2015 年 12 月 24 日

华夏幸福（600340.SH）

公司快报

证券研究报告

住宅地产

携手乐视，导入 VR 之浩瀚星辰

■**事件：**2015 年 12 月 23 日，公司公告与乐视 VR（乐视虚拟现实科技（北京）有限公司）签订战略合作协议；同日，公告收购苏州火炬创新创业孵化管理有限公司。

■**强强联盟，我的天穹你的星辰：**VR 产业正当年华，公司携手网络视频内容运营龙头乐视，击碎硬件及内容俩大行业痛点，打造 VR“幸福联盟”。1）**硬件方面，你的用户群，我的技术支持平台：**乐视庞大的用户群或可转化为 VR 设备销量，公司则可提供对乐视进行技术支持的企业的聚集和对接；2）**内容方面，你的网络视频资源，我的 VR 产业平台：**乐视为网络视频内容运营商，内容森罗万象；而公司作为产业平台，聚集国际 VR 团队资源及大厂影棚等硬件条件，加速乐视内容孵化。

■**深度合作，三大中心一个基金：**1）**共同建立“大厂国际影视科技研发中心”：**双方将在发展战略的制定、产业配套及相应服务及运营、人才战略计划、技术及产品研发计划、项目投资等多方面深度战略合作，打造大厂国际影视科技产业生态。2）**共同建立“VR 内容制作中心”：**融合双方在制作团队、项目经验等专业资源，共同打造 VR 内容研发和制作的新模式与业态，实现乐视 VR 内容生产；华夏幸福承诺在研发中心取得阶段性成果后，提供符合乐视 VR 要求的相关制作中心。3）**共同建立“LEVR 产品展示体验中心”**，增强乐视 VR 产品和品牌推广力度；4）**共同举办“技术交流和市场活动”**，促进行业交流和人才培养；5）**建立“文化科技产业融合创新基金”**，共同开发文化科技融合领域的产品，专利，IP 等。

■**积极突破，产城融合又一里程碑：**1）**打通 VR 产业价值链，平台模式流量兑现能力获验证：**打通科研、制作、产品体验、技术交流的价值链，是继固安“量子通信”产业园后，创新驱动、产学研深度融合战略又一次绚丽实践；2）**文化创意产业集群成果再现：**继合作北京电影学院后，此次 VR 导入，进一步丰富了大厂“东部影视传媒产业集群”的产业定位和布局，助力大厂成为“北京东部影视产业创新高地”，为大厂产业新城发展重大里程碑；3）**合作双方共享 VR 未来广阔市场。**

■**投资建议：**始终坚持用大格局去看华夏，公司在模式上的创新已经领先行业转型多年，深度战略合作乐视 VR，将打通虚拟现实产业链，为公司产业收入创造新的增长点，收购火炬孵化（其业务布局多元化，涉足互联网金融、创投业务链，助力华夏幸福打造中国版 WeWork），也助公司产业新城模式再上新高度，我们预计 15-17 年 EPS 分别为 1.89、2.23、3.03，目前股价对应 PE 估值为 17X、15X 和 11X，给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 44.6 元。

■**风险提示：**VR 产业导入效果不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	21,059.8	26,885.5	36,520.6	49,370.6	67,821.2
净利润	2,714.9	3,537.5	5,011.5	6,653.4	9,058.6
每股收益(元)	1.03	1.34	1.89	2.23	3.03
每股净资产(元)	2.51	3.70	6.52	7.58	9.78

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	31.5	24.2	17.1	14.5	10.7
市净率(倍)	12.9	8.7	5.0	4.3	3.3
净利润率	12.9%	13.2%	13.7%	13.5%	13.4%
净资产收益率	40.8%	36.1%	29.1%	29.4%	31.0%
股息收益率	0.4%	1.2%	1.7%	1.6%	2.6%
ROIC	5.7	3.7	2.6	3.4	2.7

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

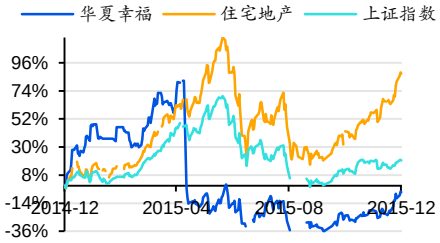
6 个月目标价 **44.6 元**

股价（2015-12-23） **32.33 元**

交易数据

总市值（百万元）	85,537.40
流通市值（百万元）	85,537.40
总股本（百万股）	2,645.76
流通股本（百万股）	2,645.76
12 个月价格区间	21.90/62.05 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.71	26.49	61.32
绝对收益	17.86	40.63	79.35

陈天诚 分析师
chentc@essence.com.cn
021-68767839

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	21,059.8	26,885.5	36,520.6	49,370.6	67,821.2
减:营业成本	13,939.0	17,269.2	23,092.0	31,868.8	43,408.4
营业税费	1,413.3	1,866.7	2,552.8	3,397.3	4,705.5
销售费用	873.2	953.6	1,453.5	1,921.0	2,581.2
管理费用	1,150.6	1,753.5	2,494.4	3,096.5	4,436.4
财务费用	114.9	28.1	-42.8	-17.5	23.6
资产减值损失	13.1	41.0	77.1	75.6	64.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	24.8	90.2	312.5	234.8	212.5
营业利润	3,580.5	5,063.7	7,206.1	9,263.7	12,814.1
加:营业外净收支	5.5	-4.1	32.8	21.1	16.6
利润总额	3,586.0	5,059.6	7,238.9	9,284.8	12,830.7
减:所得税	899.6	1,258.2	2,048.6	2,418.0	3,345.5
净利润	2,714.9	3,537.5	5,011.5	6,653.4	9,058.6

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	9,943.8	16,193.9	21,912.4	29,622.3	40,692.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,750.6	6,084.1	4,716.7	9,884.5	10,916.3
应收票据	-	-	1.7	0.8	1.0
预付帐款	2,396.3	2,983.3	3,675.3	5,514.1	7,337.9
存货	54,057.8	78,316.0	84,282.1	137,743.3	175,860.4
其他流动资产	200.0	4,094.9	6,781.3	3,692.1	4,856.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	17.6	17.3	16.6	16.0	15.5
投资性房地产	218.6	421.5	538.3	679.2	832.7
固定资产	759.6	1,645.8	2,010.6	2,479.8	2,916.4
在建工程	1,338.5	1,462.7	1,946.9	2,359.8	2,700.3
无形资产	348.9	455.0	441.1	427.2	413.2
其他非流动资产	2,062.2	2,289.7	5,129.0	3,154.9	3,519.0
资产总额	74,093.8	113,964.2	131,452.1	195,574.0	250,061.4
短期债务	3,394.6	7,938.0	5,510.9	16,856.2	21,112.1
应付帐款	8,275.3	15,010.9	11,115.3	24,940.9	27,311.4
应付票据	450.0	2,099.4	708.5	1,869.8	2,324.8
其他流动负债	42,295.2	59,735.2	74,053.4	92,958.4	129,068.5
长期借款	7,303.9	9,488.6	10,522.3	22,752.0	27,377.4
其他非流动负债	2,419.6	2,295.8	4,696.4	5,726.1	5,418.4
负债总额	64,138.6	96,567.9	106,606.8	165,103.5	212,612.5
少数股东权益	3,304.8	7,602.7	7,602.7	7,816.1	8,242.7
股本	1,322.9	1,322.9	2,645.8	2,987.6	2,987.6
留存收益	5,327.5	8,469.5	14,596.8	19,666.8	26,218.7
股东权益	9,955.2	17,396.3	24,845.3	30,470.5	37,449.0

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	74.4%	27.7%	35.8%	35.2%	37.4%
营业利润增长率	42.4%	41.4%	42.3%	28.6%	38.3%
净利润增长率	52.2%	30.3%	41.7%	32.8%	36.1%
EBITDA 增长率	47.9%	38.7%	39.8%	29.4%	38.7%
EBIT 增长率	48.0%	37.8%	40.7%	29.1%	38.8%
NOPLAT 增长率	49.7%	38.2%	34.3%	33.1%	38.8%
投资资本增长率	112.8%	90.7%	4.0%	72.9%	10.8%
净资产增长率	100.8%	74.7%	42.8%	22.6%	22.9%
利润率					
毛利率	33.8%	35.8%	36.8%	35.4%	36.0%
营业利润率	17.0%	18.8%	19.7%	18.8%	18.9%
净利润率	12.9%	13.2%	13.7%	13.5%	13.4%
EBITDA/营业收入	17.8%	19.4%	20.0%	19.1%	19.3%
EBIT/营业收入	17.5%	18.9%	19.6%	18.7%	18.9%
运营效率					
固定资产周转天数	8	16	18	16	14
流动营业资本周转天数	186	280	260	266	263
流动资产周转天数	951	1,185	1,129	1,122	1,131
应收帐款周转天数	47	59	53	53	55
存货周转天数	738	886	801	809	832
总资产周转天数	1,002	1,259	1,210	1,192	1,183
投资资本周转天数	186	289	284	293	284
投资回报率					
ROE	40.8%	36.1%	29.1%	29.4%	31.0%
ROA	3.6%	3.3%	3.9%	3.5%	3.8%
ROIC	39.7%	25.8%	18.2%	23.3%	18.7%
费用率					
销售费用率	4.1%	3.5%	4.0%	3.9%	3.8%
管理费用率	5.5%	6.5%	6.8%	6.3%	6.5%
财务费用率	0.5%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	10.2%	10.2%	10.7%	10.1%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	86.6%	84.7%	81.1%	84.4%	85.0%
负债权益比	644.3%	555.1%	429.1%	541.8%	567.7%
流动比率	1.27	1.27	1.33	1.36	1.33
速动比率	0.28	0.35	0.41	0.36	0.35
利息保障倍数	32.16	181.38	-167.33	-529.38	544.92
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.40	0.55	0.53	0.84
分红比率	12.2%	29.9%	29.3%	23.8%	27.7%
股息收益率	0.4%	1.2%	1.7%	1.6%	2.6%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,686.4	3,801.4	5,011.5	6,653.4	9,058.6
加:折旧和摊销	65.5	125.1	126.2	184.3	244.9
资产减值准备	13.1	41.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	167.9	130.3	-42.8	-17.5	23.6
投资损失	-24.8	-90.2	-312.5	-234.8	-212.5
少数股东损益	-28.5	263.9	178.7	213.4	426.6
营运资金的变动	-6,699.1	-10,597.4	-3,120.9	-18,590.6	-5,066.7
经营活动产生现金流量	-3,474.4	-4,954.0	1,840.3	-11,791.8	4,474.4
投资活动产生现金流量	-3,076.0	-2,727.5	-428.8	-881.1	-1,113.0
融资活动产生现金流量	11,104.0	12,054.7	4,307.0	20,382.8	7,709.0

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	1.03	1.34	1.89	2.23	3.03
BVPS(元)	2.51	3.70	6.52	7.58	9.78
PE(X)	31.5	24.2	17.1	14.5	10.7
PB(X)	12.9	8.7	5.0	4.3	3.3
P/FCF	20.7	23.2	14.5	14.1	7.0
P/S	4.1	3.2	2.3	2.0	1.4
EV/EBITDA	9.3	14.6	13.4	13.2	9.5
CAGR(%)	36.7%	35.6%	40.6%	36.7%	35.6%
PEG	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	5.7	3.7	2.6	3.4	2.7
REP	0.4	0.7	1.3	0.7	0.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034