

## 房地产

2017年08月22日

## 华夏幸福 (600340)

——产业招商稳定增长，异地复制初见成效

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **营收增长 26.4%，归母净利润增长 35.6%，符合预期。**2017H1 公司实现营业收入 222.6 亿元，同比增长 26.4%，增速提高 22.1 个百分点；实现归母净利润 53.7 亿元，同比增长 35.6%，增速提高 5.1 个百分点，与预期（34%）基本一致；每股收益 1.82 元，同比增长 33.8%；实现销售额 696.2 亿元，同比增长 19.1%，实现销售面积 382.0 万平方米，同比增长 -29.7%，销售均价为 14198 元/平方米。公司 4-6 月地产销售受雄安新区周边限购限贷政策密集出台影响显著下滑，但销售均价仍为历史新高，整体业绩增长稳定。
- **新增签约投资额 731.5 亿元，嘉善、来安区域异地复制见成效。**2017H1 公司园区内新增签约投资额 731.5 亿元，同比增长 25.8%，在去年高基数下仍然保持了较高增长；同期签约入园企业 222 家，公司在产业招商上的竞争优势进一步凸显。分区域来看，固安区域招商额超 100 亿元，公司京津冀园区持续贡献卓越业绩；嘉善区域招商额达 59 亿元，来安区域招商额达 38 亿元，无锡区域招商额达 23 亿元，公司在长三角地区的异地复制初见成效。2017H1 公司实现产业发展服务收入达 138.8 亿元，同比增长 81.2%，。
- **管理费用率持续高位，负债率逐步下降，预收账款稳定增长，经营状况稳健。**受业务规模大幅扩张影响，2017Q1 公司管理费用为 29.2 亿元，同比增长 64.3%，其中职工薪酬 15.3 亿元，同比增长 110.3%，主因公司业务扩张迅速，全国范围加速布局，对人才需求较强。公司不断优化债务结构，2017Q1 资产负债率为 82.9%，扣除预收账款后的真实资产负债率为 71.0%，整体负债水平稳步下行。2017H1 公司预收账款为 1330.6 亿元，同比增长 50.2%，未来两年业绩收入已提前锁定。
- **多渠道融资顺利进展，融资成本显著下降，助力全国化布局。**2017 年 1-6 月公司累计新增借款金额 256.4 亿，期末公司融资余额 968.3 亿，融资加权平均利率为 5.99%，同比 2016 年年底下降 0.98 个百分点。其中银行贷款余额 355.6 亿，平均利率 5.63%，同比下降 0.41 个百分点；债券期末余额 409.5 亿，平均利率 5.24%，同比上升 0.04 个百分点；信托、资管等其他融资余额 203.1 亿，平均利率 8.15%，同比下降 1.22 个百分点。公司进一步加速全国化布局，截止 2017 年 8 月 17 日，公司共签署合作备忘录 28 份，其中浙江德清雷甸产业新城正式落地，嘉兴科技城成交通知书正式下发，我们预计公司在浙江区域的加速布局未来将有力增厚公司业绩，丰富公司收入结构。
- **盈利预测与投资评级：业绩平稳增长，维持增持评级，维持盈利预测。**公司业绩增长稳定，长三角区域异地复制初见成效，产业招商能力领先，维持增持评级。预计 2017/18/19 年营业收入分别为 719.1/910.0/1106.4 亿元，归母净利润分别为 87.6/120.3/152.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.3X/8.3X/6.5X，对应 EPS 为 2.96/4.07/5.15 元。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	53,821	22,259	71,909	90,999	110,636
同比增长率 (%)	40.40	26.44	33.61	26.55	21.58
净利润 (百万元)	6,492	5,367	8,757	12,031	15,216
同比增长率 (%)	35.22	35.65	34.90	37.39	26.47
每股收益 (元/股)	2.20	1.82	2.96	4.07	5.15
毛利率 (%)	33.0	57.5	36.3	38.1	39.3
ROE (%)	25.6	14.5	28.3	29.8	29.3
市盈率	15		11	8	7

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08月21日

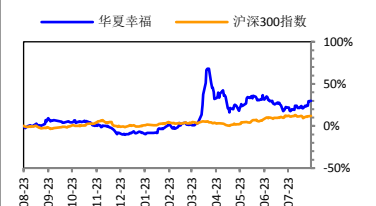
收盘价 (元)	33.62
一年内最高/最低 (元)	48.3/23.53
市净率	2.7
息率 (分红/股价)	1.96
流通 A 股市值 (百万元)	99345
上证指数/深证成指	3286.91 / 10689.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产 (元)	12.53
资产负债率%	82.86
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

《锁定“幸福”——2017 夏季策略会地产报告：华夏幸福模型详解》 2017/07/12  
《华夏幸福 (600340) 点评：浙江德清项目正式落地，异地复制有序推进》 2017/07/11

证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

彭子恒 A0230117060001  
pengzh@swsresearch.com  
龚正欢 A0230117070004  
gongzh@swsresearch.com  
曹一凡 A0230116090003  
caoyf@swsresearch.com

联系人

彭子恒  
(8621)23297818 x 转  
penqzh@swsresearch.com

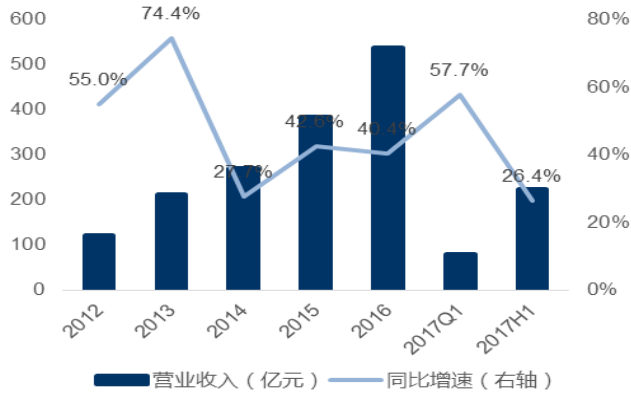


申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

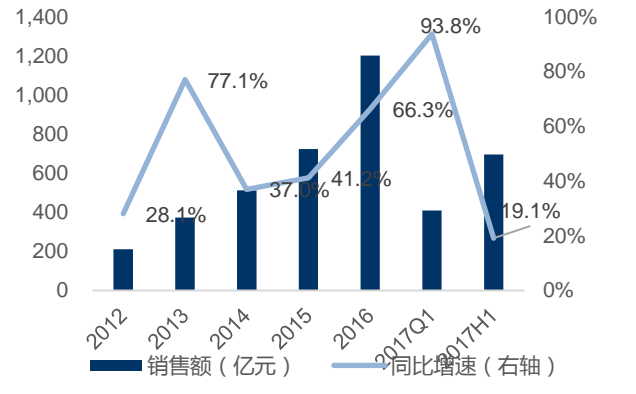
## 附录

**图 1: 2017H1 公司营业收入 222.6 亿元, 同比增长 26.4%**



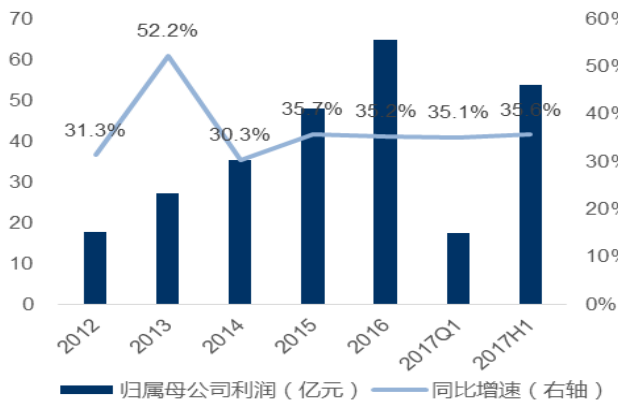
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 2: 2017H1 公司销售额 696.2 亿元, 同比增长 19.1%**



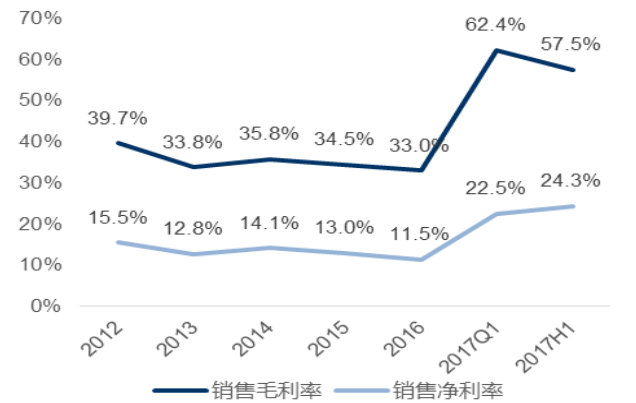
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 3: 2017H1 公司归母净利润 53.7 亿元, 同比增长 35.6%**



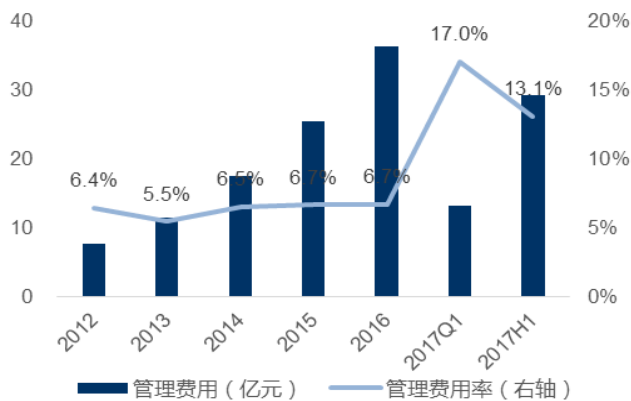
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 4: 2017H1 年公司销售毛利率 57.5%, 销售净利率 24.3%**



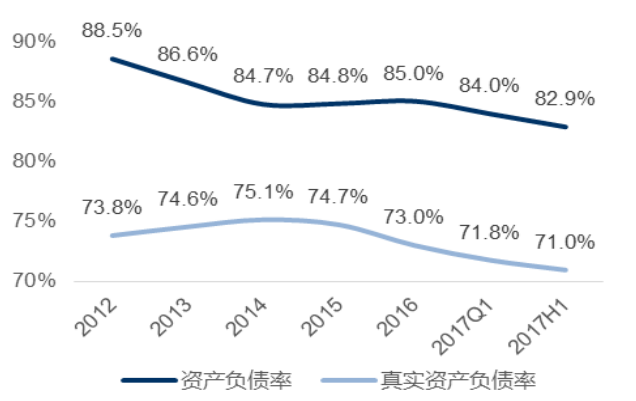
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 5: 2017H1 管理费用 29.2 亿, 同比增长 73.9%, 管理费用率季 13.1%**



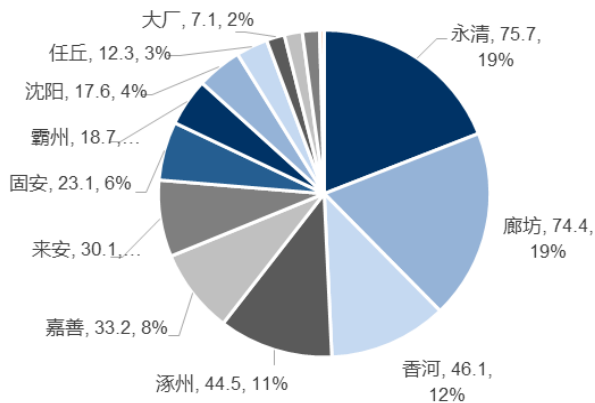
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 6: 2017H1 公司负债率 82.9%, 扣除预收账款后的真实负债率 71.0%**



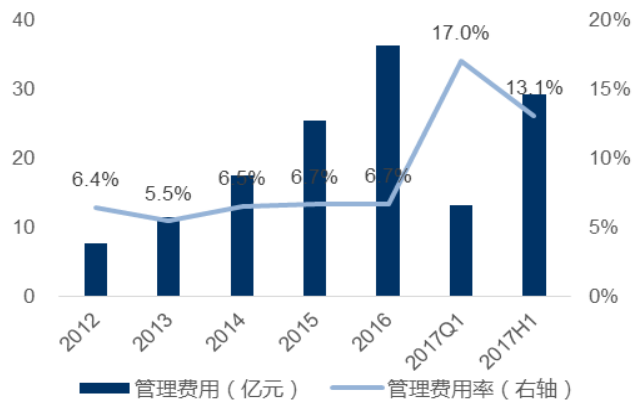
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 2017H1 公司地产销售面积分地区占比



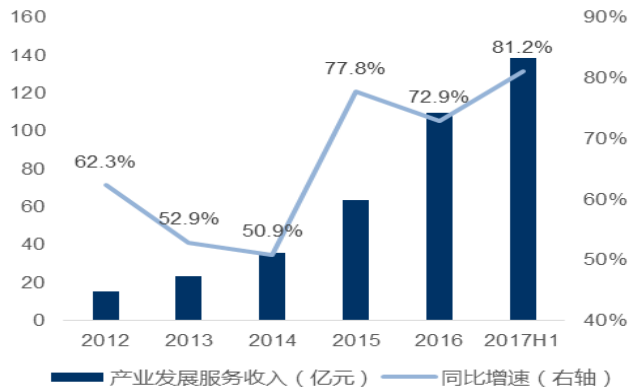
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8: 2017H1 年公司预收账款 1330.6 亿元, 同比增长 50.2%



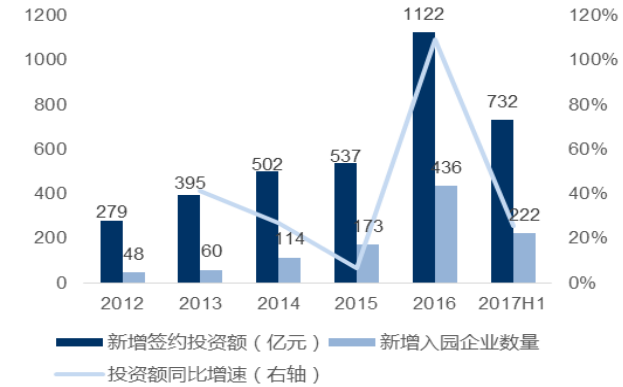
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 9: 2017H1 公司产业发展服务收入 138.8 亿元, 同比增长 81.2%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 10: 2017H1 年公司新增签约投资额 732 亿元, 同比增长 25.8%, 新增入园企业 222 家



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	356,474	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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。