

华夏幸福 (600340.SH)

业绩增长稳定, 销售价格提升明显

核心观点:

● 产业服务主导业绩水平稳定提升

17年上半年公司实现营业收入222.6亿元,同比增长26.5%;归母净利润53.7亿元,同比上升35.6%,每股收益1.82元。整体毛利几乎全部由产业服务业务贡献,这部分业务毛利率维持在92.7%的高位;地产开发业务合计结算规模为68.1亿元,同比下降7%,结算毛利率仅为1.6%。公司通过委托贷款以及委托资产管理获得投资收益4.2亿元,增厚公司业绩。

● 销售均价显著提升,环京圈外项目开始发力

上半年公司实现销售金额共计696.20亿元,较上年同期增长19.14%,其中房地产业务销售金额为542亿元,同比增长11.8%,销售均价显著提升,整体销售均价达到14197元/平米,与16年同期相比提高59%,与16年全年相比提高32%。公司布局城市圈核心三四线城市,受益于市场的全面复苏,17年上半年销售表现强劲。

● 园区拓展维持稳定,储备规模小幅下降

17年上半年公司新增15个园区,签约222个入园企业,签约投资额731.5亿。截止到17年中报,公司净负债率规模由16年底的62%下降至52%,短期偿债压力方面,短债合计占货币现金的比例为35%,维持低位。

● 预计17、18EPS分别为2.56、2.83元/股,维持“买入”评级。

2017年是华夏幸福关键的一年,在景气度回落的过程中,在京津冀区域政策大幅收紧的销售条件下,能否通过成功的异地复制,上半年嘉善、来安的销售表现有力的证明了公司在环京区域外的模式优势。

● 风险提示

房地产市场进入调控期,销售增速下降异地复制失败等风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	38,335	53,821	65,931	82,439	99,012
增长率(%)	42.58%	40.40%	22.50%	25.04%	20.10%
EBITDA(百万元)	7038.57	9734.10	11680.55	13056.69	15586.99
净利润(百万元)	4800.77	6491.58	7554.49	8362.23	10118.68
增长率(%)	35.71%	35.22%	16.37%	10.69%	21.00%
EPS(元/股)	1.62	2.20	2.56	2.83	3.42
市盈率(P/E)	20.55	15.20	13.06	11.80	9.75
市净率(P/B)	6.53	3.89	3.12	2.46	1.97
EV/EBITDA	5.10	5.18	8.00	10.32	7.08

数据来源:公司财务报表,按最新股本计算EPS,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

33.39元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-22

相对市场表现



分析师:

乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

相关研究:

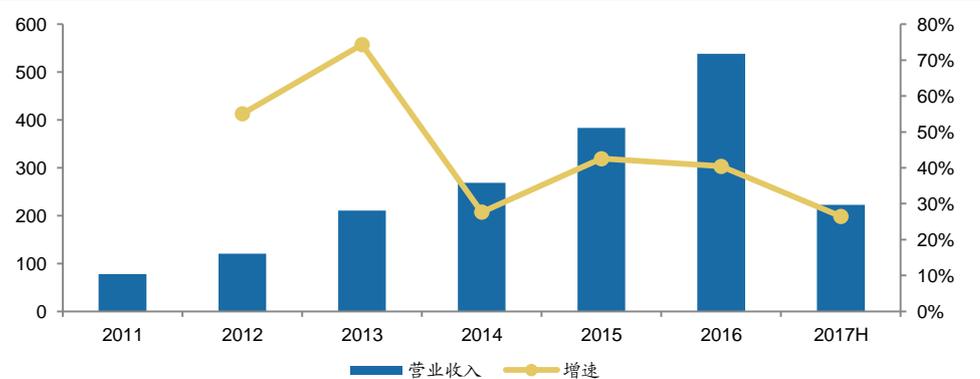
持续高速增长,产业担当主角	2017-03-30
PPP资产支持证券化加速,提升资源变现能力	2017-03-10
资源优势支撑销售持续增长	2017-01-14

产业服务主导业绩水平稳定提升

17年上半年公司实现营业收入222.6亿元,同比增长26.5%;营业利润80.3亿元,与去年同期相比上涨43.4%;实现归属母公司所有者净利润53.7亿元,同比上升35.6%,每股收益1.82元。公司17年上半年仅用了半年的时间实现了16年全年归母净利润的82.7%,为全年的业绩增长提供了较强的保障。

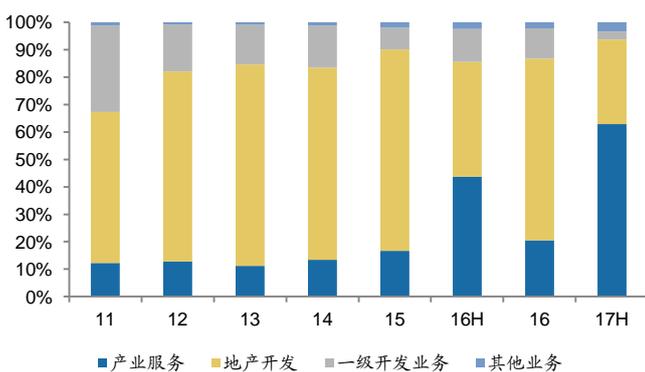
主营业务收入规模增长主要依靠产业开发服务收入规模的提升,而营业利润增速高于主营业务增速一方面由于整体毛利率的提高,与去年同期相比上升7.5个百分点,同时投资收益规模增长163%。

图1: 华夏幸福主营业务收入规模(亿元)及增速



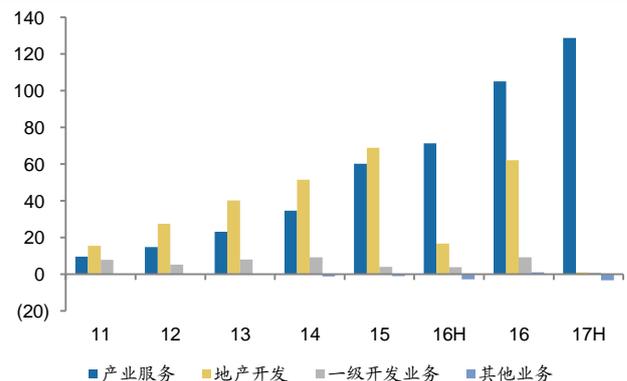
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图2: 华夏幸福主营业务收入结构变化



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图3: 华夏幸福各业务毛利贡献比例

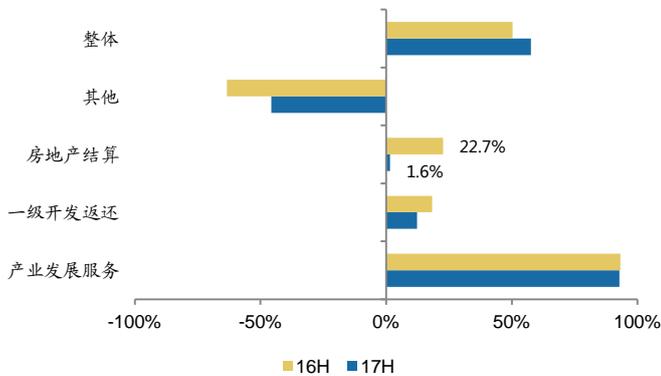


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

17年上半年确认产业服务规模138.79亿元,与16年同期相比增长81%,这部分业务毛利率依旧维持在92.7%的高位,因此对于主营业利润的贡献效率较高。地产开发业务方面,上半年园区及城市开发合计结算规模为68.1亿元,同比下降7%,结算毛利率仅为1.6%,与去年同期相比下降幅度较大。一级开发业务上半年结算规模

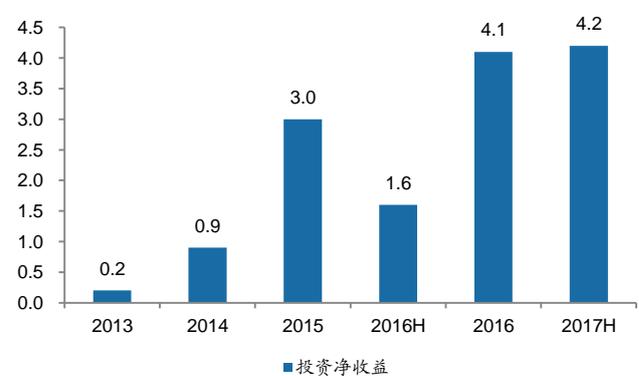
为6.39亿，同比下降69%，毛利率维持稳定；其他业务结算规模有所上升，但依旧处于亏损状态。上半年一般都是政府返还和确认的高峰，因此产业服务占比较高，下半年特别是四季度随着地产结算量将较上半年有显著的提升。

图4：华夏幸福各业务结算毛利率变化



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图5：华夏幸福投资收益规模及增速（亿元）

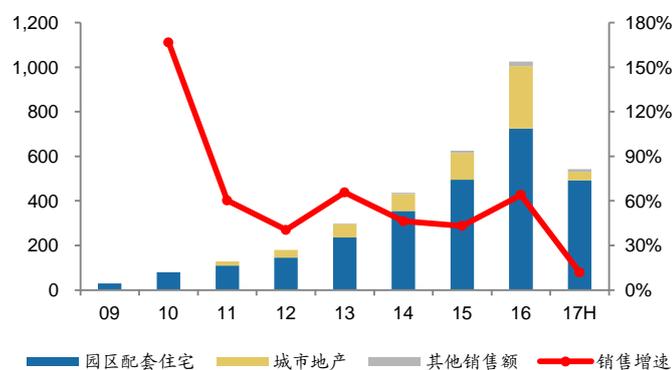


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

公司投资收益增长主要由于对外委托贷款取得的损益以及委托资产的收益，以及资产计划取得收益大幅提升。管理及销售费用率对应销售规模比例为5.24%，与去年同期相比上升1.34个百分点，对应主营业务收入比例则为16.4%，费用占比较高。

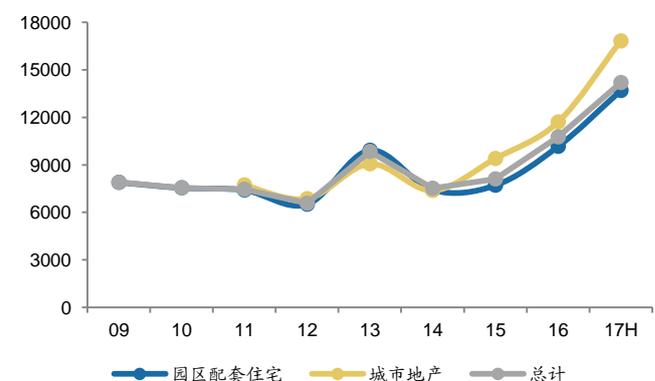
销售方面，上半年公司实现销售金额696.20亿元，较上年同期增长19.14%，其中房地产业务销售金额为542亿元，同比增长11.8%，园区销售回款规模为154亿元同比增长54.9%。17年上半年公司销售均价显著提升，整体销售均价达到14197元/平方米，与16年同期相比提高59%，与16年全年相比提高32%。公司布局城市圈核心三四线城市，受益于一二线城市需求外溢以及三四线市场的全面复苏，17年上半年销售表现强劲。

图6：华夏幸福房地产销售金额（亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图7：华夏幸福房地产销售均价变化（元/平方米）

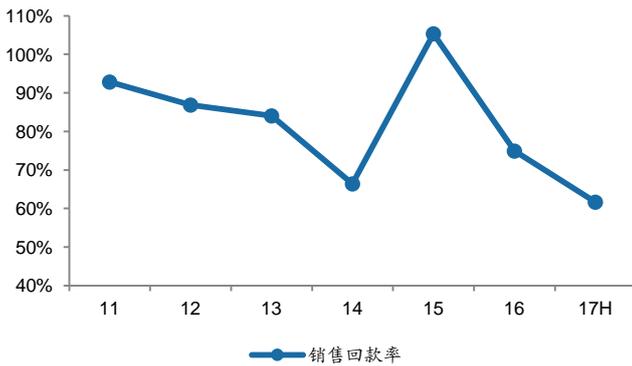


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

从区域分布来看廊坊、固安、大厂等一线环京城市销售占比从16年全年的43%下降至26%，而京津冀以外区域销售占比则从11%上升至21%，除了16年的嘉善新

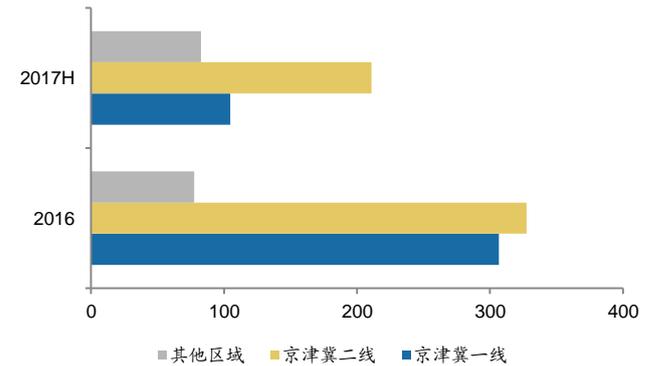
西塘孔雀城之外，来安的新江北孔雀城在17年3月开盘，经过一次加推之后上半年便实现了25亿的销售规模，京外项目预计贡献销售金额达到70亿。半年报中我们发现公司全年销售金额维持1450亿不变，在环京区域受到严格政策影响的同时，京外项目全年有望冲击180亿销售规模，对于全年目标的实现会起到重要的支撑。上半年公司销售回款429亿元，整体销售回款率61.2%，限购政策以及较紧张的银行贷款发放额度都限制公司的回款速度。

图8：华夏幸福整体销售回款率



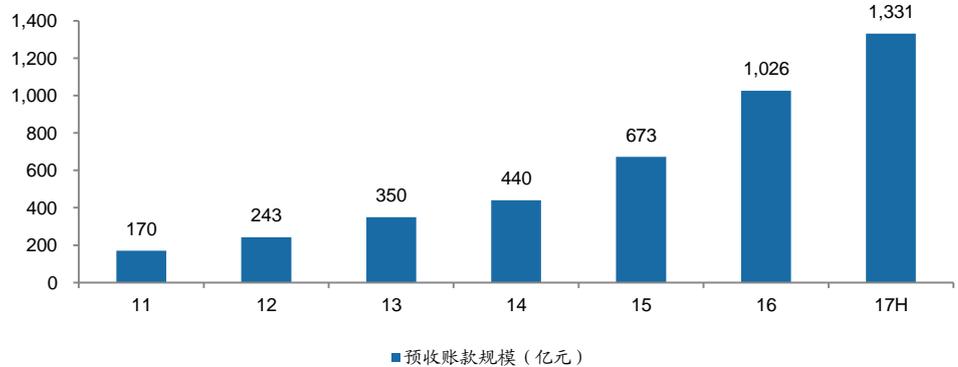
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图9：华夏幸福销售面积区域分布



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图10：华夏幸福预收账款规模（亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

预售账款方面，截止到17年中报，公司在手预收账款总规模为1330.6亿元，与16年底相比增长305亿元创历史新高。预计公司全年业绩规模可达到90亿元，下半年地产结算的业绩贡献将会高于上半年水平。

园区拓展维持稳定，储备规模小幅下降

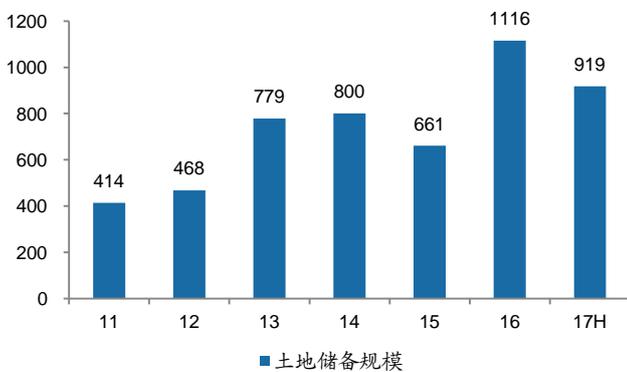
17年上半年，公司持续深耕京津冀，积极开拓长三角城市群、珠三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等国家重点城市群和一带一路等热点区域，

围绕重点城市群布局，卡位布局先发优势明显。公司先后落子江苏省南京经济技术开发区龙潭产业新城、浙江省德清县雷甸产业新城、广东省中山民众镇产业新城、广东省东莞中堂镇产业新城等园区以及其他新增的15个园区的产业新城。

产业发展方面，公司签约222个入园企业，签约投资额731.5亿。公司持续助力已签约区域的城镇建设与产业发展，固安产业新城、嘉善产业新城、来安产业新城等多个签约区域上半年完成多家企业签约落地，产业集群初见成效；与清华大学、新加坡国立大学、北京第二外国语学院、吉林大学等学术机构搭建“产学研”合作平台。

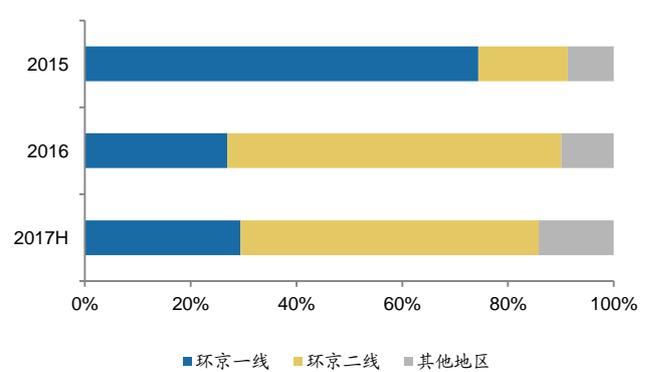
土地拓展方面，17年上半年公司累计新增土地储备规模158.6万方，新增规划建设面积预计超过250万方，土地购置投资规模为97.8亿元，依旧维持了低廉的土地获取成本。从土地获取区位上来看，环京区域与其他区域比重基本相当。截止到17年中报，公司在手土地储备规划建设面积为918.6万方。

图11: 华夏幸福土地储备规模(万方)



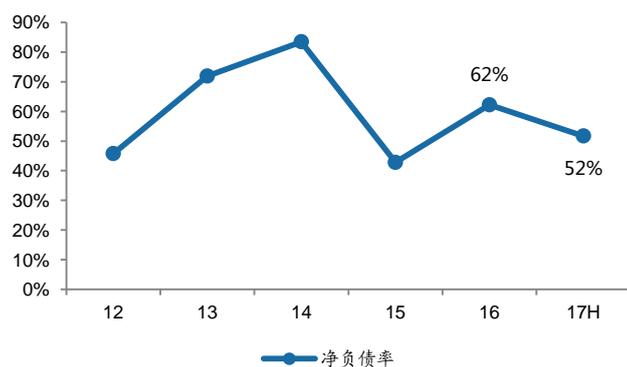
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图12: 华夏幸福土地储备规模分布



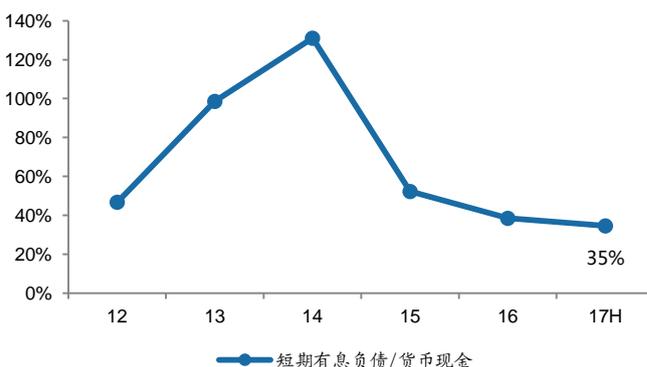
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图13: 华夏幸福净负债率水平



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图14: 华夏幸福短期有息负债/货币现金



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

融资方面，报告期末公司融资总金额968.29亿，其中银行贷款余额355.62亿，债券(票面)融资规模411.16亿元，债券期末余额409.53亿，信托、资管等其他融资余额203.14亿。利息资本化金额为20.62亿元。本期公司融资加权平均利率为5.99%，其中银行贷款的平均利息成本5.63%，债券平均成本为5.24%，信托、资管等其他融

资的平均利息成本8.15%。截止到17年中报，公司净负债率规模由16年底的62%下降至52%，短期偿债压力方面，短债合计占货币现金的比例为35%，维持低位。

盈利预测与投资评级

2017年是华夏幸福关键的一年，在景气度回落的过程中，在京津冀区域政策大幅收紧的销售条件下，能否通过成功的异地复制，上半年除了嘉善、来安的销售表现有力的证明了公司在环京区域外的模式优势和能力。公司业绩中产业服务占比进一步提升，较高的毛利表现相对业绩弹性较大，关注全年结算表现。预计17、18EPS分别为2.56、2.83元/股，维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场进入调控期，销售增速下降异地复制失败等风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	153,765	223,561	315,538	434,903	545,627
货币资金	36,802	45,503	45,414	54,497	66,486
应收及预付	11,732	20,181	42,167	33,238	43,047
存货	100,621	147,345	217,425	336,636	425,562
其他流动资产	4,611	10,532	10,532	10,532	10,532
非流动资产	14,858	26,342	27,769	29,455	31,391
长期股权投资	131	1,182	1,389	1,632	1,918
固定资产	2,379	2,670	2,804	2,972	3,150
在建工程	2,219	3,338	3,565	3,803	4,053
无形资产	4,626	7,870	7,870	7,870	7,870
其他长期资产	5,503	11,281	12,141	13,178	14,400
资产总计	168,623	249,903	343,307	464,358	577,018
流动负债	113,839	159,699	232,952	326,192	425,429
短期借款	7,008	300	10,577	15,963	7,800
应付及预收	94,146	140,374	214,483	299,404	402,327
其他流动负债	12,685	19,025	7,892	10,825	15,302
非流动负债	29,154	52,172	65,616	84,624	87,397
长期借款	20,595	20,291	30,070	44,993	43,195
应付债券	7,937	31,342	34,476	37,923	41,716
其他非流动负债	622	539	1,071	1,708	2,486
负债合计	142,993	211,872	298,568	410,817	512,826
股本	2,646	2,955	2,955	2,955	2,955
资本公积	459	5,882	7,393	9,066	11,089
留存收益	10,388	15,279	21,323	28,012	36,107
归属母公司股东权	13,527	25,361	31,671	40,033	50,152
少数股东权益	12,103	12,671	13,068	13,509	14,041
负债和股东权益	168,623	249,903	343,307	464,358	577,018

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,335	53,821	65,931	82,439	99,012
营业成本	25,103	36,045	44,818	58,367	69,738
营业税金及附加	2,709	3,135	3,511	4,073	5,450
销售费用	1,236	1,875	2,290	2,669	3,108
管理费用	2,552	3,623	3,856	4,541	5,380
财务费用	1	563	413	519	524
资产减值损失	134	176	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	304	415	118	139	163
营业利润	6,903	8,818	11,162	12,409	14,974
营业外收入	85	198	0	0	0
营业外支出	39	41	0	0	0
利润总额	6,949	8,976	11,162	12,409	14,974
所得税	1,961	2,807	3,210	3,607	4,322
净利润	4,987	6,168	7,952	8,802	10,651
少数股东损益	186	-323	398	440	533
归属母公司净利润	4,801	6,492	7,554	8,362	10,119
EBITDA	7,039	9,734	11,681	13,057	15,587
EPS (元)	1.62	2.20	2.56	2.83	3.42

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7,450	7,763	-5,308	-9,548	22,784
净利润	4,987	6,168	7,952	8,802	10,651
折旧摊销	304	591	224	267	252
营运资金变动	6,007	-8,945	-17,957	-25,361	4,188
其它	-3,849	9,948	4,473	6,743	7,694
投资活动现金流	-5,796	-25,062	-860	-812	-843
资本支出	-1,182	-3,820	-770	-703	-712
投资变动	-15,043	-13,422	-90	-109	-132
其他	10,429	-7,821	0	0	0
筹资活动现金流	19,296	25,394	6,078	19,444	-9,952
银行借款	39,208	27,886	26,443	39,907	19,500
债券融资	-22,597	-5,216	-17,521	-16,665	-24,984
股权融资	7,900	17,529	0	0	0
其他	-5,215	-14,806	-2,844	-3,799	-4,468
现金净增加额	20,956	8,129	-89	9,083	11,989
期初现金余额	14,240	35,196	43,325	43,235	52,318
期末现金余额	35,196	43,325	43,235	52,318	64,307

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	42.6%	40.4%	22.5%	25.0%	20.1%
营业利润增长	36.3%	27.7%	26.6%	11.2%	20.7%
归属母公司净利润增长	35.7%	35.2%	16.4%	10.7%	21.0%
获利能力(%)					
毛利率	34.5%	33.0%	32.0%	29.2%	29.6%
净利率	13.0%	11.5%	12.1%	10.7%	10.8%
ROE	35.5%	25.6%	23.9%	20.9%	20.2%
ROIC	13.3%	10.4%	10.2%	8.5%	10.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	84.8%	84.8%	87.0%	88.5%	88.9%
净负债比率	42.8%	62.2%	80.0%	99.7%	61.9%
流动比率	1.35	1.40	1.35	1.33	1.28
速动比率	0.44	0.46	0.33	0.27	0.24
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.26	0.22	0.20	0.19
应收账款周转率	6.23	6.45	6.13	6.11	5.88
存货周转率	0.28	0.29	0.25	0.21	0.18
每股指标(元)					
每股收益	1.62	2.20	2.56	2.83	3.42
每股经营现金流	2.82	2.63	-1.80	-3.23	7.71
每股净资产	5.11	8.58	10.72	13.55	16.97
估值比率					
P/E	20.6	15.2	13.1	11.8	9.8
P/B	6.5	3.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	5.1	5.2	8.0	10.3	7.1

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。