

2017年04月07日

华夏幸福 (600340.SH)

京津冀地产巨擘，华夏“千年大计”

■事件：公司29日公布2016年年报，全年共实现营业收入538.21亿元，同比增长40.40%；实现归属于上市公司股东的净利润64.92亿元，同比增长35.22%；基本EPS2.22元，同比增长22.65%；拟向全体股东每10股派发现金股利6.6元(含税)，共计派发现金股利超19.5亿元，占归母净利润的30.04%。

■业务扩张，净资产净利润均大幅增长：1) 营收利润双升：16年全年共实现营业收入538.21亿元，同比增长40.40%；实现归属于上市公司股东的净利润64.92亿元，同比增长35.22%；2) 外延扩张，净资产增长87%：16年归属于上市公司股东的净资产253.61亿元，同比增长87.49%，主要系公司非公开发行股份及业务扩张所致；3) 产业园区业务表现抢眼：公司产业园区业务实现收入172.9亿元，同比增长76.9%；实现毛利116.6亿元，同比增长77.3%。

■京津冀地产巨擘，乘上“千年大计”东风：1) 京津冀资源禀赋优越：根据2016年报数据，公司90%的土地储备、94%的收入在河北；按照新华社报道，雄安新区是“继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事”。公司在环北京及京津冀区域取得优势布局。2) 新区内曾签约合作协议，涉及面积481.2万方：在2014年12月31日和2015年8月28日，公司公告分别与白洋淀及雄县政府分别签订《整体合作开发协议》，签约整体开发面积分别为300平方公里和181.2平方公里，合计潜在供给481.2平方公里，乘上国家级新区“千年大计”的东风。4月4日，公司发布澄清公告，称“白洋淀科技城”和“雄县产业新城”项目尚处于规划定位阶段；公司尚未接到相关政府就相关委托合作开发协议后续合作变动的通知；另外截至公告日，公司在上述区域尚未取得住宅建设用地和任何房地产项目的开发建设。

■投资建议：我们认为雄安新区建设意义重大，投资逻辑主要有三个层次，一是规划区域内有或者预计有土储直接受益，二是京津冀区域升级带来的收入来源改善，三是后续或将推动中央特区建设，惠及优质的城市综合运营商。公司三者兼具，同时以PPP模式助力未来核心城市群形成，快速布局发展，行业前景向好，业务潜力巨大。我们预计公司17-19年公司EPS为2.98、4.05、5.26，维持“买入-A”评级，6个月目标价35.76元。

■风险提示：国际形势和国家政策具有不确定性；产业新城资金需求量大，循环周期长。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	38,334.7	53,820.6	72,679.3	98,255.2	132,497.1
净利润	4,800.8	6,491.6	7,307.3	9,946.5	12,905.2
每股收益(元)	1.62	2.20	2.98	4.05	5.26
每股净资产(元)	4.58	8.58	12.48	16.59	21.85
盈利和估值					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.5	13.7	10.1	7.4	5.7
市净率(倍)	6.6	3.5	2.4	1.8	1.4
净利润率	12.5%	12.1%	10.1%	10.1%	9.7%
净资产收益率	35.5%	25.6%	23.8%	24.4%	24.1%
股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.5%	21.3%	17.0%	16.0%	20.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级 买入-A

维持评级

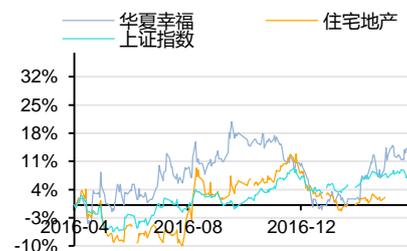
6个月目标价：35.76元

股价(2017-04-06) 32.99元

交易数据

总市值(百万元)	97,483.69
流通市值(百万元)	97,483.69
总股本(百万股)	2,954.95
流通股本(百万股)	2,954.95
12个月价格区间	23.34/32.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.94	32.59	18.45
绝对收益	24.4	36.6	26.01

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

华夏幸福：华夏幸福业绩预增点评	2017-01-04
华夏幸福：PPP 创新拓展、销售剑指千亿	2016-10-28
华夏幸福：——公司16年半年报点评	2016-08-17
华夏幸福：2016年2季度业绩点评	2016-07-13
华夏幸福：促产业孵化、筑幸福城市——华夏幸福2015年年报点评	2016-03-30

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,334.7	53,820.6	72,679.3	98,255.2	132,497.1	成长性					
减:营业成本	25,103.4	36,045.2	50,097.9	68,700.0	91,363.4	营业收入增长率	42.6%	40.4%	35.0%	35.2%	34.9%
营业税费	2,709.0	3,134.8	4,805.1	6,023.0	8,199.8	营业利润增长率	36.3%	27.7%	21.1%	36.8%	33.8%
销售费用	1,236.4	1,875.2	1,853.3	2,142.0	3,630.4	净利润增长率	35.7%	35.2%	12.6%	36.1%	29.7%
管理费用	2,551.6	3,622.8	5,022.1	6,111.5	8,771.8	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	19.9%	37.2%	30.8%
财务费用	1.3	563.0	587.0	1,056.4	1,120.2	EBIT 增长率	35.6%	35.9%	20.1%	39.0%	31.9%
资产减值损失	133.7	176.4	26.7	23.4	127.4	NOPLAT 增长率	29.5%	30.1%	21.4%	37.1%	29.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	51.7%	46.2%	0.5%	34.2%
投资和汇兑收益	303.8	415.0	389.0	401.0	245.0	净资产增长率	47.3%	48.4%	14.3%	23.3%	24.4%
营业利润	6,903.0	8,818.3	10,676.1	14,599.9	19,529.1	利润率					
加:营业外净收支	45.5	157.2	66.2	-24.4	-25.9	毛利率	34.5%	33.0%	31.1%	30.1%	31.0%
利润总额	6,948.6	8,975.5	10,742.3	14,575.4	19,503.2	营业利润率	18.0%	16.4%	14.7%	14.9%	14.7%
减:所得税	1,961.5	2,807.4	3,277.5	4,584.0	6,406.8	净利润率	12.5%	12.1%	10.1%	10.1%	9.7%
净利润	4,800.8	6,491.6	7,307.3	9,946.5	12,905.2	EBITDA/营业收入	18.8%	18.5%	16.5%	16.7%	16.2%
						EBIT/营业收入	18.0%	17.4%	15.5%	15.9%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	19	17	14	11	9
货币资金	36,801.7	45,503.1	47,459.6	69,761.2	91,423.0	流动营业资本周转天数	228	182	215	196	175
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,228	1,262	1,193	1,100	1,071
应收账款	9,190.3	16,437.5	15,345.8	24,556.7	31,318.7	应收账款周转天数	72	86	79	73	76
应收票据	1.9	0.1	2.0	1.7	2.8	存货周转天数	840	829	824	771	736
预付账款	2,539.4	3,551.3	4,826.1	6,280.4	8,881.8	总资产周转天数	1,327	1,400	1,328	1,204	1,150
存货	100,621.2	147,344.7	185,527.7	235,069.1	306,512.7	投资资本周转天数	275	255	280	247	215
其他流动资产	4,610.7	10,724.4	4,940.6	6,758.6	7,474.5	投资回报率					
可供出售金融资产	528.0	683.8	404.0	538.6	542.1	ROE	35.5%	25.6%	23.8%	24.4%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
长期股权投资	131.0	1,182.1	2,123.1	2,825.1	3,723.1	ROIC	17.5%	21.3%	17.0%	16.0%	20.5%
投资性房地产	807.4	1,373.3	1,758.2	2,203.7	2,669.2	费用率					
固定资产	2,379.0	2,670.1	2,982.1	3,151.2	3,207.4	销售费用率	3.2%	3.5%	2.6%	2.2%	2.7%
在建工程	2,218.8	3,338.5	3,339.1	3,339.6	3,713.2	管理费用率	6.7%	6.7%	6.9%	6.2%	6.6%
无形资产	4,512.1	6,140.0	5,771.8	5,403.5	5,035.2	财务费用率	0.0%	1.0%	0.8%	1.1%	0.8%
其他非流动资产	4,281.9	10,954.3	11,750.3	11,165.7	10,687.1	三费/营业收入	9.9%	11.3%	10.3%	9.5%	10.2%
资产总额	168,623.4	249,903.3	286,230.3	371,055.1	475,190.9	偿债能力					
短期债务	7,008.4	300.0	32,372.0	25,494.8	40,692.3	资产负债率	84.8%	84.8%	84.8%	85.6%	86.0%
应付账款	22,435.0	30,980.6	25,296.0	41,152.1	67,645.2	负债权益比	557.9%	557.1%	558.4%	592.3%	612.5%
应付票据	1,820.6	1,296.4	2,433.1	2,276.7	4,711.9	流动比率	1.35	1.40	1.27	1.33	1.34
其他流动负债	82,575.4	127,122.3	143,366.8	189,430.4	220,439.5	速动比率	0.47	0.48	0.36	0.42	0.42
长期借款	20,594.6	20,291.4	29,382.2	38,283.2	59,780.9	利息保障倍数	5,287.91	16.66	19.19	14.82	18.43
其他非流动负债	8,559.4	31,881.0	9,908.3	20,820.0	15,223.4	分红指标					
负债总额	142,993.4	211,871.6	242,758.5	317,457.3	408,493.1	DPS(元)	0.54	-	-	-	-
少数股东权益	12,103.2	12,670.8	12,828.3	12,873.3	13,064.5	分红比率	33.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,645.8	2,954.9	2,954.9	2,954.9	2,954.9	股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,846.7	21,161.4	28,188.8	38,270.0	51,178.7						
股东权益	25,630.0	38,031.7	43,471.7	53,597.8	66,697.7						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	4,987.1	6,168.1	7,307.3	9,946.5	12,905.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	315.0	791.2	693.2	752.8	806.0	EPS(元)	1.62	2.20	2.98	4.05	5.26
资产减值准备	133.7	176.4	-	-	-	BVPS(元)	4.58	8.58	12.48	16.59	21.85
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	18.5	13.7	10.1	7.4	5.7
财务费用	189.6	804.2	587.0	1,056.4	1,120.2	PB(X)	6.6	3.5	2.4	1.8	1.4
投资损失	-303.8	-415.0	-389.0	-401.0	-245.0	P/FCF	4.5	7.3	44.7	3.2	3.4
少数股东损益	186.3	-323.5	157.5	45.0	191.2	P/S	2.3	1.6	1.0	0.7	0.6
营运资金的变动	-640.7	-2,270.3	-21,013.0	987.8	-21,618.0	EV/EBITDA	13.6	9.2	9.2	6.1	5.2
经营活动产生现金流量	7,449.7	7,763.1	-12,656.9	12,387.4	-6,840.4	CAGR(%)	26.1%	28.5%	25.2%	26.1%	28.5%
投资活动产生现金流量	-5,795.5	-25,062.3	1,626.5	-2,801.6	-2,208.7	PEG	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	19,295.8	25,393.8	12,986.9	12,715.7	30,711.0	ROIC/WACC	3.0	3.7	2.9	2.7	3.5
						REP	1.1	0.5	0.6	0.5	0.3

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034