

2016年07月13日

华夏幸福 (600340.SH)

半年收官再创新高、产业新城模式拓展深化

——2016年2季度业绩点评

■事件：公司7月12日公告，16年4-6月公司实现销售额378.08亿元，同比增长94.03%；实现签约销售面积361.48万平米，同比增长96.55%。

■半年收官新高、千亿销售可期：1) 半年收官靓丽销售，规模增速勇夺Top7：公司上半年累计完成销售额584.78亿元，同比增长75.08%；其中2季度实现销售额378.08亿元，同比增长94.03%；2) 销售结构优化，模式成效彰显：公司异地复制成效显著，第二梯队崛起；园区布局区位优势之强劲，未来有望持续为公司业绩增长提供新鲜血液；3) 政策东风辅之执行力，全年千亿销售可期：上半年公司已累计实现销售金额584.78亿元，完成年度销售目标870亿的67.22%。

■区域拓展深化、进军珠三角&印尼：1) 区域拓展珠三角，模式复制更上一层：5月，公司签订整体合作开发建设经营广东省江门高新技术产业开发区、江海区域约定区域合作备忘录，共同打造“产业高度密集、城市功能完善、生态环境优美”的产业新城；2) 产业新城落子海外，助力推进一带一路：公司与ASRI签署《备忘录》，以海外子公司与ASRI共同合作开发位于万丹省唐格朗市的地块。

■模式升级三重奏、助推产业集群：1) 三重奏·一——中标铁路项目：16年5月，公司中标廊涿固保城际铁路项目，此次中标廊涿固保城际铁路项目是公司实现产业新城平台模式优化升级的重大突破；2) 三重奏·二——战略投资OLED产业：16年6月公司子公司华夏幸福光电科技公司、霸州鼎兴园区建设发展有限公司与昆山国显光电公司签署《OLED显示模组项目投资框架协议》；3) 三重奏·三——携手伙伴公司等协同发展：16年7月，公司拟与深圳市伙伴房地产经纪有限公司等签署《业务协同协议》，以求促进共同发展。

■投资建议：公司半年业绩靓丽收官，销售超预期，全年千亿目标可期。产业新城模式已成熟，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与资源实现快速扩张；随着公司廊涿固保城际铁路的承建，有望催化公司环北京区域产业新城的价值兑现。此外，公司产业新城异地复制模式效果显著，并成功进军珠三角及海外印尼市场，未来有望在产业新城业务上实现质的突破，促进平台模式优化升级；战略投资OLED产业、携手伙伴等都将助力公司实现产业集群，未来随着产业发展、促进与服务、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16-18年EPS为2.08、2.78和3.64，对应当前股价PE估值为12.4X、9.3X、7.1X，维持“买入-A”评级，6个月目标价31.2元。

■风险提示：销售不及预期

| (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) | 21.6 | 15.9 | 12.4 | 9.3 | 7.1 |
| 市净率(倍) | 7.8 | 5.7 | 3.2 | 2.2 | 1.6 |
| 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 | 1.4% | 2.1% | 1.6% | 2.2% | 2.8% |

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

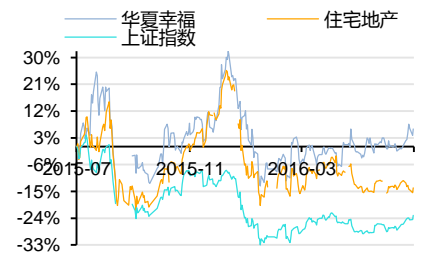
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**31.2元**
股价(2016-07-12) **25.90元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 76,533.12 |
| 流通市值(百万元) | 68,525.17 |
| 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 | 21.71/33.02元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | -1.28 | 5.57 | 29.22 |
| 绝对收益 | 2.9 | 6.42 | 8.15 |

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

- 华夏幸福：促产业孵化、筑幸福城市——华夏幸福 2016-03-30
- 2015年年报点评
- 华夏幸福：携手乐视，导入VR之浩瀚星辰 2015-12-24



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

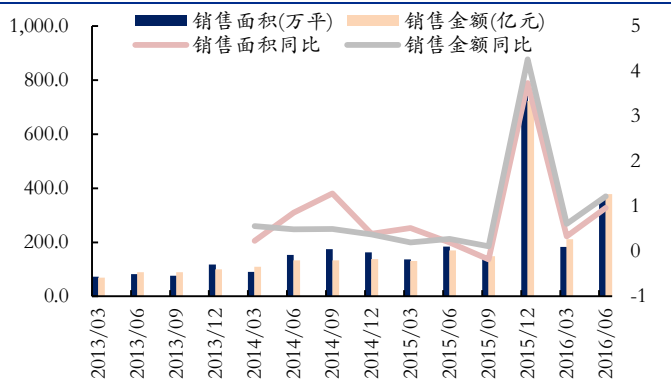
1. 事件

公司7月12日公告，16年4-6月公司实现销售额**378.08亿元**，同比增长**94.03%**；实现签约销售面积**361.48万平方米**，同比增长**96.55%**。

2. 半年收官新高、千亿销售可期

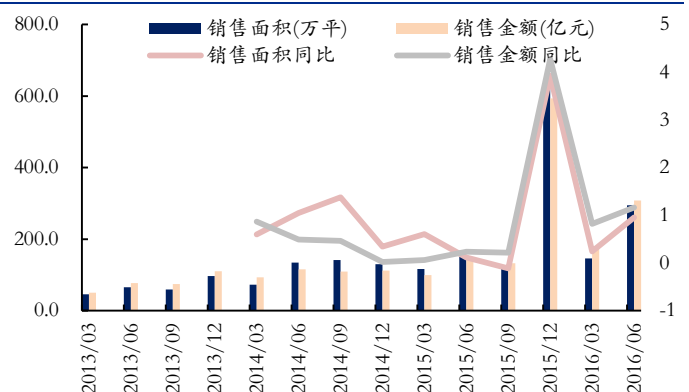
半年收官靓丽销售，规模增速勇夺**Top7**。公司7月12日公告：16年上半年累计完成销售额**584.78亿元**，同比增长**75.08%**，其中，地产开发业务共完成签约销售额**479.60亿元**，同比增长**89.04%**。其中，16年2季度公司实现销售额**378.08亿元**，同比增长**94.03%**；实现销售面积**361.48万平方米**，同比增长**96.55%**；其中产业新城开发建设实现销售额**307.86亿元**，同比增长**84.16%**，实现销售面积**295.06万方**，同比增长**95.84%**；产业新城开发建设的稳健增长显示其模式的优势及未来发展具有的强劲势头；城市地产及其他实现销售额**70.22亿元**，同比大幅增长**153.59%**，实现签约销售面积**66.42万方**，同比增长**99.75%**。半年收官，公司甩下靓丽销售位列房企**TOP7**，相比去年同期提升**3名**，规模增速更是名列前茅，彰显公司大企风范。

图 1：公司整体销售面积&销售额



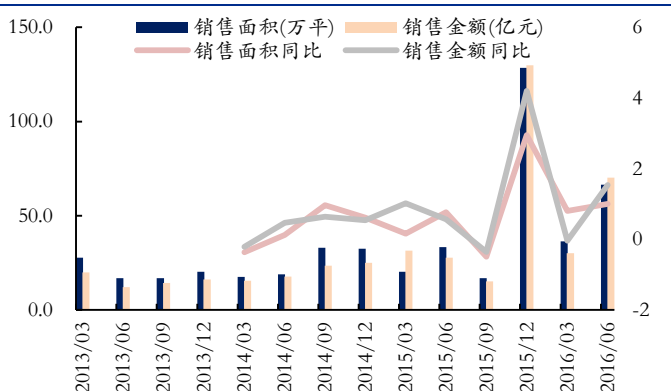
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：产业新城开发建设销售面积&销售额



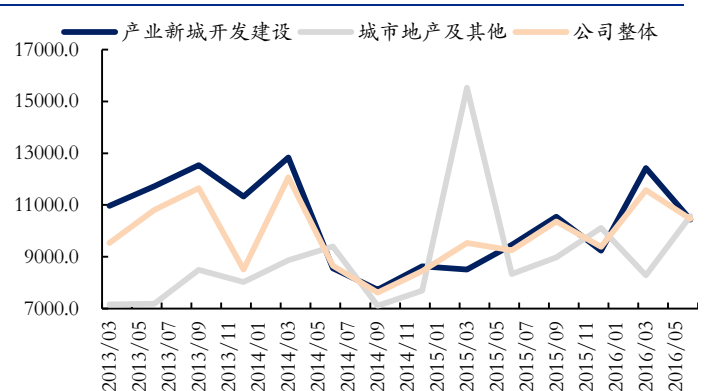
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：城市地产及其他销售面积&销售额



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：销售单价

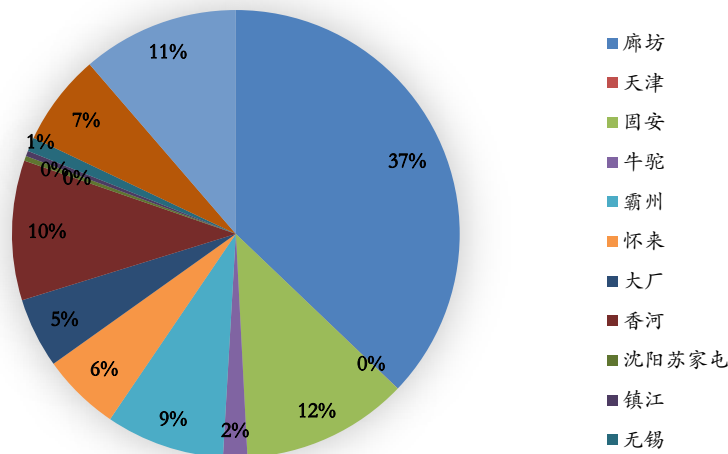


资料来源：wind、安信证券研究中心

销售结构优化，模式成效彰显。16年上半年公司实现销售面积主要为廊坊、固安、永清、香河、霸州、嘉善等第二梯队园区，这些项目共占公司上半年累计销售面积的**80%**，且香河、永清、嘉善、霸州等实现销售额占公司总销售额的**30%**以上。其中，嘉善园区（环上海布局）4-6月份实现销售面积**23.93万平方米**，上半年累计实现销售面积**29.32万平方米**，占公司总销售面积的**5%**，成长之猛，也令其成为环上海区域的产业新城标杆；香河（北京城市副中心

布局) 上半年累计实现销售面积 52.77 万平米, 占公司总销售面积的 10%, 其中区域内的香河孔雀城房地产开发公司权益占比 40%, 主要开发大运河孔雀城六期项目, 第二季度实现销售面积 0.63 万平米, 累计实现销售面积 1.39 万平米, 另外开发的大运河孔雀城英国 4 期、大运河孔雀城 7.1 期、7.3 期, 第二季度实现销售面积 10.62 万平米, 累计实现销售面积 25.55 万平米; 永清区和霸州上半年分别实现累计销售面积 53.76 万平米、32.84 万平米, 分别占比 10%、6%; 且香河、永清和霸州的快速成长也使其顺利成为环北京区域的主要销售贡献点, 足见公司异地复制成效之显著, 园区布局区位优势之强劲, 以及对人口的吸附能力, 未来有望持续为公司业绩增长提供新鲜血液。

图 5: 4-6 月份当期销售面积分布图



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

政策东风辅之执行力, 全年千亿销售可期。公司 16 年全年销售目标为 870 亿元, 16 年 1-6 月份公司已累计实现销售面积 584.78 亿元, 为年度销售目标的 67.22%, 上半年的丰厚业绩除了受益宏观层面上房地产基本面的回暖、政策东风京津冀协同发展的快速推进, 也得益于公司产业新城模式实现成功异地复制。下半年, 随着公司对推盘量及销售力度的提高, 公司有望超额完成全年销售目标, 呈上年终满意卷。

3. 区域拓展深化、进军珠三角&印尼

区域拓展珠三角, 模式复制更上一层楼。16 年 5 月, 公司签订整体合作开发建设经营广东省江门高新技术产业开发区、江海区约定区域合作备忘录, 以期共同打造“产业高度密集、城市功能完善、生态环境优美”的产业新城。此次合作是公司区域拓展的一次开创性进展, 继深耕京津冀、布局长江带后在珠三角开辟疆土的首个产业新城项目。

项目区域分为两部分, 区域一占地面积约 21.2 平方公里, 为胜利南路延长线以东、连海路以西、江中高速、青年河、彩虹路、云沁路以南、会港大道以北。区域二占地面积约 3.6 平方公里, 为江门水道以东、张围河以西、乐民街以南、会港大道以北的江海区行政管辖范围。其中, 区域一为先期启动区, 区域二作为远期规划开发区域。

此次落地球三角, 是公司产业新城模式复制的重大里程碑, 彰显公司开拓能力之强, 更表明公司深耕超大城市周边战略的坚定决心。未来项目的成功建成有望促进江门高新区的科学发展, 加速经济发展, 增强江门高科区产业化聚集能力和辐射带动能力, 助力区域发展, 同时进一步促进公司产业新城业务的纵深和扩张。

图 6：江门高新区



资料来源：互联网、安信证券研究中心

产业新城落子海外，助力推进一带一路。为发挥在产业新城开发运营的优势，并结合 AS 公司身为印尼本地开发商的优势，公司与 ASRI 签署《备忘录》，以海外子公司与 ASRI 共同合作开发位于万丹省唐格朗市的地块，强强联合，以待共同打造一个集产业、住宅和商业为一体的新城，这也将是公司产业新城落地海外的第一子。本次合作区域地处印尼首都雅加达西部的万丹省唐格朗县，距离印尼首都雅加达市中心约 30 公里，距离雅加达国际机场 20 公里，是雅加达附近人口和产业导入的重要节点，顺应当地快速的城镇化和工业化趋势，合作区域未来发展潜力巨大。

政府力行“一带一路”，境外产业园建设是推进“一带一路”的优先领域，公司凭借其丰富的产业新城模式经验及能力，在印尼建立产业新城有望给予海外投资者便利与需求，随着海外新城的落地，合作区域的价值将得到提升，彰显公司异地复制模式的优越性及灵活性。同时在一定程度上也是对国家“一带一路”推行的支持。

图 7：印度尼西亚地理位置



资料来源：互联网、安信证券研究中心

图 8：一带一路路径



资料来源：互联网、安信证券研究中心

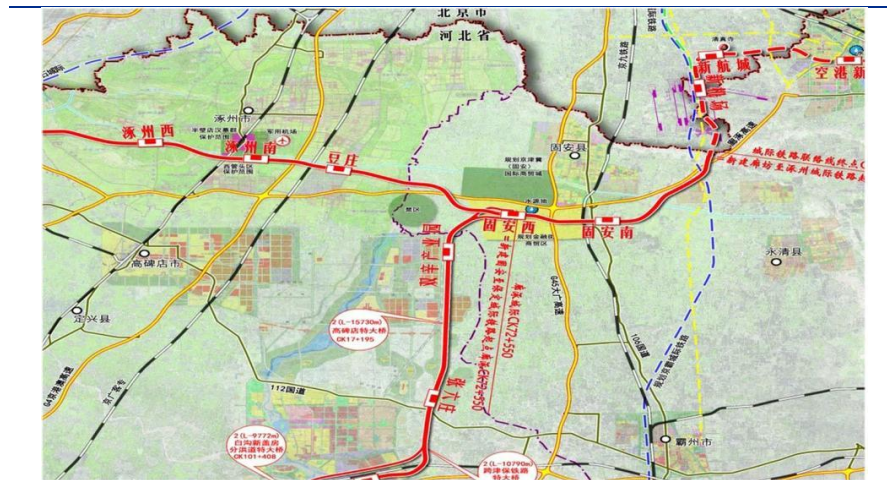
4. 模式升级三重奏、助推产业集群

三重奏·一 —— 中标铁路项目。16 年 5 月，公司中标廊涿固保城际铁路项目，此次中标廊涿固保城际铁路项目是公司实现产业新城平台模式优化升级的重大突破。廊涿固保城际铁路整体呈人字形，其中廊涿城际铁路全长约 102.79 千米，东起廊坊市，向西经北京大兴区、廊坊固安县，终点到保定涿州市。固保城际铁路全程约 110.16 千米，始自廊坊市固安县，

终点到保定市，将与既有京广铁路保定站并站，并修建支线与京广高铁保定东站并站。该项目建成之后，将成为京津冀区域铁路网的重要组成部分，沿线地区通过铁路与保定、廊坊等区域中心城市相互连通，实现与北京、北京新机场等的无缝衔接，促进地区协同发展。

目前，公司已在廊涿固保城际铁路沿线布局超过 1000 平方公里的委托区域面积，伴随城际铁路的建成与开通，公司有望借助此次项目加速铁路沿线产业新城布局，并进一步受益京津冀的协同发展，助力公司香河（北京城市副中心布局）、霸州、永清等环北京布局的产业新城价值的增值兑现，逐渐形成环京南卫星城网络。

图 9：廊涿固保城际铁路项目图



资料来源：互联网、安信证券研究中心

三重奏·二——战略投资 OLED 产业。16 年 6 月公司子公司华夏幸福光电科技公司、霸州鼎兴园区建设发展公司与昆山国显光电公司签署《OLED 显示模组项目投资框架协议》，本次签署框架协议是公司产业发展能力的一次量的升级。目前项目预计总投资约 60 亿元，其中落地投资额约 41.2 亿元，主要生产中高端显示模组产品，拟建设国际先进的显示模组生产线 13 条，项目设计产能为 670 万片/月，项目选址在河北霸州经济开发区，占地 300 亩，建成后预计年主营业务收入 40 亿元以上。

OLED 是继液晶显示之后的新一代主流显示技术，具有自发光、更轻薄、广视角、高清晰、低功耗、响应快、可弯曲等优势，契合智能终端轻薄、节能、柔性的发展趋势，**市场前景较为广阔**。且合作方昆山国显光公司向来积极从事 OLED 项目研究，已在江苏昆山建成我国第一条第 5.5 代 AMOLED 生产线；公司此次与其建立战略合作关系，共同发展 AMOLED 项目，是公司“产业新城+资本驱动”的重大实践，除却有望为公司带来新的利润增长点外，公司参与 OLED 项目的投产，也助力于吸引 OLED 领域上下游企业落户霸州经济开发区，促进产业集群的形成，助力公司在霸州经济开发区打造 OLED 项目产业园。

三重奏·三——携手伙伴公司等协同发展。16 年 7 月，公司拟与深圳市伙伴房地产经纪有限公司等签署《业务协同协议》，以求促进共同发展，助推公司产业新城导入项目资源和产业集群，协议就能力协同、产业协同、载体协同、品牌协同等主要四方面提出相应的要求及合作方式。协议的签署有助于公司产业新城招商能力的提升，增加公司产业新城区域产业发展服务费收入。

表 1：协议内容

| | | |
|------|----------|--|
| 能力协同 | 联合研究 | 伙伴公司和伙伴行向公司指定的下属机构开放资讯中心资源,分享包括但不限于产经动态、产业转移、名企观察、园区动态、投资融资、招商引资、政策法规、土地要闻、智慧园区、文库等在内的最新信息,开展联合研究,共同打造产业资讯平台 |
| | 联合创新 | 公司指定下属机构与伙伴公司、伙伴行共同整合力量,开展数字化转型,共同挖掘“中国工业地产行业数据库”等伙伴行网络技术产品资源,联手打造“中国工业地产行业大数据收集、存储、分析及应用推广中心” |
| | 培训运作 | 伙伴公司根据公司的需求,在项目投资策略、可行性研究、拿地策略、招商策略等项目策划方面整合师资力量、课程资源,每年为公司指定的下属机构提供不少于 6 天的专业培训 |
| 产业协同 | 线上推广 | 伙伴公司与伙伴行应在其旗下中工招商网、各 APP 开设“华夏幸福”专栏,推广华夏幸福产业新城、产业园、孵化器区等信息,并优先向网络客户推广华夏幸福产业载体; 2016-2017 年期间,应推介不少于 300 个招商项目信息,其中成功招引落地应不少于 10 个,总签约投资额应不低于 10 亿元; 2018 年前述各项指标应分别为 500 个招商项目信息、25 个成功招引落地项目、25 亿元的总签约投资额; 2019 年及以后年度,前述各项指标以每年 30% 的速度递增 |
| | 线下推广 | 2016-2018 年期间,伙伴公司应对其深圳、东莞区域门店进行重组和软硬件升级,在珠三角其他区域布局 20 个线下门店;在环北京及长三角区域分别布局 20 个线下门店;在全国其他重点城市布局 50 个线下门店; 2017 年,应通过线下路径为华夏幸福产业新城完成 800 个以上潜在可招商落地或战略合作的产业企业/项目资源储备,实际落地项目 30 个,签约投资额 30 亿元; 2018 年起,上述指标以每年 20% 的速度递增。 |
| | 产业新城 | 协议其他方应协助公司及关联方在华南区域拓展产业新城 |
| 载体协同 | 产业园 | 公司及关联方支持伙伴公司在公司的区域参照市场化模式开展产业园(厂房)运营业务,并在区域内设置孵化器,以整租方式对原有工业物业进行升级改造、重新定位、导入新产业企业 |
| | 孵化器 | |
| 品牌协同 | 线上线下品牌联动 | 伙伴公司、伙伴行应在其旗下包括但不限于中工招商网、中工产业地产等网站、公司 APP 等各类线上渠道,增加华夏幸福品牌元素;伙伴公司线下门店、产业园区、孵化器等增加华夏幸福品牌元素 共同举办峰会论坛 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：伙伴公司情况

| | |
|------|---|
| 公司名称 | 深圳市伙伴房地产经纪有限公司 |
| 注册资本 | 100 万元人民币 |
| 主要业务 | 厂房租售、工业园策划代理及房地产经纪业务 |
| 成立时间 | 2003 年 |
| 目标 | 致力于珠三角区域的制造业产业招商和产业促进,具有较为强大的产业招商/租能力 |
| 优势 | 目前已经构建了从投资咨询、顾问策划、营销推广、招商代理、园区运营的综合服务平台,在深圳、东莞开设了近 70 家线下服务机构,有近千人的招商团队,为超过 100 万家企业客户提供专业的投资办厂选址咨询服务 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：伙伴行情况

| | |
|------|--|
| 公司名称 | 深圳市伙伴行网络科技有限公司 |
| 注册资本 | 100 万元人民币 |
| 主要业务 | 网络技术开发；从事广告业务；计算机技术咨询；国内贸易；经营进出口业务；信息咨询。网络工程；室内外装饰工程设计、施工；信息服务业务 |
| 成立时间 | 2010 年 |
| 目标 | 2010 年进入工业地产互联网行业，致力于打造工业地产网络平台，构建产业大数据平台、招商云计算平台 |
| 优势 | 下属中工招商网目前已积累 200 多万条产业需求数据，百度收录页面超过 200 万条 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本次合作助力公司更高效地为城引产、为产造城，提升产业新城运营能力。其一，伙伴公司致力于珠三角区域的制造业产业招商和产业促进，具有较为强大的产业招商/租能力。通过本次合作，公司可依托伙伴公司在珠三角较强的客户资源和招商能力，为公司在珠三角区域的产业新城导入项目资源和产业集群，加速公司在珠三角区域的业务扩张，实现全国战略布局。

其二，伙伴行则致力打造工业地产网络平台，构建产业大数据平台、招商云计算平台。通过合作，公司可通过伙伴行的产业地产大数据，更准确、有效地把握不同区域企业成长、产业转移的数据有利于全国范围内的规划布局。同时，通过线上服务大平台，产业、资源、空间的匹配将变得更加迅捷。

5. 投资建议

公司半年业绩靓丽收官，销售超预期，全年千亿目标可期。产业新城模式已成熟，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与资源实现快速扩张；随着公司廊涿固保城际铁路的承建，有望催化公司环北京区域产业新城的价值兑现。此外，公司产业新城异地复制模式效果显著，并成功进军珠三角及海外印尼市场，未来有望在产业新城业务上实现质的突破，促进平台模式优化升级；战略投资 OLED 产业、携手伙伴等都将助力公司实现产业集群，未来随着产业发展、促进与服务、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 12.4X、9.3X、7.1X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 31.2 元。

风险提示：销售不达预期

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 |
| 营业收入 | 26,885.5 | 38,334.7 | 49,177.7 | 63,709.1 | 82,664.4 | 成长性 | | | | | |
| 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% |
| 营业利润 | 5,063.7 | 6,903.0 | 8,814.1 | 11,983.0 | 15,524.4 | 利润率 | | | | | |
| 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% |
| 利润总额 | 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% |
| 净利润 | 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% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 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 | 投资回报率 | | | | | |
| 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 | 费用率 | | | | | |
| 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% |
| 资产总额 | 113,964.2 | 168,623.4 | 201,923.5 | 271,174.8 | 323,728.3 | 偿债能力 | | | | | |
| 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 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 96,567.9 | 142,993.4 | 165,998.6 | 224,331.9 | 263,716.4 | DPS(元) | 0.36 | 0.54 | 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% | 33.2% | 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 | 1.4% | 2.1% | 1.6% | 2.2% | 2.8% |
| 留存收益 | 8,469.5 | 10,846.7 | 20,662.9 | 31,181.8 | 43,919.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 17,396.3 | 25,630.0 | 35,924.8 | 46,843.0 | 60,011.9 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 3,801.4 | 4,987.1 | 6,153.7 | 8,228.5 | 10,756.5 | EPS(元) | 1.20 | 1.62 | 2.08 | 2.78 | 3.64 |
| 加:折旧和摊销 | 125.1 | 315.0 | 449.6 | 525.7 | 599.8 | BVPS(元) | 3.31 | 4.58 | 7.99 | 11.55 | 15.86 |
| 资产减值准备 | 41.0 | 133.7 | - | - | - | PE(X) | 21.6 | 15.9 | 12.4 | 9.3 | 7.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 7.8 | 5.7 | 3.2 | 2.2 | 1.6 |
| 财务费用 | 130.3 | 189.6 | 72.7 | 130.0 | 127.5 | P/FCF | 20.8 | 3.9 | 16.2 | 9.2 | 5.1 |
| 投资损失 | -90.2 | -303.8 | -139.6 | -177.8 | -207.1 | P/S | 2.8 | 2.0 | 1.6 | 1.2 | 0.9 |
| 少数股东损益 | 263.9 | 186.3 | 203.8 | 399.3 | 431.4 | EV/EBITDA | 14.6 | 13.6 | 10.5 | 7.7 | 5.7 |
| 营运资金的变动 | -10,597.4 | -640.7 | -12,447.1 | -9,863.6 | -7,196.8 | CAGR(%) | 31.4% | 30.9% | 33.3% | 31.4% | 30.9% |
| 经营活动产生现金流量 | -4,954.0 | 7,449.7 | -5,706.9 | -757.9 | 4,511.3 | PEG | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -2,727.5 | -5,795.5 | -1,075.1 | -1,794.8 | -1,445.9 | ROIC/WACC | 4.6 | 3.1 | 3.8 | 3.5 | 3.6 |
| 融资活动产生现金流量 | 12,054.7 | 19,295.8 | 17,190.9 | 12,680.3 | 13,994.3 | REP | 0.6 | 1.0 | 0.6 | 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 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@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 |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 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 |
| | 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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034