

2016年03月30日

华夏幸福 (600340.SH)

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

## 促产业孵化、筑幸福城市

### —华夏幸福 2015 年年报点评

■ **事件:** 公司公布 2015 年年报, 实现营收 383.35 亿元, 同比增长 42.58%; 实现归属于母公司所有者的净利润 48.01 亿元, 同比增长 35.71%; 每股收益 1.81 元, 同比增长 35.07%。

■ **经营强劲有力、双城携手助飞:** 15 年公司销售额 723.53 亿元, 同比增长 41.17%, 目标完成率高达 176.5%; 签约销售面积 770.94 万方, 同比增长 32.58%。产业新城业务销售额共 593.67 亿元, 同比增长 41.17%; 城市地产及其他业务销售额共 129.86 亿元, 同比增长 58.97%。预收账款占到营业收入的 175%。15 年平均 ROE 41.2, 同比降 4%, 自 2011 年起至今都处于行业可比公司的极高水平。

■ **深耕京津冀、国内外扩张提速:** 公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约 660.7 万方, 确立以“巩固京津冀、布局长江经济带与沈大经济带、突破一带一路、谋划自贸区”为增长策略, 其国内外扩张的力度与速度远超市场预期。

■ **多元融资渠道、70 亿定增落实:** 公司的融资渠道相当多元, 有效盘活存量资产, 房产金融方面勇于尝新, 70 亿定增将加速产业园规模效应集聚, 有效缓解公司资金压力, 优化财务结构。

■ **PPP 模式已成熟、创新“居住+X”:** 公司产业新城 PPP 模式得到政府认可和国务院通报表扬, 从前期基建投资一直到后期产业服务这条产业链的各环节收益; 创新提出“居住+X”产品模式, 可以通过增加产业新城的衍生业务种类和差异化策略, 获取更多利润增长点。

■ **加速创新孵化、做强产业服务:** 15 年公司投资运营的园区累计签约入园企业 830 家, 累计签约投资额约为 2202.23 亿元, 增长迅速; 公司不断创新产业服务手段, 尽快探索“全球技术-华夏加速-中国创造”的创新发展模式。

■ **投资建议:** 国家大力推行 PPP 模式的政策红利下, 公司 PPP+产业新城模式已成熟; 公司在环京津冀区域已成功卡位, 长江经济带和一带一路布局有望乘着政策东风和公司多年积累的经验和资源实现快速扩张; 未来随着产业发展、促进与服务、“居住+X”产品模式以及住宅销售的协调共进, 公司业绩有望进入加速释放期, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 2.08、2.78 和 3.64, 对应当前股价 PE 估值为 11.3X、8.5X、6.5X, 维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 31.2 元。

■ **风险提示:** 产业新城开发周期长导致现金流压力

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	26,885.5	38,334.7	49,177.7	63,709.1	82,664.4
净利润	3,537.5	4,800.8	6,153.7	8,228.5	10,756.5
每股收益(元)	1.20	1.62	2.08	2.78	3.64
每股净资产(元)	3.31	4.58	7.99	11.55	15.86

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	19.7	14.5	11.3	8.4	6.5
市净率(倍)	7.1	5.1	2.9	2.0	1.5
净利润率	13.2%	12.5%	12.5%	12.9%	13.0%
净资产收益率	36.1%	35.5%	26.1%	24.1%	22.9%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.8%	2.4%	3.1%
ROIC	25.8%	17.5%	21.1%	19.3%	20.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

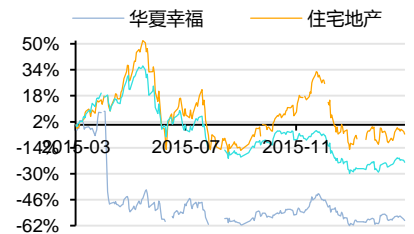
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **31.2 元**  
股价 (2016-03-29) **23.53 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	69,529.90
流通市值 (百万元)	62,254.72
总股本 (百万股)	2,954.95
流通股本 (百万股)	2,645.76
12 个月价格区间	21.71/62.05 元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.35	-6.0	15.32
绝对收益	4.16	-24.07	-4.38

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-68767839

#### 相关报告

- 华夏幸福: 携手乐视, 导入 VR 之浩瀚星辰 2015-12-24
- 华夏幸福: 业绩高增长, 京津冀一体化加速推进 2015-01-14
- 华夏幸福: 布局通用航空, 产业联盟助力园区加速升级 2014-11-12
- 华夏幸福: 三季度业绩靓丽, 公司各项业务加速拓展 2014-10-28
- 华夏幸福: 销售业绩远超前, 未来将受益于环球影视城建设 2014-10-14

公司公布 2015 年年报，实现营收 383.35 亿元，同比增长 42.58%；实现归属于母公司所有者的净利润 48.01 亿元，同比增长 35.71%；每股收益 1.81 元，同比增长 35.07%。并拟以 16 年 1 月 21 日公司总股本 29.55 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5.4 元（含税），共计派发现金股利 15.96 亿元。

公司创立于 1998 年，起初是一家纯粹的房地产企业，在 2002 年全面负责固安产业园区的投资开发运营后正式转型，目前是中国领先的产业新城运营商。公司以“经济发展、社会和谐、人民幸福”的产业新城为核心产品，秉持“四个坚持”的产业新城系统化发展理念，即“坚持以绿色生态为底板，坚持以幸福城市为载体，坚持以创新驱动为内核，坚持以产业集群集聚为抓手”，通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作模式，探索并实现产业新城的经济发展、城市发展和民生保障，有效提升区域发展的综合价值。

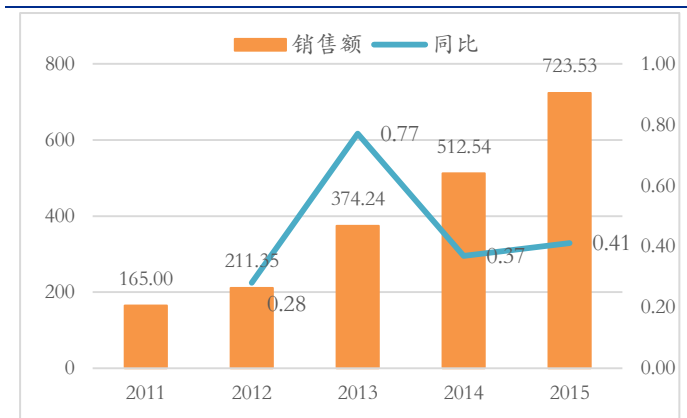
## 1. 经营强劲有力、双城携手助飞

2015 年公司销售额共 723.53 亿元，同比增长 41.17%，超额完成了 2015 年 615 亿元的年度目标，目标完成率高达 176.5%，自 2011 年上市以来年度销售额复合增长率达到 46%；签约销售面积 770.94 万方，同比增长 32.58%。根据克而瑞联合中国房地产测评中心共同发布的《2015 年度中国房地产企业销售 TOP100》排行榜，公司销售金额及销售面积均跻身前 10，且连续多年处于上升态势，发展强劲。

**产业新城业务**销售额共 593.67 亿元（包括产业园区配套住宅签约销售额 495.3 亿以及园区结算回款额 98.3 亿），同比增长 41.17%；销售面积 642.53 万方，同比增长 33.98%。**城市地产及其他业务**（物业、酒店）销售额共 129.86 亿元，同比增长 58.97%；销售面积 128.41 万方，同比增长 26.02%（主要为廊坊市市区地产签约销售，销售面积合计 630.4 万方），极大受益于 15 年公司重点布局的环京区域量价齐涨格局。

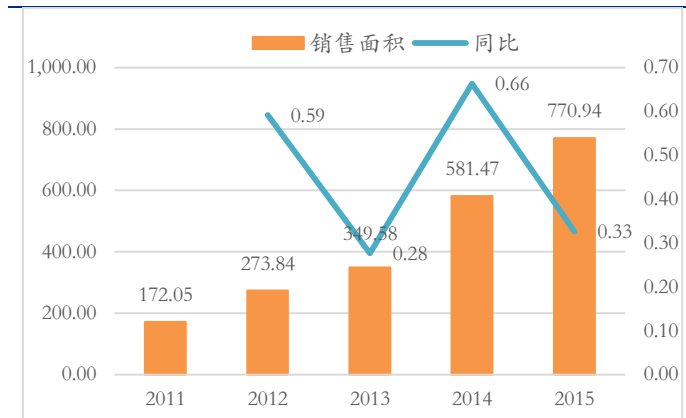
公司预计 2016 年的销售额为 870 亿元，预计园区住宅配套、城市地产施工面积合计约 2542.75 万平方米，预计竣工面积合计约 520.11 万平方米。**竣工面积占施工面积的比率连续三年提升**，与公司加快住宅地产高周转以支撑产业新城业务拓展的策略有关。

图 1：公司销售额（亿元）及同比增速



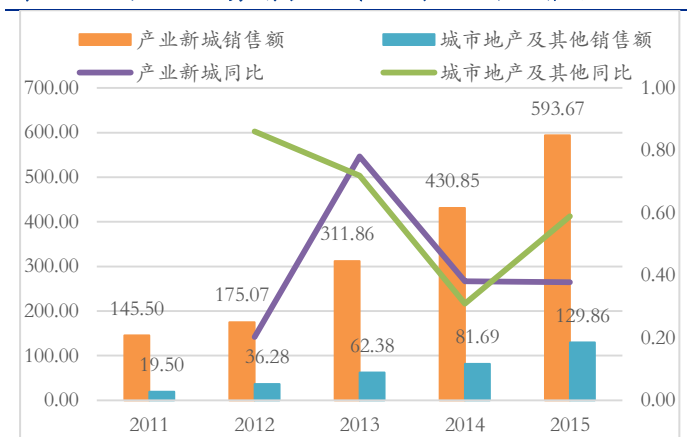
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：公司销售面积（万方）及同比增速



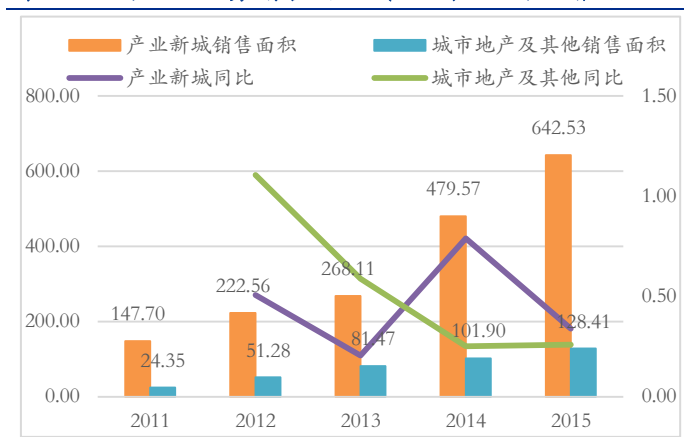
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：公司两大业务销售额（亿元）及同比增速



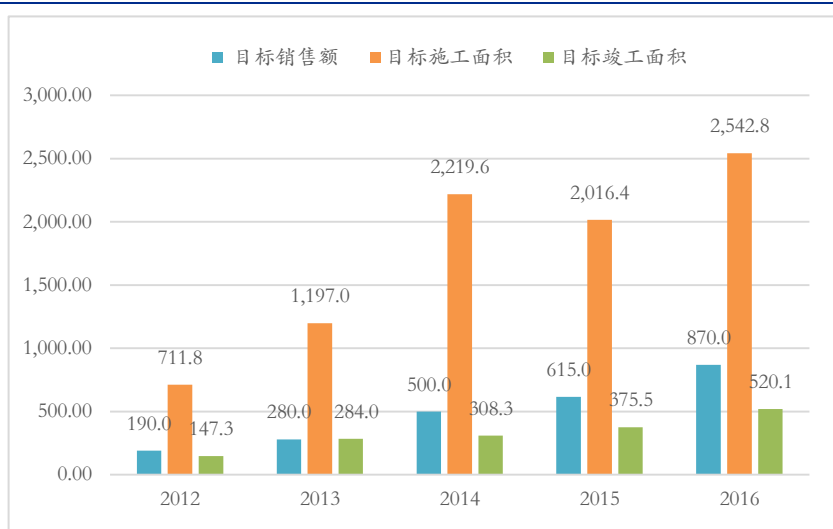
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司两大业务销售面积（万方）及同比增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：公司目标销售额（亿元）、施工面积（万方）、竣工面积（万方）



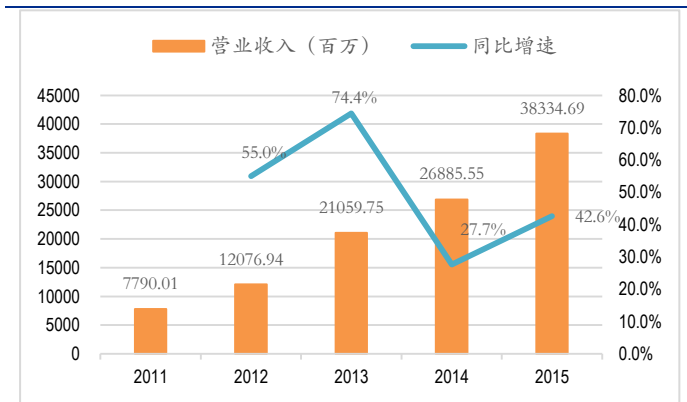
资料来源：Wind、安信证券研究中心

公司 2015 年营收 383.35 亿元，同比增长 42.58%，从营收分布可以发现：(1) 目前支撑其业绩的主要力量仍是住宅销售，住宅地产完成从“资源导向竞争”向“以客户需求为导向”的新思路转型，近年来其聚焦“孔雀城”品牌，规模及品牌效应显现；(2) 13-15 年产业发展服务收入占总营收比 11.23%、13.27%、16.55%，今年实现收入 63.43 亿，同比大幅增长 77.77%，未来产业发展服务将是公司发展重点。

15 年公司城市地产开发业务上营收同比增长较快，但是其毛利率仅 9.12%，由其面向产业转移和旧城改造人口、以刚性需求为主的特性决定；整体毛利率达到 34.5%，同比下降 2.5%，产业发展服务收入的毛利率最高为 95.01%，对公司整体毛利润贡献率达到 43.93%。考虑到公司产业发展服务的迅速增长以及地产项目的环北京及环上海等其他经济热点区域的项目布局，预计公司毛利率将提升。

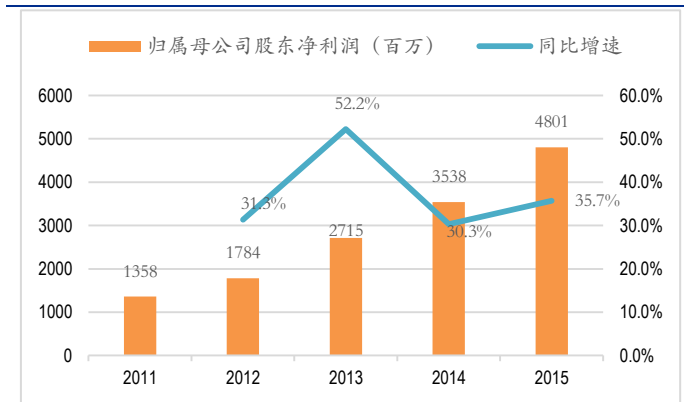
公司 2015 年预收账款达到 672.55 亿元，同比增长 7%，其中预收购房客户的款项余额 621.99 亿元。预收账款占到营业收入的 175%，同期万科 A 为 108.7%，可见公司竞争力强，未来 1—3 年的营收增长有了基本的保证。

图 6：公司营业收入及同比增速



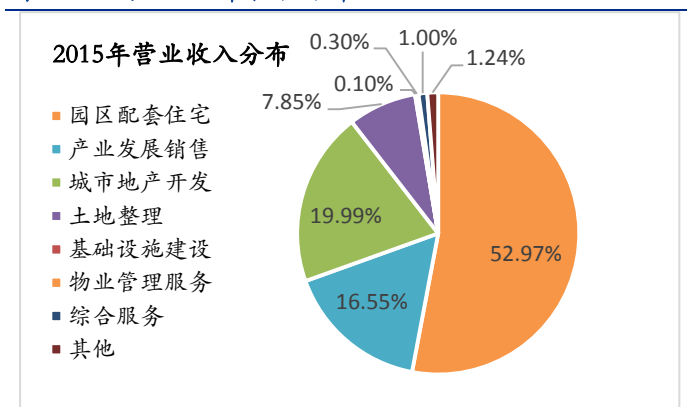
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：公司净利润及同比增速



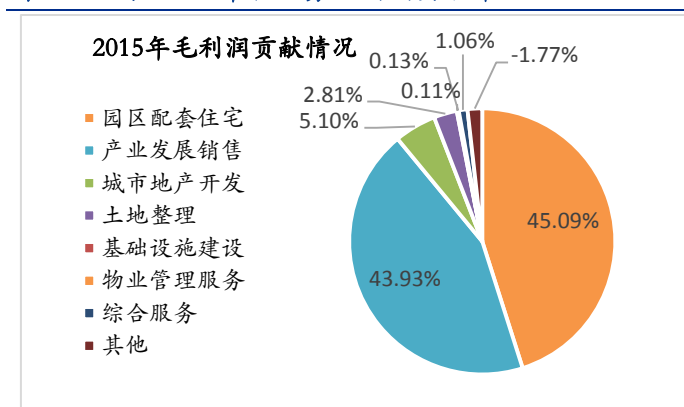
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：公司 2015 年营收分布



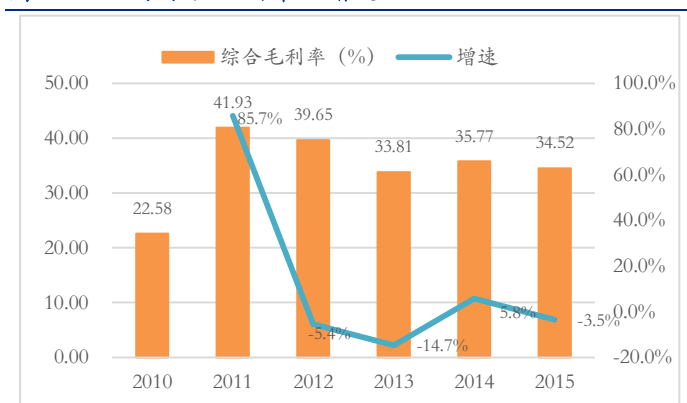
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：公司 2015 年各业务毛利润贡献率



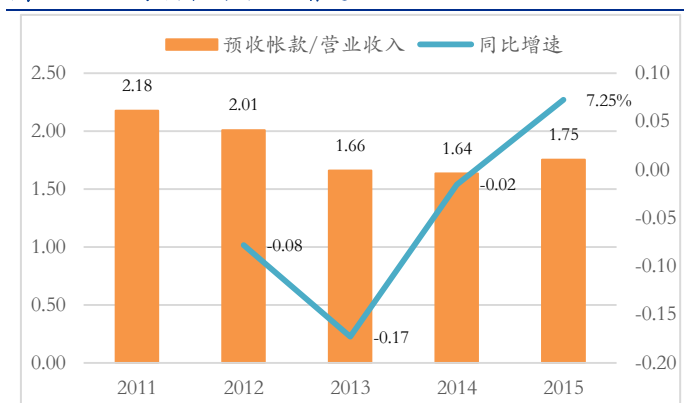
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：公司综合毛利率及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

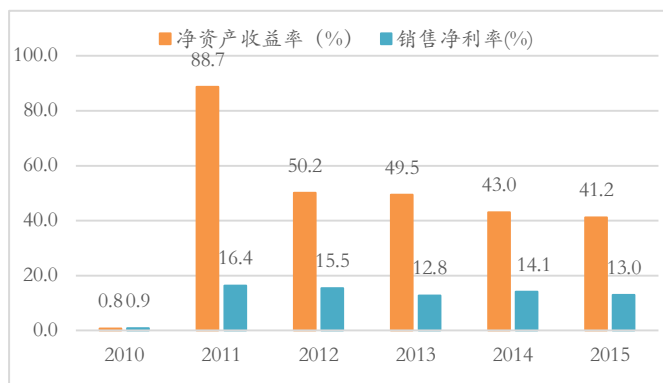
图 11：公司预收账款及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

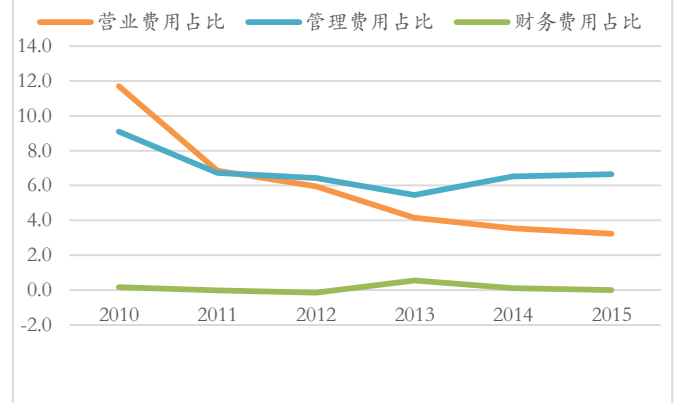
公司 2015 年平均 ROE41.2，同比降 4%，自 2011 年起至今都处于行业可比公司的极高水平，但有下降的趋势，主要是公司销售净利率（2015 年 13%，同比降 8.4%）及总资产周转率（2015 年 0.27，同比降 6.9%）略有下降。公司正处在快速扩张期，存货、固定资产、货币资金等均增长较快，预计未来总资产周转率将进一步降低。公司目前的三费比率较为健康，形成区域和品牌效应后带来销售费用占比下降，不排除扩张带来的管理费用及财务费用大幅提升，导致销售净利率可能略有下滑。故未来 ROE 可能稳中走低，但依旧表现优异。

图 12: 公司平均 ROE 与销售净利率



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 13: 公司三费比率 (%)



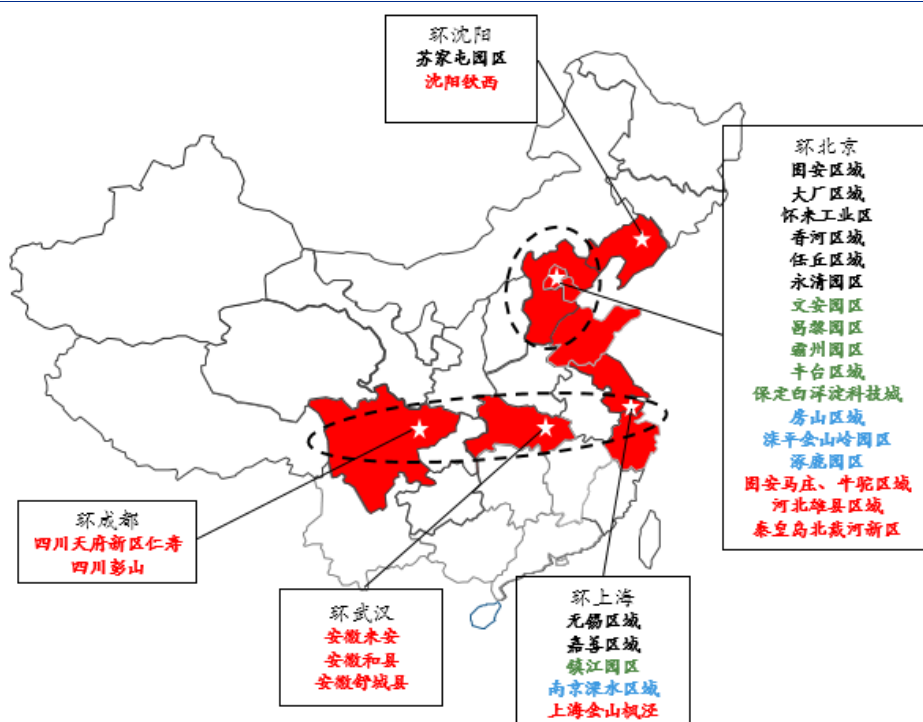
资料来源: Wind、安信证券研究中心

## 2. 深耕京津冀、国内外扩张提速

2015 年公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约为 660.7 万平方米; 据统计, 公司 15 年拿地 85 宗, 累积规划建筑面积 665 万方, 成交总额 80.76 亿元, 土储仍以环京津冀区域为主; 已布局产业新城 20 多处, 其中 15 个位于京津冀区域, 8 个位于长江经济带。固安模式成功后公司开始研究“产业新城”的复制, 陆续进入大厂、沈阳苏家屯、香河、无锡、嘉善等地, 深耕于环首都经济区, 并向环沈阳、环武汉、环上海、环成都拓展。

从 15 年销售面积看, 京津冀区域仍占比高达 92%, 但环上海区域开始贡献销售, 表明异地扩张正有序推进, 公司将在长江经济带又创一片幸福天地。此外, 公司抓住一带一路的历史机遇, 15 年末与知名企业 AS 在印尼合作开发建设产业新城、16 年初进军印度, 离公司“全球产业新城的引领者”的愿景更近一步, 将成为公司未来业绩重要支撑。公司确立以“巩固京津冀、布局长江经济带与沈大经济带、突破一带一路、谋划自贸区”为增长策略, 其国内外扩张的力度与速度远超市场预期。

图 14: 公司国内产业园区域布局图; 黑色: 投入运营、绿色: 建设起步、蓝色: 规划定位、红色: 15 年新拓区域



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

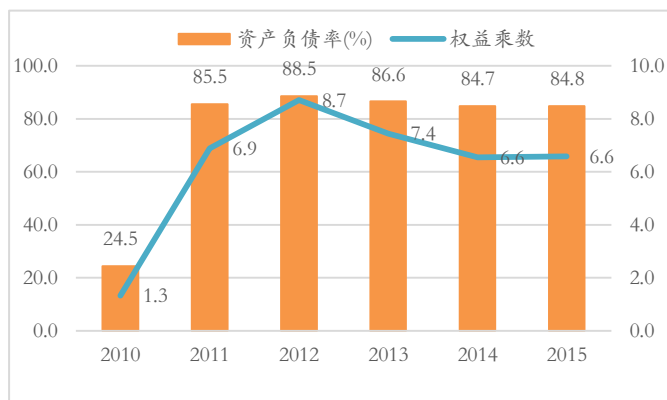
### 3. 多元融资渠道、70 亿定增落实

公司资产负债率为 84.8%，一直处于较高水平，净负债率今年回落至 95.4%，剔除预收账款的资产负债率为 44.9，较为健康。15 年公司对外股权投资额共计 109.20 亿，较 2014 年增长 101.43%，投资范围涉及体育文化、餐饮、旅游、教育等各个方面，可见公司加速扩张的野心。同时公司经营性现金流均大幅增长，受公司环北京区域的项目销售额增长及回款增加所致，筹资性现金流也大幅增长，为扩张做好充足的资金准备。

16 年 1 月公司成功向 9 名特定对象以发行价 22.64 元/股募得 70 亿资金，其中 65 亿将用于固安和大厂的园区住宅配套项目建设，项目平均销售净利率预计为 10.6%。固安和大厂是公司建设相对成熟的园区，也是公司营收的主要来源，预计平均预售比例可以达到 98%。**此次定增将加速产业园规模效应集聚，是公司未来营收的垫脚石，有效缓解了资金压力。**

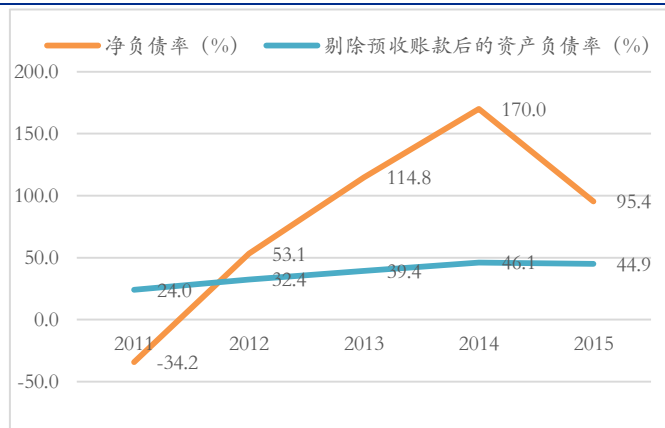
除了股权融资外，15 年公司发行了共 40 亿公司债和 40 亿私募债（平均成本为 5.4%左右），16 年年初至今已经发行 93 亿债券；注册规模不超过 28 亿元短期融资券；与平安银行、中信银行等签订银企战略合作协议；股权、债券、应收账款收益权转让并约定回购（2—3 年）；引入信托参股子公司；地下管网等资产售后回租（年租息率 5.5%—6.5%）；幸福基业物业服务公司拟以物业费债权和其他权利发行 ABS 产品融资，总规模不超过 24 亿元，其中 1 亿元次级资产支持证券由幸福物业认购。可见公司的融资渠道相当多元，有效盘活存量资产，勇于尝新，优化了公司资产负债结构。15 年公司融资总金额 483.18 亿元，16 年拟新增融资额 265 亿元；融资加权平均利率降至 7.92%，未来公司业绩释放后融资成本下行会进一步下行。

图 15：公司资产负债率与权益乘数



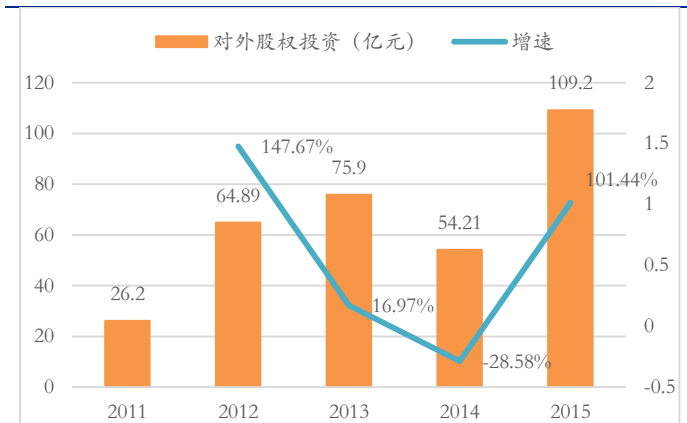
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 16：公司净负债率与剔除预收账款后的资产负债率



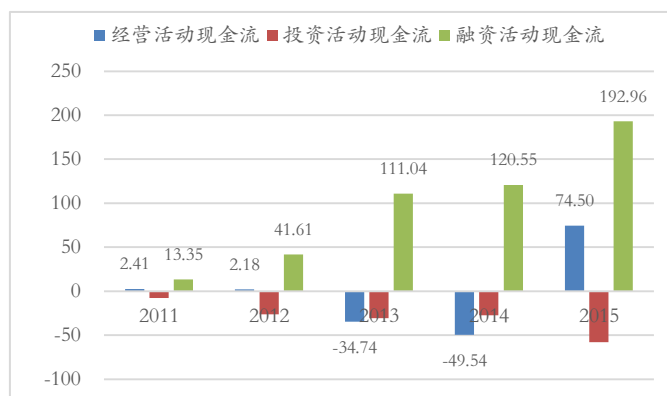
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17: 公司对外股权投资及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 公司现金流状况 (亿元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 1: 公司 15 年至今发债情况

债券	发行规模 (亿)	票面利率	期限 (年)	付息频率	起息日
15 华夏债私募债	10	5.99%	3	一年一次	2015-07-29
15 华夏 04 私募债	10	5.69%	3	一年一次	2015-09-28
15 华夏 02 私募债	10	5.70%	4	一年一次	2015-08-31
15 华夏 03 私募债	10	5.58%	4	一年一次	2015-09-09
15 华夏 05 公司债	40	5.10%	7	一年一次	2015-10-22
16 华夏 02 公司债	20	4.04%	5	一年一次	2016-03-03
16 华夏 01 私募债	28	5.40%	5	一年一次	2016-03-09
16 华夏 04 私募债	30	5.19%	5	一年一次	2016-03-24
16 华夏债公司债	15	4.88%	7	一年一次	2016-01-20

资料来源: Wind、安信证券研究中心

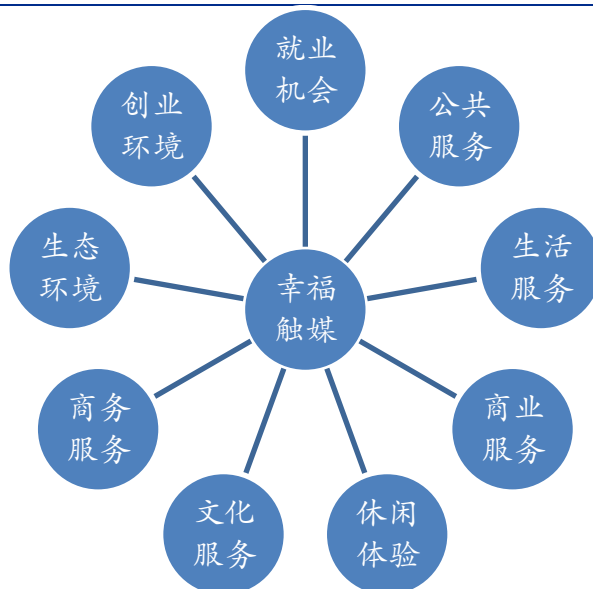
## 4. PPP 模式已成熟、创新“居住+X”

公司确立以“政府主导、企业运作、合作共赢”为原则的政府和社会资本 (PPP) 合作模式来开发和运营产业新城。15 年是中国 PPP 模式元年, 公司产业新城 PPP 模式得到政府认可, 固安工业园区新型城镇化项目受到国务院办公厅通报表扬, 自 2002 年合作至今, 固安工业园区已带动固安县实现人均 GDP 增长 4 倍, 财政收入增长 24 倍, 位列“中国十佳开发竞争力量”第 2 位。PPP 模式下, 与政府合作可以在土地以及企业资源获取上迅速完成原始积累; 公司拿地平均楼面价仅 1214 元, 在环京津冀地区价值洼地显现; 公司通过发挥产业集群功能, 激活城市发展活力, 由此分得城市 GDP 增长带来的居民消费升级的红利, 有利于住宅销售。不仅如此, 公司在区位选择和政府资信上都有自己的考量, 控制了后续股权退出的风险。所以, 公司可以从前期基建投资、中期招商引资、落地投资额抽成、配套住宅销售、后期产业服务这条产业链的各环节收益。

今年创新提出“居住+X”产品模式, 即以产业新城为平台, 在平台上接入产业投资与运营、教育培训 (大厂幸福学校与北京五中分校合作于 15 年开学、苏家屯幸福学校与沈阳七中合作于 16 年开学)、医疗健康 (固安工业园区将建设医疗卫生服务站)、商贸物流服务 (固安幸福港湾签约主力院线及主力店打造商业核心地标)、娱乐休闲 (怀来度假酒店与 Club Med 将共同打造京北休闲度假第一品牌) 等多元化配套业务, 实现幸福城市的构建。15 年 12 月, 公司拟联合千方科技打造京津冀智慧城市平台, 探索智慧交通、智慧社区、智慧物流、工业

物联网以及智慧城市其它领域的深入合作，这是公司在智慧城市建设方面首次合作；目前公司形成 10 条产品线和整体精装体系，今后将在养老地产、度假地产等新产品上形成差异化的产品策略。未来公司可以通过增加产业新城的衍生业务种类和差异化策略，获取更多利润增长点。

图 19：公司幸福城市构建 9 大出发点

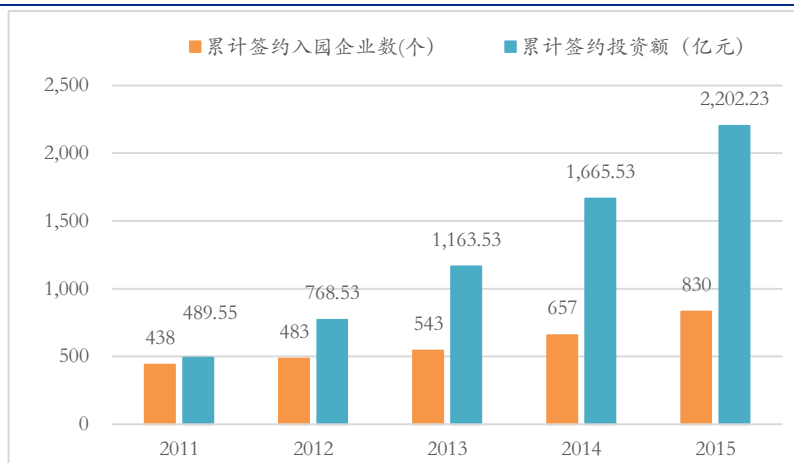


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 5. 加速创新孵化、做强产业服务

2015 年公司投资运营的园区累计签约入园企业 830 家，累计签约投资额约为 2202.23 亿元，增长迅速。公司与多个园区协议收入是按照投资额的比例分成，因此大客户的引入投资将进一步提高产业发展服务的收入。**强招商能力是公司核心竞争力：**公司旗下专门负责产业促进的产业发展集团现有员工 800 多名，拥有 12 大行业招商中心、行业研究院、孵化事业部、金融平台等多个专业化的产业促进团队，报告期内公司先后与北京电影学院、乐视 VR、北方车辆等 20 余家机构达成战略合作联盟。

图 20：公司累计签约入园企业数和投资额



资料来源：Wind、安信证券研究中心



**差异化产业促进思路（转移、整合、孵化）为其成功指路：**在经济欠发达地区，通过园区开发和产业促进承载经济发达地区的产业转移；在经济较发达地区，通过龙头企业带动中小企业的聚集，形成产业集群来实现产业整合；在成熟的产业环境与领域则更注重产业的孵化与创新。

**同时公司高度重视企业集群效应，发现企业需求、不断创新产业服务手段，尽快探索“全球技术-华夏加速-中国创造”的创新发展模式，**通过产学研合作的模式搭建孵化器、与成熟园区运营服务商合作或战略投资，借鉴先进创孵模式、运用资本干预、设立产业基金等方式加速创新成果转化，并通过投资入园企业分享企业成长收益，如对北京鼎材科技有限公司、固安翌光科技有限公司、肽谷固安生物医药孵化港（生物医药产业在前期研发对资金需求大，且长周期项目是传统基金不会轻易涉足的，而公司在其临床前调试阶段就会注入资本）等进行投资，但这也对公司资金和创业资源提出了更高的要求。

**表 2：公司 15 年至今创孵、产业服务及产业基金布局**

时间	具体内容
15 年 3 月	与中金金财、控股股东华夏控股、廊坊银行拟在互联网金融产业园开发、互联网金融产业园区建设、互联网银行、产业链融资、供应链融资、产业园区企业相关金融电子商务服务等领域合作，推进互联网+产业+金融
15 年 5 月	拟与太库科技创业发展公司（关联方）在共建产业创新发展模式、孵化器运营、B2B 创新服务能力建设等方面合作，太库科技目前已在全球 5 个国家运营管理 9 个孵化器，包括美国硅谷、韩国首尔、以色列、北上深等，通过太库孵化器、企业成长、全球会员、天使基金、成长学院、战略研究院、认证七大模块为创业企业提供全流程服务
15 年 11 月	子公司环球产业拟与一九五五资本中国基金公司设立中国基金(总规模约 1.5 亿美元，环球产业出资 1.5 亿美元)，设立基金 1（目标规模 1.5 亿美元，环球产业出资 5,000 万美元），投资有可能在中国实现产业化或商业化的创新型技术公司，重点包括能源和环保、医疗服务、食品和农业、教育、人口老龄化等领域
15 年 12 月	无锡金融投资公司出资 1.2 亿元（首期出资 4,000 万元）参股设立华夏幸福红土一带一路(无锡)创业投资基金，募集 6 亿元，首期募集不低于 2 亿元；公司拟出资 3,928 万元参与华夏幸福红土一带一路(无锡)创业投资基金首期募集
15 年 12 月	以 4.335 亿元战略收购苏州火炬 51% 股权，其为专业的 O2O 园区运营服务商，已在长三角等地区直接运营 23 个实体园区，打造的“O’ Park 园区在线”创业服务平台具有园区线上招商、企业办公、内部运营管理等功能，业务品牌“创客邦”是全国首批获得“国家级创新型孵化器”的众创空间

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 6. 投资建议

国家大力推行 PPP 模式的政策红利下，公司 PPP+产业新城模式已成熟；公司在环京津冀区域已成功卡位，长江经济带和一带一路布局有望乘着政策东风和公司多年积累的经验和资源实现快速扩张；未来随着产业发展、促进与服务、“居住+X”产品模式以及住宅销售的协调共进，公司业绩有望进入加速释放期，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 2.08、2.78 和 3.64，对应当前股价 PE 估值为 11.3X、8.5X、6.5X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 31.2 元。

**风险提示：产业新城开发周期长导致现金流压力。**

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	26,885.5	38,334.7	49,177.7	63,709.1	82,664.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	17,269.2	25,103.4	31,916.3	40,773.8	53,029.2	营业收入增长率	27.7%	42.6%	28.3%	29.5%	29.8%
营业税费	1,866.7	2,709.0	3,396.6	4,441.9	5,771.6	营业利润增长率	41.4%	36.3%	27.7%	36.0%	29.6%
销售费用	953.6	1,236.4	1,789.8	2,211.0	2,847.9	净利润增长率	30.3%	35.7%	28.2%	33.7%	30.7%
管理费用	1,753.5	2,551.6	3,240.4	4,236.7	5,472.0	EBITDA 增长率	38.7%	38.3%	29.5%	35.4%	28.6%
财务费用	28.1	1.3	72.7	130.0	127.5	EBIT 增长率	37.8%	35.6%	28.7%	36.3%	29.2%
资产减值损失	41.0	133.7	87.3	110.5	98.9	NOPLAT 增长率	38.2%	29.5%	29.1%	36.1%	29.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.7%	7.2%	48.6%	23.2%	14.1%
投资和汇兑收益	90.2	303.8	139.6	177.8	207.1	净资产增长率	74.7%	47.3%	40.2%	30.4%	28.1%
<b>营业利润</b>	5,063.7	6,903.0	8,814.1	11,983.0	15,524.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-4.1	45.5	15.6	19.0	26.7	毛利率	35.8%	34.5%	35.1%	36.0%	35.9%
<b>利润总额</b>	5,059.6	6,948.6	8,829.8	12,002.0	15,551.1	营业利润率	18.8%	18.0%	17.9%	18.8%	18.8%
减:所得税	1,258.2	1,961.5	2,472.3	3,374.3	4,363.2	净利润率	13.2%	12.5%	12.5%	12.9%	13.0%
<b>净利润</b>	3,537.5	4,800.8	6,153.7	8,228.5	10,756.5	EBITDA/营业收入	19.4%	18.8%	19.0%	19.8%	19.7%
						EBIT/营业收入	18.9%	18.0%	18.1%	19.0%	18.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	16	19	19	18	16
货币资金	16,193.9	36,801.7	47,210.6	57,338.2	74,397.9	流动营业资本周转天数	280	228	213	233	215
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,185	1,228	1,249	1,251	1,223
应收帐款	6,084.1	9,190.3	8,687.2	15,585.2	15,187.2	应收帐款周转天数	59	72	65	69	67
应收票据	-	1.9	0.8	0.9	2.1	存货周转天数	886	840	817	837	823
预付帐款	2,983.3	2,539.4	5,942.6	4,893.3	8,390.7	总资产周转天数	1,259	1,327	1,356	1,337	1,295
存货	78,316.0	100,621.2	122,658.0	173,483.7	204,558.2	投资资本周转天数	289	275	276	284	259
其他流动资产	4,094.9	4,610.7	2,968.5	3,891.4	3,823.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	528.0	264.0	396.0	330.0	ROE	36.1%	35.5%	26.1%	24.1%	22.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.0%	3.1%	3.2%	3.5%
长期股权投资	17.3	131.0	168.5	218.8	286.0	ROIC	25.8%	17.5%	21.1%	19.3%	20.3%
投资性房地产	421.5	807.4	1,037.9	1,311.0	1,607.6	<b>费用率</b>					
固定资产	1,645.8	2,379.0	2,895.8	3,400.6	3,804.9	销售费用率	3.5%	3.2%	3.6%	3.5%	3.4%
在建工程	1,462.7	2,218.8	2,722.3	3,183.5	3,757.2	管理费用率	6.5%	6.7%	6.6%	6.7%	6.6%
无形资产	455.0	4,512.1	4,456.5	4,353.6	4,262.0	财务费用率	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	2,289.7	4,281.9	2,910.6	3,118.6	3,321.0	三费/营业收入	10.2%	9.9%	10.4%	10.3%	10.2%
<b>资产总额</b>	113,964.2	168,623.4	201,923.5	271,174.8	323,728.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	7,938.0	7,008.4	17,227.8	17,962.3	24,452.7	资产负债率	84.7%	84.8%	82.2%	82.7%	81.5%
应付帐款	15,010.9	22,435.0	22,887.7	35,013.0	41,556.8	负债权益比	555.1%	557.9%	462.1%	478.9%	439.4%
应付票据	2,099.4	1,820.6	1,770.0	3,887.9	3,313.8	流动比率	1.27	1.35	1.43	1.41	1.43
其他流动负债	59,735.2	82,575.4	89,106.5	124,300.4	145,407.1	速动比率	0.35	0.47	0.49	0.45	0.47
长期借款	9,488.6	20,594.6	29,258.8	35,649.7	42,702.8	利息保障倍数	181.38	5,287.91	122.23	93.14	122.80
其他非流动负债	2,295.8	8,559.4	5,747.8	7,518.7	6,283.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	96,567.9	142,993.4	165,998.6	224,331.9	263,716.4	DPS(元)	0.36	-	0.42	0.56	0.73
少数股东权益	7,602.7	12,103.2	12,307.0	12,706.2	13,137.7	分红比率	29.9%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,322.9	2,645.8	2,954.9	2,954.9	2,954.9	股息收益率	1.5%	0.0%	1.8%	2.4%	3.1%
留存收益	8,469.5	10,846.7	20,662.9	31,181.8	43,919.3						
<b>股东权益</b>	17,396.3	25,630.0	35,924.8	46,843.0	60,011.9						
						<b>现金流量表</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
净利润	3,801.4	4,987.1	6,153.7	8,228.5	10,756.5	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	125.1	315.0	449.6	525.7	599.8	EPS(元)	1.20	1.62	2.08	2.78	3.64
资产减值准备	41.0	133.7	-	-	-	BVPS(元)	3.31	4.58	7.99	11.55	15.86
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	19.7	14.5	11.3	8.4	6.5
财务费用	130.3	189.6	72.7	130.0	127.5	PB(X)	7.1	5.1	2.9	2.0	1.5
投资损失	-90.2	-303.8	-139.6	-177.8	-207.1	P/FCF	18.9	3.5	14.7	8.4	4.6
少数股东损益	263.9	186.3	203.8	399.3	431.4	P/S	2.6	1.8	1.4	1.1	0.8
营运资金的变动	-10,597.4	-640.7	-12,447.1	-9,863.6	-7,196.8	EV/EBITDA	14.6	13.6	9.7	7.2	5.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	-4,954.0	7,449.7	-5,706.9	-757.9	4,511.3	CAGR(%)	31.4%	30.9%	33.3%	31.4%	30.9%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,727.5	-5,795.5	-1,075.1	-1,794.8	-1,445.9	PEG	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	12,054.7	19,295.8	17,190.9	12,680.3	13,994.3	ROIC/WACC	4.8	3.3	3.9	3.6	3.8
						REP	0.6	1.0	0.5	0.5	0.4

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

陈天诚声明，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	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@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
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@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