

## 华夏幸福 (600340.SH)

## 公司快报

### 深耕产业新城，园区住宅销售超预期

#### 投资要点

- 园区住宅配套销售同比增长 118% 表现超预期**：公司公布二季度销售数据，2Q2016 完成销售额 378.08 亿元，yoy+94.03%；签约销售面积 361.48 万平方米，yoy+96.55%，总体表现超出预期。超预期主要来自于产业园区配套住宅，Q2 配套住宅销售额录得 257.08 亿元，yoy 增 118.70%，一线城市房价上涨的确对周边房价形成明显带动，卫星城战略取得显著成效；并且，公司在传统城市地产业务也取得了不错表现，Q2 签约销售额 67.18 亿元，yoy 增长 159.48%，除此之外，二季度土地整理、产业服务等园区结算收入额约为 50.78 亿元，同比增长 2.34%，表现较为稳定。
- 借助产业园区建设，发展园区配套住宅，打造产业新城**：华夏幸福是产业新城运营方面的龙头企业，公司以园区发展服务为基础，并以园区配套住宅开发销售作为其主要营收来源。从地理位置上来看，公司主要打造环北京卫星城，并逐步将业务拓展至环上海和珠三角一带。公司部署超一线城市周边，主要是看好其人口的溢出效应和其周边高新技术产业的发展趋势。我们认为在地价居高不下房企毛利被压缩的大环境下，一线城市卫星城的建造成本相对较低，同时在国家发展高新技术产业趋势的推动下超一线城市卫星城能够有较快的发展空间，目前的宏观背景有利于华夏幸福这种产业新城龙头企业的快速成长。
- 产业新城建设驾轻就熟，产业发展服务推升盈利能力**：公司深耕固安、大厂等产业新城建设十余年，积累了丰富的经验，也成为 PPP 业务模式的典范企业，15 年华夏幸福在固安的 PPP 模式获得了国务院赞誉。其在产业新城建设方面的良好口碑，有效提升了其自身与政府的谈判议价能力，其园区内基础设施设置建设、土地整理加成收益从过去的 10%提高到了现在的 15%。在园区产业发展服务方面，公司可获得园区内新增落地投资额的 45%，其毛利率始终稳定在 95%以上。高毛利有效驱动了利润的发展：2015 年公司产业发展服务营收占比仅 17%，但其毛利占比却高达 45%，该业务相对受房地产市场影响较小，未来在房地产大周期走弱的背景下，产业发展服务可成为公司增的有效利润增长点。
- 住宅配套形成协同效应，助推业绩成长**：随着产业园区发展的日益完善，园区周边配套逐步成熟，园区周围的住宅价值优势凸显。相对中心城区，园区住宅价格有显著优势，并且受惠于京津冀发展，其区位优势也将日益显著，无论对于园区内工作人群或是一线城市溢出人群，均具备相当吸引力。事实上，从销售数据也反映出，公司目前销售额大部分的确是来自于配套住宅板块。此外，公司 5 月份中标参与廊涿固保城际铁路建设，未来随着公司在城际轨交建设方面逐渐取得主动权，产业新城与一线发达地区的交通问题可有效缓解，将助力产业新城发展提速。
- 有效利用资源优势，布局高新技术产业**：近期我们看到公司投资 50 亿元布局 OLED 产业、与千方科技签署战略合作协议投资智慧交通、与北影、清华大学合作引入研发机构，与工信部合作发展跨境电商，收购火炬公司加速创投领域孵化的发展等一系列动作，源于公司多年的产业新城开发经验，聚集了包括文化、电商、高新技术开发等多领域优质企业资源，不仅有助于提升其在产业园区发展服务方面的竞争力和可

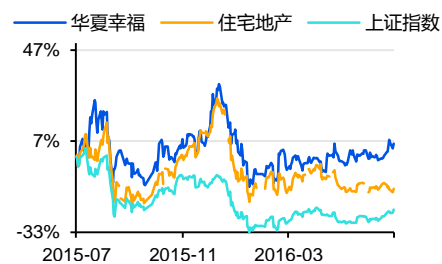
房地产 | 住宅地产 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	10.50 元
股价(2016-07-13)	25.91 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

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.28	5.57	29.51
绝对收益	2.9	6.42	8.15

#### 分析师

王刚  
SAC 执业证书编号：S0910515070001  
wanggang@huajinsc.cn  
021-20655693

#### 联系人

王洁婷  
021-20655763

#### 相关报告

持续发展能力，还为公司自身未来的转型升级或者多产业经营创造了有利的条件，为公司未来的发展提供了想象空间。

◆ **投资建议：**我们预测在其强劲的销售带动下，结算营收有望同步增长，未来两年的业绩有较大保障。预计 2016/2017 年公司营业收入分别为 540、730 亿元，对应归母净利润分别为 71、94 亿元，同比分别增长 47%、33%，对应 2016/2017 年 EPS 分别为 2.67 和 3.57 元，目前股价对应 2016/2017 PE 分别为 9.3、7.0X。公司估值不高，产业模式优于传统房地产企业，有望在房地产大周期下取得不错表现，且其短期销售的确出色，给予增持-B 建议，6 个月目标价 32 元。

◆ **风险提示：**房地产超预期下行，公司产业新城进展不达预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	26,885.5	38,334.7	54,042.1	72,956.9	97,032.6
同比增长(%)	27.7%	42.6%	41.0%	35.0%	33.0%
营业利润(百万元)	5,063.7	6,903.0	9,735.4	13,186.0	17,311.1
同比增长(%)	41.4%	36.3%	41.0%	35.4%	31.3%
净利润(百万元)	3,537.5	4,800.8	7,078.8	9,445.5	12,501.9
同比增长(%)	30.3%	35.7%	47.5%	33.4%	32.4%
每股收益(元)	1.20	1.62	2.68	3.57	4.73
PE	20.8	15.4	9.3	7.0	5.3
PB	7.5	5.5	3.5	2.6	1.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

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	54,042.1	72,956.9	97,032.6	年增长率					
减:营业成本	17,269.2	25,103.4	35,290.4	47,426.5	63,327.6	营业收入增长率	27.7%	42.6%	41.0%	35.0%	33.0%
营业税费	1,866.7	2,709.0	3,732.6	5,086.7	6,774.8	营业利润增长率	41.4%	36.3%	41.0%	35.4%	31.3%
销售费用	953.6	1,236.4	1,966.8	2,532.0	3,342.9	净利润增长率	30.3%	35.7%	47.5%	33.4%	32.4%
管理费用	1,753.5	2,551.6	3,358.1	4,716.0	6,253.5	EBITDA 增长率	38.7%	38.3%	40.8%	34.7%	30.4%
财务费用	28.1	1.3	35.8	108.4	138.2	EBIT 增长率	37.8%	35.6%	41.5%	36.1%	31.3%
资产减值损失	41.0	133.7	62.6	79.1	91.8	NOPLAT 增长率	38.2%	29.5%	47.9%	36.1%	31.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.7%	7.2%	86.9%	1.8%	44.1%
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%	20.8%	23.8%	25.5%
营业利润	5,063.7	6,903.0	9,735.4	13,186.0	17,311.1	盈利能力					
加:营业外净收支	-4.1	45.5	15.6	19.0	26.7	毛利率	35.8%	34.5%	34.7%	35.0%	34.7%
利润总额	5,059.6	6,948.6	9,751.0	13,205.0	17,337.8	营业利润率	18.8%	18.0%	18.0%	18.1%	17.8%
减:所得税	1,258.2	1,961.5	2,437.7	3,301.3	4,334.4	净利润率	13.2%	12.5%	13.1%	12.9%	12.9%
净利润	3,537.5	4,800.8	7,078.8	9,445.5	12,501.9	EBITDA/营业收入	19.4%	18.8%	18.8%	18.7%	18.4%
						EBIT/营业收入	18.9%	18.0%	18.1%	18.2%	18.0%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	84.7%	84.8%	83.0%	84.3%	84.3%
货币资金	16,193.9	36,801.7	4,323.4	5,836.5	7,762.6	负债权益比	555.1%	557.9%	487.1%	535.0%	535.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.27	1.35	1.20	1.15	1.24
应收帐款	6,084.1	9,190.3	8,642.6	17,063.4	17,893.4	速动比率	0.35	0.47	0.16	0.16	0.17
应收票据	-	1.9	0.9	1.1	2.5	利息保障倍数	181.38	5,287.9	272.82	122.61	126.28
预付帐款	2,983.3	2,539.4	6,832.6	5,768.3	10,090.2	营运能力					
存货	78,316.0	100,621.2	146,262.2	198,197.9	253,260.4	固定资产周转天数	16	19	15	11	7
其他流动资产	4,094.9	4,610.7	2,968.5	3,891.4	3,823.6	流动营业资本周转天数	280	228	237	247	236
可供出售金融资产	-	528.0	176.0	234.7	312.9	流动资产周转天数	1,185	1,228	1,075	986	971
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	59	72	59	63	65
长期股权投资	17.3	131.0	131.0	131.0	131.0	存货周转天数	886	840	822	850	837
投资性房地产	421.5	807.4	807.4	807.4	807.4	总资产周转天数	1,259	1,327	1,167	1,049	1,018
固定资产	1,645.8	2,379.0	2,234.6	2,090.1	1,945.7	投资资本周转天数	289	275	290	282	261
在建工程	1,462.7	2,218.8	2,218.8	2,218.8	2,218.8	费用率					
无形资产	455.0	4,512.1	4,280.1	4,048.1	3,816.1	销售费用率	3.5%	3.2%	3.6%	3.5%	3.4%
其他非流动资产	2,289.7	4,281.9	2,930.4	3,170.6	3,424.5	管理费用率	6.5%	6.7%	6.2%	6.5%	6.4%
资产总额	113,964.2	168,623.4	181,808.4	243,459.2	305,488.8	财务费用率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	7,938.0	7,008.4	15,903.2	14,491.4	17,107.0	三费/营业收入	10.2%	9.9%	9.9%	10.1%	10.0%
应付帐款	15,010.9	22,435.0	21,730.5	42,952.5	43,743.2	投资回报率					
应付票据	2,099.4	1,820.6	2,149.6	4,431.4	4,168.8	ROE	36.1%	35.5%	38.0%	37.0%	35.9%
其他流动负债	59,735.2	82,575.4	101,386.4	138,153.0	171,882.3	ROA	3.3%	3.0%	4.0%	4.1%	4.3%
长期借款	9,488.6	20,594.6	5,249.2	-	14,463.5	ROIC	25.8%	17.5%	24.2%	17.6%	22.7%
其他非流动负债	2,295.8	8,559.4	4,424.9	5,093.4	6,025.9	分红指标					
负债总额	96,567.9	142,993.4	150,843.8	205,121.7	257,390.7	DPS(元)	0.36	0.48	0.60	0.98	1.25
少数股东权益	7,602.7	12,103.2	12,325.9	12,776.6	13,266.9	分红比率	29.9%	29.8%	22.3%	27.3%	26.5%
股本	1,322.9	2,645.8	2,645.8	2,645.8	2,645.8	股息收益率	1.4%	1.9%	2.4%	3.9%	5.0%
留存收益	8,469.5	10,846.7	15,992.9	22,915.2	32,185.5						
股东权益	17,396.3	25,630.0	30,964.6	38,337.5	48,098.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,801.4	4,987.1	7,078.8	9,445.5	12,501.9	EPS(元)	1.20	1.62	2.68	3.57	4.73
加:折旧和摊销	125.1	315.0	376.5	376.5	376.5	BVPS(元)	3.31	4.58	7.04	9.66	13.16
资产减值准备	41.0	133.7	-	-	-	PE(X)	20.8	15.4	9.3	7.0	5.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	5.5	3.5	2.6	1.9
财务费用	130.3	189.6	35.8	108.4	138.2	P/FCF	20.0	3.7	-2.0	16.3	13.4
投资损失	-90.2	-303.8	-139.6	-177.8	-207.1	P/S	2.7	1.9	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	263.9	186.3	234.4	458.3	501.4	EV/EBITDA	9.9	11.5	10.3	7.2	6.4
营运资金的变动	-10,597.4	-640.7	-25,376.7	-1,630.0	-26,040.9	CAGR(%)	37.6%	37.6%	39.6%	37.6%	37.6%
经营活动产生现金流量	-4,954.0	7,449.7	-17,790.8	8,580.9	-12,730.0	PEG	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-2,727.5	-5,795.5	657.9	-59.5	192.6	ROIC/WACC	3.5	2.4	3.3	2.4	3.1
融资活动产生现金流量	12,054.7	19,295.8	-15,345.4	-7,008.2	14,463.5						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

## 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

王刚声明，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**

华金证券有限责任公司（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：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com