



买入

50% ↑

目标价格:人民币 41.00

原目标价格:人民币 33.54

600340.CH

价格:人民币 27.26

目标价格基础:15倍 17年市盈率

板块评级:中立

华夏幸福

环北京项目储备丰富, 受益京津冀一体化

2016年1-12月, 华夏幸福实现营业收入538.2亿元, 同比增长40.4%, 实现归属于母公司净利润64.9亿元, 同比增长35.2%, 每股收益2.22元, 拟每10股派发现金股利6.6元。公司2016年实现销售额1,203亿元, 同比增长66%, 计划2017年实现销售额1,450亿元, 同比增长20%。公司去年实现产业发展服务收入增长73%, 产业新城模式正加速兑现业绩。公司目前环北京土地储备丰富, 未来随着雄安新区的设立, 公司存量优质资产有望重估。我们给予公司2017-2019年预测每股收益分别为2.68元、3.15元和3.63元, 上调目标价至41.00元, 相当于15倍2017年市盈率。

支撑评级的要点

- **16年销售额破千亿增66%, 17年计划销售增长20%。**2016年, 公司销售额共计1,203亿元, 同比增长66%, 其中产业新城住宅配套和城市地产分别实现销售额723亿和282亿元, 分别增长46%和133%, 销售面积增长11%和87%。结算方面, 园区住宅配套业务和城市地产开发业务分别实现收入267亿和87亿元, 分别增长31%和13%。公司预计2017年的销售额为1,450亿元, 同比增长20%, 行业龙头特征凸显。
- **新增签约投资额翻番, 产业发展服务收入增长73%。**2016年, 公司新增11个园区进行产业新城的开发建设, 较去年4个园区大幅增长; 全年签约436个入园企业, 新增签约投资额约为1,122亿元, 同比大幅增长109%, 其中固安、大厂、沈阳区域分别新增202亿、144亿、131亿贡献主要投资额。公司与多个地方政府签署合作备忘录, 积极参与多地PPP项目的招标, 独特的产业新城模式正逐步兑现业绩。
- **环北京项目储备丰富, 受益京津冀一体化。**截至报告期末, 公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约为1,116万平方米; 持有待开发土地建面781万平米, 权益面积577万平米, 其中河北项目占比近90%。从收入占比来看, 环北京区域的收入占比为95%, 将最大程度受益于京津冀一体化战略。雄安新区设立有望使公司获得存量资产优质重估的机会。

评级面临的主要风险

- 房地产销售受限购和货币政策影响, 产业新城模式异地复制困难。

估值

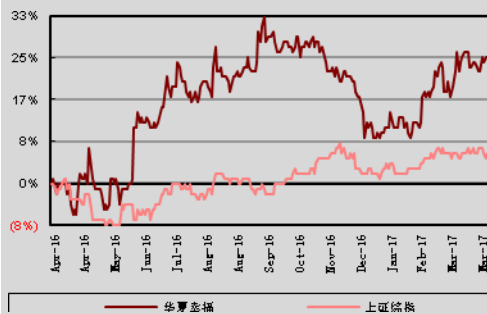
- 我们给予公司2017-2019年预测每股收益分别为2.68元、3.15元和3.62元, 目标价由33.54元上调至41.00元, 相当于15倍2017年市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	38,335	53,821	68,525	87,618	113,478
变动(%)	43	40	27	28	30
净利润(人民币百万)	4,801	6,492	7,915	9,306	10,722
全面摊薄每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.679	3.149	3.629
变动(%)	35.7	35.2	21.9	17.6	15.2
先前预测每股收益(人民币)			2.683	3.406	
调整幅度(%)			11	3	
全面摊薄市盈率(倍)	16.8	12.4	10.2	8.7	7.5
价格/每股现金流量(倍)	10.8	10.4	83.9	212.8	(82.1)
每股现金流量(人民币)	2.52	2.63	0.32	0.13	(0.33)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.0	10.5	9.1	9.0	9.5
每股股息(人民币)	0.483	0.660	0.805	0.946	1.090
股息率(%)	1.8	2.4	3.0	3.5	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.1	6.4	13.9	29.7
相对上证指数	11.3	7.0	10.0	20.8

发行股数(百万)	2,955
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	80,552
3个月日均交易额(人民币百万)	323
净负债比率(%) (2017E)	57
主要股东(%)	
华夏幸福基业控股股份公司	62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月31日收市价为标准

相关研究报告

《华夏幸福: 铸就高成长典范, 产业新城多重突破》2016.8.8

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢骁峰

(8621)20328284

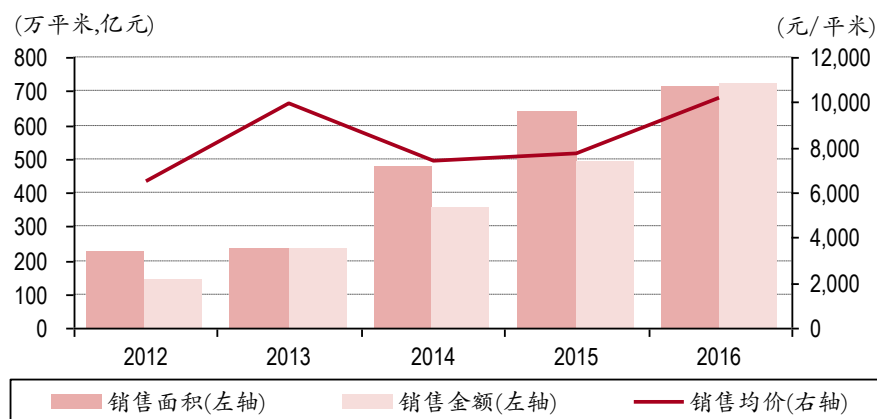
xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

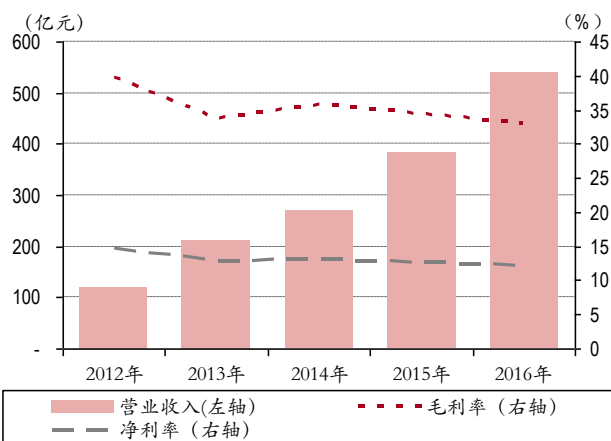
图表 1. 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动(%)
营业收入	38,335	53,821	40.4
营业成本	(25,103)	(36,045)	43.6
营业税	(2,709)	(3,135)	15.7
毛利润	10,522	14,641	39.1
其他收入	(134)	(176)	31.9
销售费用	(1,236)	(1,875)	51.7
管理费用	(2,552)	(3,623)	42.0
营业利润	6,601	8,966	35.8
投资收益	304	415	36.6
财务费用	(1)	(563)	43020.5
营业外收支	46	157	245.5
税前利润	6,949	8,976	29.2
所得税	(1,961)	(2,807)	43.1
少数股东权益	(186)	323	(273.6)
归属上市公司股东净利润	4,801	6,492	35.2
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	27.4	27.2	(0.2)
经营利润率	17.2	16.7	(0.6)
净利率	12.5	12.1	(0.5)

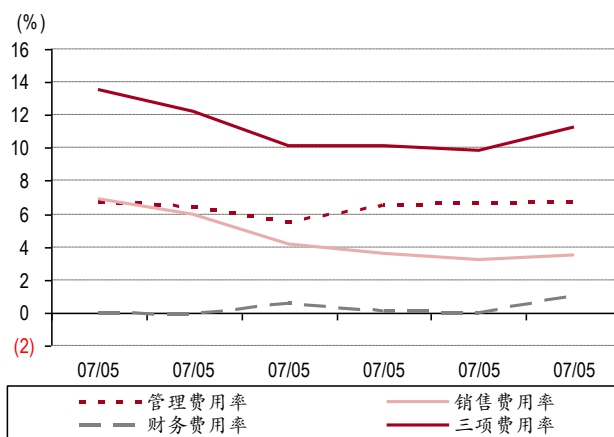
资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 2. 住宅配套销售收入及均价


资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3. 营业收入和净利润


资料来源: 万得数据及中银证券

图表 4. 三项费用率


资料来源: 万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	38,335	53,821	68,525	87,618	113,478
销售成本	(27,812)	(39,180)	(50,560)	(65,588)	(86,364)
经营费用	(3,473)	(4,707)	(6,403)	(8,367)	(11,021)
息税折旧前利润	7,049	9,934	11,561	13,662	16,093
折旧及摊销	(315)	(791)	(597)	(583)	(571)
经营利润(息税前利润)	6,734	9,143	10,964	13,079	15,522
净利息收入/(费用)	248	(210)	(459)	(674)	(1,155)
其他收益/(损失)	185	323	403	458	517
税前利润	6,949	8,976	10,553	12,407	14,294
所得税	(1,961)	(2,807)	(2,638)	(3,101)	(3,572)
少数股东权益	(186)	323	0	0	0
净利润	4,801	6,492	7,915	9,306	10,722
核心净利润	4,801	6,492	7,915	9,306	10,722
每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.679	3.149	3.629
核心每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.679	3.149	3.629
每股股息(人民币)	0.483	0.660	0.805	0.946	1.090
收入增长(%)	43	40	27	28	30
息税前利润增长(%)	34	36	20	19	19
息税折旧前利润增长(%)	36	41	16	18	18
每股收益增长(%)	36	35	22	18	15
核心每股收益增长(%)	36	35	22	18	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	6,949	8,976	10,553	12,407	14,294
折旧与摊销	315	791	597	583	571
净利息费用	(29)	490	815	1,130	1,745
运营资本变动	3,025	2,426	(8,118)	(10,334)	(13,651)
税金	(1,961)	(2,807)	(2,638)	(3,101)	(3,572)
其他经营现金流	(849)	(2,113)	(249)	(306)	(369)
经营活动产生的现金流	7,450	7,763	960	379	(982)
购买固定资产净值	(1,182)	(3,820)	(1,686)	(2,537)	(3,817)
投资减少/增加	(3,381)	(3,166)	356	456	590
其他投资现金流	(1,232)	(18,076)	1,766	(6,480)	(11,505)
投资活动产生的现金流	(5,796)	(25,062)	436	(8,562)	(14,732)
净增权益	7,900	17,529	0	0	0
净增债务	16,611	22,670	13,825	33,599	52,299
支付股息	(5,126)	(6,050)	(2,377)	(2,795)	(3,219)
其他融资现金流	(90)	(8,756)	1,766	(6,480)	(11,505)
融资活动产生的现金流	19,296	25,394	13,213	24,324	37,575
现金变动	20,950	8,094	14,609	16,140	21,861
期初现金	16,194	36,802	45,503	57,935	74,077
公司自由现金流	1,654	(17,299)	1,396	(8,183)	(15,714)
权益自由现金流	18,265	5,371	15,221	25,415	36,586

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	36,802	45,503	57,935	74,077	95,941
应收帐款	9,192	16,630	21,173	27,072	35,063
库存	100,621	147,345	187,600	239,871	310,669
其他流动资产	7,150	14,084	4,588	5,959	7,858
流动资产总计	153,765	223,561	271,296	346,980	449,531
固定资产	2,381	2,673	2,959	3,247	3,536
无形资产	4,552	6,465	6,158	5,866	5,589
其他长期资产	7,925	17,204	26,168	41,923	69,201
长期资产总计	14,858	26,342	35,285	51,037	78,327
总资产	168,623	249,903	306,581	398,016	527,858
应付帐款	24,771	33,227	42,928	55,756	73,518
短期债务	19,235	17,521	31,345	64,941	117,238
其他流动负债	69,834	108,951	136,412	174,708	226,707
流动负债总计	113,839	159,699	210,685	295,405	417,463
长期借款	28,532	51,633	51,634	51,636	51,639
其他长期负债	622	539	695	900	1,185
股本	2,646	2,955	2,955	2,955	2,955
储备	10,881	22,406	27,942	34,449	41,946
股东权益	13,527	25,361	30,897	37,404	44,901
少数股东权益	12,103	12,671	12,671	12,671	12,671
总负债及权益	168,623	249,903	306,581	398,016	527,858
每股帐面价值(人民币)	4.58	8.58	10.46	12.66	15.20
每股有形资产(人民币)	3.39	6.39	8.37	10.67	13.29
每股净负债/(现金)(人民币)	4.14	8.00	8.48	14.38	24.68

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	18.5	16.9	15.6	14.2
息税前利润率(%)	17.6	17.0	16.0	14.9	13.7
税前利润率(%)	18.1	16.7	15.4	14.2	12.6
净利率(%)	12.5	12.1	11.6	10.6	9.4
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	35.4	11.9	9.4	8.3	6.6
净权益负债率(%)	42.8	62.2	57.5	84.9	126.7
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
估值					
市盈率(倍)	16.8	12.4	10.2	8.7	7.5
核心业务市盈率(倍)	16.8	12.4	10.2	8.7	7.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.2	18.7	15.3	13.0	11.3
市净率(倍)	6.0	3.2	2.6	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	10.8	10.4	83.9	212.8	(82.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.0	10.5	9.1	9.0	9.5
周转率					
存货周转天数	1,174.2	1,155.0	1,209.0	1,189.4	1,163.4
应收帐款周转天数	72.7	87.6	100.7	100.5	99.9
应付帐款周转天数	200.7	196.7	202.8	205.5	207.9
回报率					
股息支付率(%)	41.5	43.7	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	41.2	33.4	28.1	27.3	26.1
资产收益率(%)	3.4	3.0	3.0	2.8	2.5
已运用资本收益率(%)	11.4	10.4	9.7	9.2	8.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371