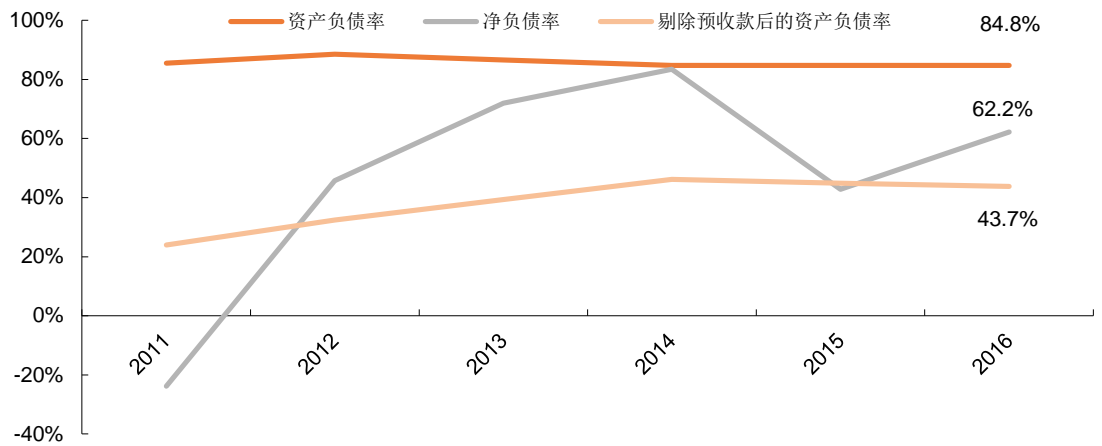


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

五、 融资结构优化，财务成本持续下行

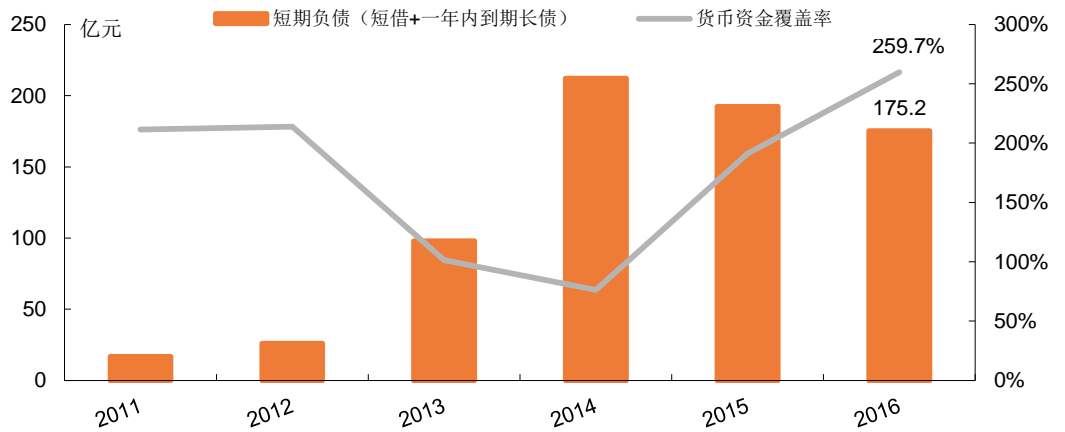
得益于销售高增长，期末在手现金较年初增加 87 亿至 455 亿，为一年到期长短期负债的 259.7%，较 2015 年上升 68.4 个百分点。期末净负债率和剔除预收款的资产负债率分别为 62.2%和 43.7%，较期初分别增长 19.4 个点和降低 1.2 个百分点。公司产业新城模式对资金需求较大，前期土地整备、基础设施建设等工程均需公司垫付资金。随着拓展园区的增加，公司近年持续加大融资力度，期末融资总金额 709.1 亿，但得益于融资结构优化，平均融资成本同比下降 0.92 个百分点至 6.97%。同时 2017 年一季度公司固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持证券获得上交所挂牌转让同意，PPP 项目资产证券化有利于盘活公司存量资产，提高 PPP 项目资产流动性，未来有望成为公司新的融资渠道。

图表14 公司负债率情况



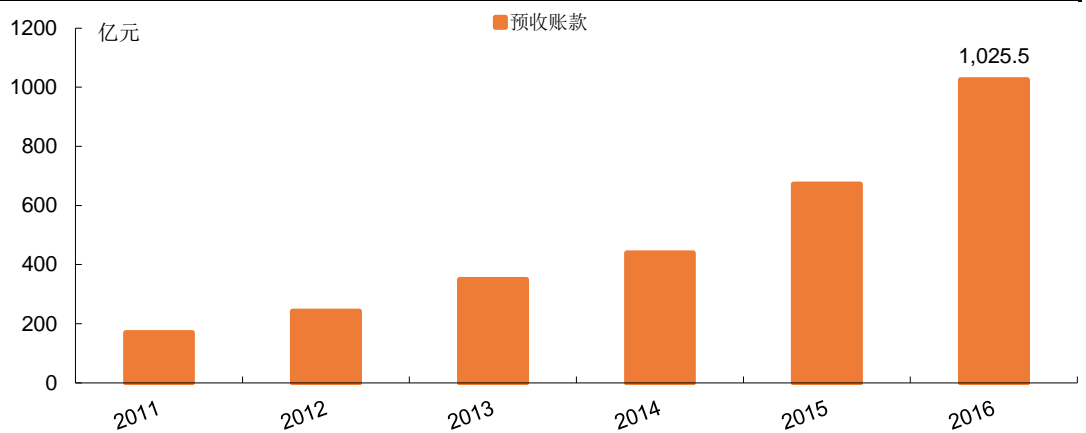
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表15 公司短期负债及货币资金覆盖率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表16 公司预收账款走势图



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

六、 投资建议

维持“强烈推荐”评级。预计公司 2017-2018 年盈利预测 EPS 分别为 2.87 元和 3.72 元，当前股价对应 PE 分别为 9.4 倍和 7.3 倍。公司业绩、销量稳健增长，产业发展服务业务升级加速，持续受益京津冀协同发展和“特色小镇”建设带来的政策发展机遇，维持“强烈推荐”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	223561	246519	318544	393196
现金	45503	13806	16258	1222
应收账款	9501	9501	11364	16031
其他应收款	6937	6937	4912	10646
预付账款	3551	3551	6986	6923
存货	147345	198919	258154	340721
其他流动资产	10724	10532	10532	10532
非流动资产	26342	24033	22997	22663
长期投资	3239	2555	2555	2555
固定资产	6009	5675	5341	5007
无形资产	6465	6465	6465	6465
其他非流动资产	10629	9338	8635	8635
资产总计	249903	270552	341541	415859
流动负债	159699	154151	174954	238644
短期借款	300	300	0	0
应付账款	21722	21722	34590	39742
其他流动负债	137677	132129	140363	198902
非流动负债	52172	71185	71185	71185
长期借款	20291	51633	51633	51633
其他非流动负债	31881	19552	19552	19552
负债合计	211872	227113	290803	355691
少数股东权益	12671	12587	12478	12336
股本	2955	2955	2955	2955
资本公积	5882	5882	5882	5882
留存收益	14176	23777	33172	45391
归属母公司股东权益	25361	43439	50737	60168
负债和股东权益	249903	270552	341541	415859

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7763	-23708	6683	-29463
净利润	6168	8401	10882	14153
折旧摊销	591	1036	1036	334
财务费用	804	599	648	656
投资损失	-415	0	0	0
营运资金变动	-94935	-33744	-5883	-44606
其他经营现金流	95550	0	0	0
投资活动现金流	-25062	0	0	0
资本支出	-3723	0	0	0
长期投资	-3573	0	0	0
其他投资现金流	-17767	0	0	0
筹资活动现金流	25394	-3893	-4232	14427
短期借款	-6708	-300	-465	19805
长期借款	-303	-45	1666	-45
普通股增加	309	0	0	0
资本公积增加	5423	0	0	0
其他筹资现金流	26673	4001	-5433	-5333
现金净增加额	8129	-27601	2452	-15036

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	53821	71258	93562	122192
营业成本	36045	48028	63398	83066
营业税金及附加	3135	4150	5450	7117
营业费用	1875	2483	3260	4257
管理费用	3623	4797	6298	8225
财务费用	563	599	648	656
资产减值损失	176	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	415	0	0	0
营业利润	8818	11202	14509	18871
营业外收入	85	29	29	29
营业外支出	39	16	26	32
利润总额	8976	11214	14512	18867
所得税	2807	1346	1741	2264
净利润	6168	9869	12771	16603
少数股东损益	-323	-84	-109	-142
归属母公司净利润	6492	8485	10991	14294
EBITDA	9767	12837	16193	19860
EPS (元)	2.22	2.87	3.72	4.84

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	40.4	32.4	31.3	30.6
营业利润(%)	32.7	27.3	33.3	29.5
归属于母公司净利润(%)	35.2	30.7	29.5	30.1
获利能力				
毛利率(%)	33.0	32.6	32.2	32.0
净利率(%)	11.5	11.8	11.6	11.6
ROE(%)	25.6	26.0	26.2	26.4
ROIC(%)	24.7	18.3	13.7	16.3
偿债能力				
资产负债率(%)	84.4	83.9	85.1	85.5
净负债比率(%)	136.6	118.9	101.8	118.7
流动比率	1.42	1.41	1.33	1.30
速动比率	0.40	0.21	0.21	0.14
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.27	0.29
应收账款周转率	5.7	6.3	5.8	6.2
应付账款周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.22	2.87	3.72	4.84
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	-8.02	2.26	-9.97
每股净资产(最新摊薄)	8.58	14.70	17.17	20.36
估值比率				
P/E	12.2	9.4	7.3	5.6
P/B	3.1	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.0	10.2	7.9	8.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033