

房地产

2017年07月11日

华夏幸福 (600340)

——浙江德清项目正式落地，异地复制有序推进

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- 公司取得浙江省湖州市德清县产业新城项目《成交通知书》，委托面积 13 平方公里。公司于 2016 年 12 月 8 日与浙江省湖州市德清县人民政府签署了《合作备忘录》，整体合作开发浙江省湖州市德清县 13 平方公里区域的土地。公司于 7 月 8 日收到《成交通知书》确认中标，这也标志着公司在浙江省内继嘉兴市嘉善县、湖州市南浔区之后第三个产业新城项目的正式落地。除正式落地项目外，公司还与萧山区衙前镇、德清县雷甸镇、嘉善县天凝镇签署了合作备忘录。由此计算，公司在浙江省内以累计签署合作开发面积达 100.2 平方公里。
- 浙江省内园区加速布局，未来升值空间巨大。公司于 2013 年时签署嘉善园区并首次进入浙江省，2016 年嘉善区域内公司完成新签约投资额 42.7 亿，聚焦信息经济和智能制造两大产业完成了初步布局。相比公司所布局较早的京津冀园区，嘉善等浙江省园区经济基础较好，政府合作能力相对较强，公司招商引资资源更加丰富，整体开发周期显著缩短，公司整体运营效率提升。从公司经营计划角度看，2017 年嘉善园区内地产业务销售有望突破百亿，从而实现现金回流，反哺浙江省内其他新签约园区的投资支出。受益于浙江省全面接轨上海，公司所布局园区未来发展空间巨大。
- 地产销售受限购限贷政策影响增速放缓，销售均价显著提升，预计未来地产业务毛利率显著回升。根据克而瑞数据，公司 2017 年 1-6 月实现销售面积 385.1 万平方米，同比增长 -25.5%；实现销售额 711.2 亿元，同比增长 19.8%。地产销售增速较一季度下滑显著，主因公司深耕的京津冀区域限购限贷政策大面积出台。但从销售均价角度看，受益于京津冀一体化逐步推进，长三角区域项目持续热销，2017Q1 公司地产项目销售均价为 14090 元/平方米，较 2016 年销售均价 10556 元/平方米增长 33.5%，预计未来地产业务营收及利润将大幅提升。由此我们预测公司 2017-2019 年地产业务收入为 498/659/820 亿元，同比增长为 41%/32%/24%，结算均价分别为 9348/10856/11125 元/平，毛利率为 26.4%/30.8%/33.5%。
- 盈利预测与投资评级：异地复制有序推进，维持增持评级，上调盈利预测。公司有序推进全国化布局，浙江区域内加速落地，经营状况稳健，业绩增量确定性强，维持增持评级。由于公司布局园区进展良好，地产业务毛利率显著回升，我们上调盈利预测，预计 2017/18/19 年营业收入分别为 719.1/910.0/1106.4 亿元(原预测为 703.9/871.0/1036.2 亿元)，归母净利润分别为 87.6/120.3/152.2 亿元(原预测为 86.6/114.1/142.9 亿元)，对应 EPS 为 2.96/4.07/5.15 元(原预测为 2.93/3.86/4.84 元)。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	53,821	7,808	71,909	90,999	110,636
同比增长率(%)	40.40	57.71	33.61	26.55	21.58
净利润(百万元)	6,492	1,755	8,757	12,031	15,216
同比增长率(%)	35.22	35.06	34.90	37.39	26.47
每股收益(元/股)	2.20	0.59	2.96	4.07	5.15
毛利率(%)	33.0	62.4	36.3	38.1	39.3
ROE(%)	25.6	5.6	28.3	29.8	29.3
市盈率	15		11	8	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2017年07月10日

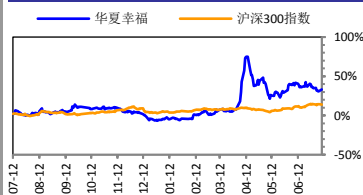
收盘价(元)	33.12
一年内最高/最低(元)	48.3/23.53
市净率	3.2
息率(分红/股价)	1.99
流通A股市值(百万元)	97868
上证指数/深证成指	3203.04 / 10467.71

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	10.51
资产负债率%	83.95
总股本/流通A股(百万)	2955/2955
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华夏幸福(600340)点评：业绩稳定高速增长，京津冀第二梯队园区发力》 2017/05/02

《华夏幸福(600340)点评：招商数据靓丽，锁定未来业绩高速增长》 2017/04/06

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

彭子恒 A0230117060001
pengzh@swsresearch.com

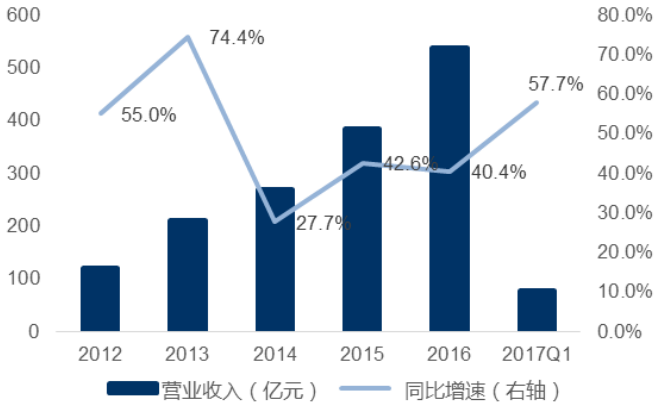
联系人

曹一凡
(8621)23297818x7222
caoyf@swsresearch.com
we

申万宏源研究微信服务号

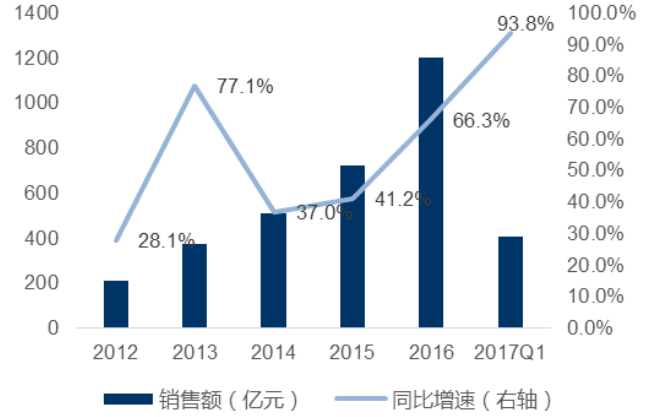
附录

图 1：2017Q1 公司营业收入 78.1 亿元，同比增长 57.7%



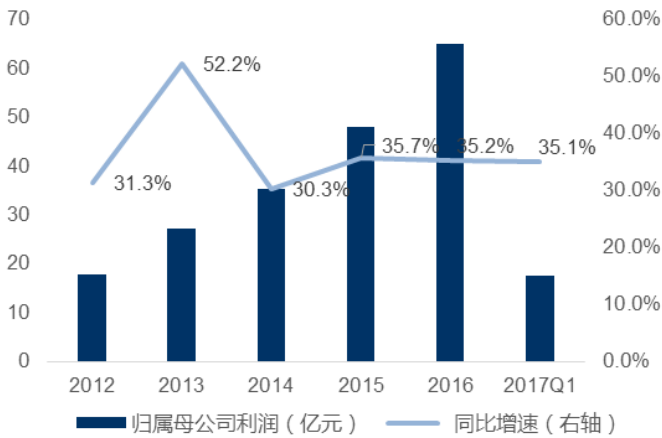
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2017Q1 公司销售额 409.3 亿元，同比增长 93.8%



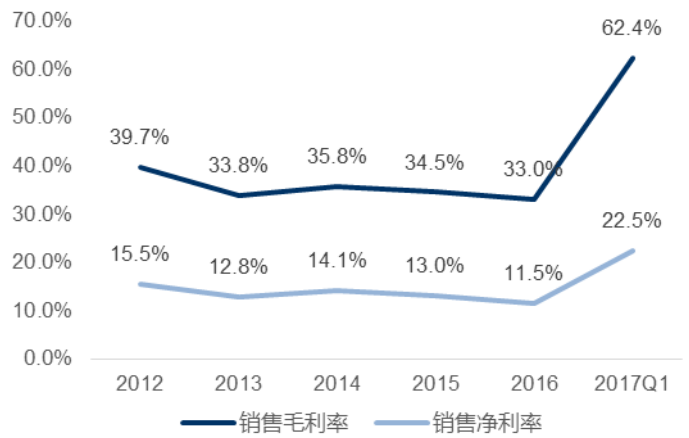
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2017Q1 公司归母净利润 17.5 亿元，同比增长 35.1%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2017Q1 公司销售毛利率 62.4%，销售净利润 22.5%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2017Q1 管理费用 13.29 亿，同比增长 64.3%，管理费用率季节性提升

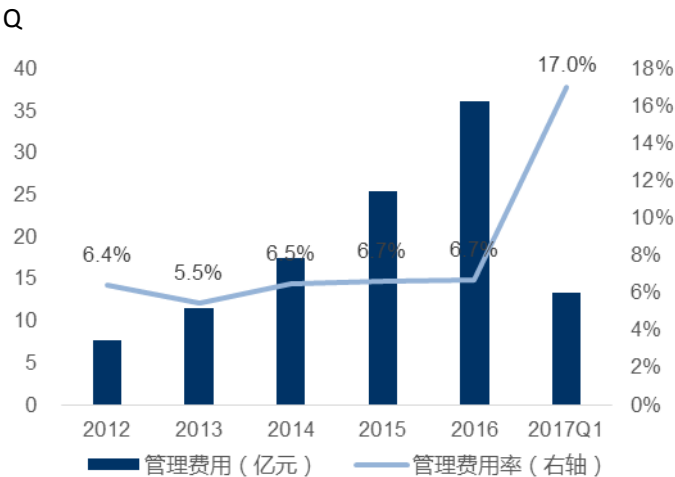
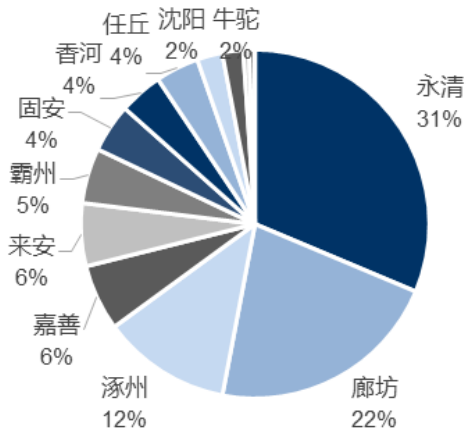
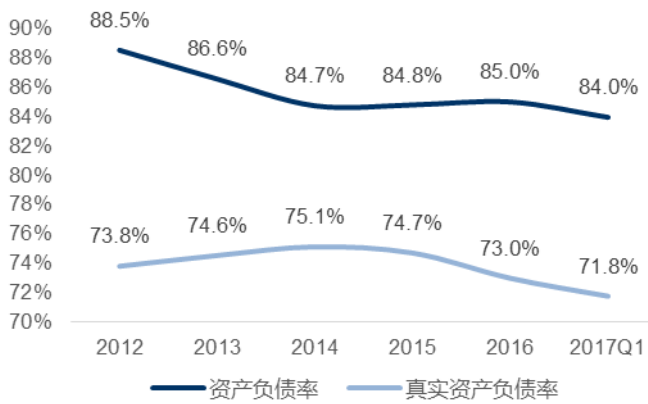


图 6：2017Q1 公司地产销售面积分地区占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司负债率 84.0%，真实负债率 71.8%



资料来源：Wind，申万宏源研究

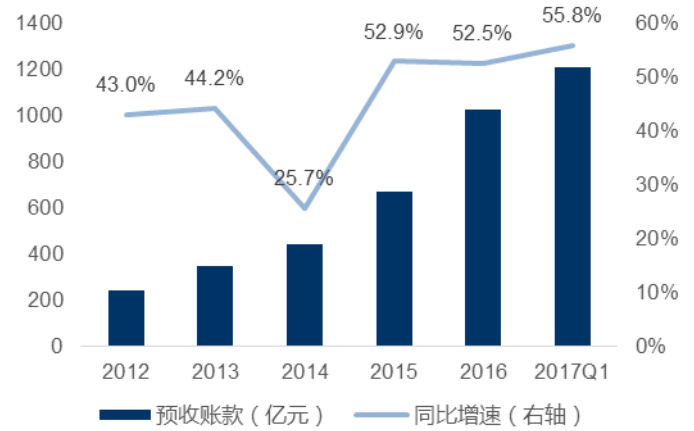
表 1：公司在浙江省签约园区情况

项目位置	签约时间	中标时间	开发年限	签约面积 (平方公里)
杭州市萧山区衙前镇	2017/6/6		15	9.4
湖州市德清县雷甸镇	2016/12/8	2017/7/8		13.0
嘉兴市嘉善县天凝镇	2016/12/8			6.6
嘉兴市南湖区	2016/9/28			10.2
湖州市南浔区	2016/6/8	2016/11/11	35	49.1
嘉兴市嘉善县	2013/4/26	2013/4/26	18	12.0

资料来源：申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2016 年公司预收账款 1209.5 亿元，同比增长 55.8%



资料来源：Wind，申万宏源研究

利润表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,335	53,821	71,909	90,999	110,636
营业收入同比增长率 (yoy)	43%	40%	34%	27%	22%
减: 营业成本	25,103	36,045	45,803	56,296	67,132
毛利率 (%)	35%	33%	36%	38%	39%
减: 营业税金及附加	2,709	3,135	4,754	5,916	6,984
主营业务利润	10,522	14,641	21,352	28,788	36,520
主营业务利润率 (%)	27%	27%	30%	32%	33%
减: 销售费用	1,236	1,875	2,505	3,171	3,855
减: 管理费用	2,552	3,623	5,393	7,280	9,404
减: 财务费用	1	563	654	704	837
经营性利润	6,733	8,580	12,800	17,633	22,425
经营性利润率 (%)	18%	16%	18%	19%	20%
减: 资产减值损失	134	176	18	8	20
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
加: 投资收益	304	415	270	329	338
营业利润	6,903	8,818	13,051	17,955	22,742
加: 营业外净收入	46	157	0	0	0
利润总额	6,949	8,976	13,051	17,955	22,742
减: 所得税	1,961	2,807	3,896	5,372	6,828
净利润	4,987	6,168	9,156	12,583	15,914
少数股东损益	186	(323)	398	552	698
归属于母公司所有者的净利润	4,801	6,492	8,757	12,031	15,216
每股收益 (元)	1.62	2.20	2.96	4.07	5.15
归属于母公司所有者的净利润率 (%)	13%	12%	12%	13%	14%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	4,987	6,168	9,156	12,583	15,914
加：折旧摊销减值	449	968	138	175	256
财务费用	190	804	654	704	837
非经营损失	(482)	(1,099)	250	(481)	(519)
营运资本变动	3,025	2,426	(4,783)	(21,342)	(28,848)
其它	0	0	5,175	(121)	(262)
经营活动现金流	7,450	7,763	10,590	(8,483)	(12,622)
资本开支	1,099	3,723	5,071	6,927	5,575
其它投资现金流	(3,494)	(3,263)	270	85	338
投资活动现金流	(5,796)	(25,062)	(4,801)	(6,842)	(5,237)
吸收投资	7,900	17,529	1,000	6,000	6,000
负债净变化	8,669	(1,999)	3,135	9,719	23,913
支付股利、利息	5,126	6,050	7,170	8,262	9,895
其它融资现金流	(90)	(8,756)	100	2,100	2,100
融资活动现金流	19,296	25,394	(2,936)	9,556	22,118
净现金流	20,956	8,129	2,853	(5,769)	4,259

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	153,765	223,561	266,418	318,789	396,276
现金及等价物	36,802	45,503	48,356	42,587	46,846
应收款项	11,732	20,181	25,117	30,794	37,220
存货净额	100,621	147,345	186,533	237,712	302,976
其他流动资产	4,611	10,532	6,413	7,695	9,234
长期投资	659	1,866	1,621	1,866	1,866
固定资产	4,598	6,009	7,911	10,212	13,094
无形资产及其他资产	9,601	18,468	20,997	25,608	28,247
资产总计	168,623	249,903	296,948	356,475	439,482
流动负债	113,839	159,699	195,463	234,395	293,423
短期借款	19,235	17,521	17,437	24,614	44,946
应付款项	87,607	128,838	163,581	194,124	231,489
其它流动负债	459	1,804	1,804	1,804	1,804
非流动负债	29,154	52,172	55,492	60,134	65,814
负债合计	142,993	211,872	250,955	294,529	359,237
股本	2,646	2,955	2,955	2,955	2,955
资本公积	459	5,882	5,882	5,882	5,882
盈余公积	973	1,103	1,561	2,210	2,850
未分配利润	9,415	14,176	20,526	29,277	40,238
少数股东权益	12,103	12,671	15,069	21,621	28,319
股东权益	25,630	38,032	45,993	61,945	80,245
负债和股东权益合计	168,623	249,903	296,948	356,474	439,482

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。