

华夏幸福 (600340.SH)

公司快报

房地产 | 住宅地产 III

增持-B(维持)

投资评级

6个月目标价

32元

股价(2016-08-18)

26.69元

交易数据

总市值(百万元)

78,246.99

流通市值(百万元)

70,059.71

总股本(百万股)

2,954.95

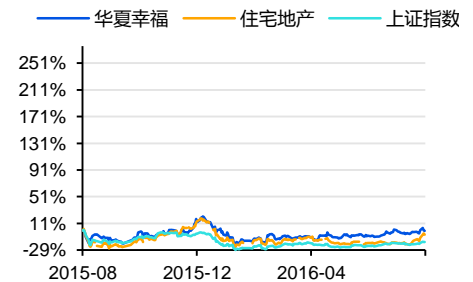
流通股本(百万股)

2,645.76

12个月价格区间

19.97/34.38元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.78	3.14	12.99
绝对收益	-0.97	12.49	-9.15

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

华夏幸福: 深耕产业新城, 园区住宅销售超预期
2016-07-14

产业新城多地播种, 园区服务再上一层

投资要点

- ◆ **营业增速一般但销售业绩喜人**: 2016年8月17日公司发布2016年半年报, 公司上半年销售业绩喜人, 销售额584.34亿元, 同比增74.95%。公司实现营业收入176.05亿元, 同比增加4.34%, 增速很一般。公司营业利润55.95亿元, 同比增30.91%, 归属于上市公司股东的扣非净利润为39.57亿元, 同比增33.02%。销售毛利率升12.35个百分点至50.32%, 资产负债率下降1.99个百分点至84.6%, 但因业务拓展速度加快, 部分业绩未被释放, 公司资产周转率明显降低。
- ◆ **产业发展服务增长迅速**: 今年上半年公司产业发展服务营业收入76.59亿元, 同比大增69.45%, 占公司总营业收入44%, 明显高于去年同期的27%。公司投资运营的园区新增签约入园企业212家, 比去年多增147家; 新增签约投资额约为581.53亿元, 比去年增129%。截止报告期末, 公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约为1,129.92万平方米, 比去年增217.27万平方米。公司近年来致力于产业发展服务的升级, 和高科技龙头企业开展合作提高产业平台孵化能力。公司快速扩张的产业园区建设和园区住宅配套的薄利多销策略相互配合, 将有利于公司营业收入的稳步提升。
- ◆ **分项毛利下滑, 但整体毛利上升**: 分产品来看, 公司产业发展服务增速较快, 但其分项毛利率因快速扩张和土地价格上涨而受到影响, 为93.13%, 较去年年末下降1.88个百分点, 且呈逐年下降趋势。同时, 园区配套住宅毛利水平明显下降, 为25.94%, 较去年末降低4.52个百分点。虽然半年报园区配套住宅毛利下滑, 但因业绩未被释放, 园区配套住宅在公司总营业收入中占比低于产业发展服务因而公司整体毛利率并未降低, 反而明显被占比上升的产业发展服务拉高。然而随着下半年园区被套住宅业绩的释放, 公司全年毛利水平会较半年报明显下降。不过, 总体来看, 公司全年分项毛利会受到影响, 但因产业发展服务占比逐年增大, 超高的毛利率或抬升公司整体毛利水平。
- ◆ **深耕京津冀, 全国多地撒种**: 2016年上半年公司持续深耕京津冀, 积极开拓长江经济带、布局“一带一路”、珠三角等热点区域, 区域扩展不断深化。公司响应《长江经济带发展规划纲要》, 根据该《纲要》, 长江流域的铁路、公路、航空、油气管道等项目实施将稳步推进, 有望在2020年形成“水铁空管”五位一体的立体交通走廊。2016年上半年, 公司完成四川省眉山市彭山区、安徽省六安市舒城县、南京市溧水区三个产业新城项目正式合作协议的签署, 并与浙江省湖州市南浔区人民政府签署合作备忘录。至此, 公司共计在长江经济带上布局十余座产业新城。根据2016年半年报, 公司房地产开发投资项目用地总面积较15年全年上涨26.28%。虽然京津冀地区营业收入比去年上升而嘉善明显下降32%, 但长三角区域房地产开发投资项目用地面积和土地储备均较去年末上升超过30%, 未来长三角业绩依然存在较大的释放空间。公司将受益于长江流域基础建设的快速发展, 同时, 高科技产业园区的打造符合国家对长江流域绿色低碳发展道路指引。公司在长江流域的布局顺应时事, 符合政策导向, 能够帮助公司产业新城形成良好的发展格局。
- ◆ **融资便利, 利于公司业务拓展**: 2016年我国利率水平下降, 房地产债券收益率明显下跌, 利于房地产公司财务状况。半年报显示, 公司资产负债率84.6%, 较去年同期下降1.99个百分点, 较上年度末下降0.2个百分点。公司流动比率和速冻比率均有所上升, 体现公

司偿债能力提升。公司融资平均利息率为 6.99%，明显低于去年同期 9.72%。介于国际流动性较宽松，我国资产荒愈发严重，优质信贷匮乏，在没有出现大的风险性事件的前提下，房地产公司贷款利率能够长期维持低位，有利于公司的快速发展。

◆ **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 530.26 和 695.70 亿元，对应归母净利润分别为 65.95 和 83.05 亿元，同比分别增长 37%和 26%，对应 2016/2017 年 EPS 分别为 2.49 和 3.14 元，目前股价对应 2016/2017 PE 分别为 10.63、8.43X。给予买入-B 建议，维持 6 个月目标价 32 元。

◆ **风险提示：**

1、公司半年报持有待开发土地面积较去年末减少 25%，地价飞涨而土地储备不足影响后期经营。

表 1：华夏幸福半年报业绩摘要

单位:万元	2016-06-30	2015-06-30	2014-06-30	2013-06-30
营业收入	1,760,483.5	1,687,224.3	1,138,248.9	878,436.8
同比(%)	4	7	8	9
营业利润	559,505.21	427,394.27	364,750.96	233,498.9
同比(%)	30.91	17.17	56.21	40.26
归属母公司股东的净利润	395,655.87	303,080.25	230,103.69	176,922.5
同比(%)	30.54	31.71	30.06	40.37
扣非后归属母公司股东的净利润	378,482.35	284,528.38	229,432.36	176,882.5
同比(%)	33.02	24.01	29.71	40.46
销售毛利率(%)	50.32	37.97	45.79	40.20
资产负债率(%)	84.60	86.59	86.92	89.55
资产周转率(倍)	0.09	0.13	0.13	0.17
EPS(稀释)	1.36	1.15	1.74	2.01

资料来源：WIND 资讯、华金证券研究所

表 2：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	53,025.8	69,569.9	90,440.8
同比增长(%)	27.7%	42.6%	38.3%	31.2%	30.0%
营业利润(百万元)	5,063.7	6,903.0	9,068.8	11,591.6	15,446.4
同比增长(%)	41.4%	36.3%	31.4%	27.8%	33.3%
净利润(百万元)	3,537.5	4,800.8	6,594.9	8,305.0	11,157.3
同比增长(%)	30.3%	35.7%	37.4%	25.9%	34.3%
每股收益(元)	1.20	1.62	2.49	3.14	4.22
PE	20.8	15.4	10.0	8.0	5.9
PB	7.5	5.5	3.6	2.7	2.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

表 3：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	53,025.8	69,569.9	90,440.8	年增长率					
减:营业成本	17,269.2	25,103.4	35,103.1	46,194.4	59,716.5	营业收入增长率	27.7%	42.6%	38.3%	31.2%	30.0%
营业税费	1,866.7	2,709.0	3,662.4	4,850.6	6,314.5	营业利润增长率	41.4%	36.3%	31.4%	27.8%	33.3%
销售费用	953.6	1,236.4	1,929.8	2,414.4	3,115.8	净利润增长率	30.3%	35.7%	37.4%	25.9%	34.3%
管理费用	1,753.5	2,551.6	3,295.0	4,497.0	5,828.7	EBITDA 增长率	38.7%	38.3%	31.6%	27.4%	32.0%
财务费用	28.1	1.3	43.7	120.6	134.3	EBIT 增长率	37.8%	35.6%	32.0%	28.5%	33.0%
资产减值损失	41.0	133.7	62.6	79.1	91.8	NOPLAT 增长率	38.2%	29.5%	37.9%	28.5%	33.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.7%	7.2%	91.8%	-1.3%	37.3%
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%	19.3%	21.2%	23.5%
营业利润	5,063.7	6,903.0	9,068.8	11,591.6	15,446.4	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%	33.8%	33.6%	34.0%
利润总额	5,059.6	6,948.6	9,084.4	11,610.6	15,473.1	营业利润率	18.8%	18.0%	17.1%	16.7%	17.1%
减:所得税	1,258.2	1,961.5	2,271.1	2,902.7	3,868.3	净利率	13.2%	12.5%	12.4%	11.9%	12.3%
净利润	3,537.5	4,800.8	6,594.9	8,305.0	11,157.3	EBITDA/营业收入	19.4%	18.8%	17.9%	17.4%	17.6%
						EBIT/营业收入	18.9%	18.0%	17.2%	16.8%	17.2%
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%	84.2%	83.9%
货币资金	16,193.9	36,801.7	4,242.1	5,565.6	7,235.3	负债权益比	555.1%	557.9%	488.8%	532.5%	521.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.27	1.35	1.21	1.15	1.23
应收帐款	6,084.1	9,190.3	8,307.2	16,205.3	16,376.7	速动比率	0.35	0.47	0.16	0.16	0.17
应收票据	-	1.9	0.9	1.0	2.3	利息保障倍数	181.38	5,287.9	208.29	97.11	116.00
预付帐款	2,983.3	2,539.4	6,782.8	5,490.6	9,463.5	营运能力					
存货	78,316.0	100,621.2	144,951.8	190,559.5	235,155.6	固定资产周转天数	16	19	16	11	8
其他流动资产	4,094.9	4,610.7	2,968.5	3,891.4	3,823.6	流动资产周转天数	280	228	247	263	244
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	1,090	1,006	983
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	834	868	847
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	1,184	1,072	1,033
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	300	299	271
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	180,031.5	234,414.2	284,713.1	财务费用率	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
短期债务	7,938.0	7,008.4	15,802.3	15,233.2	17,487.7	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	21,496.1	41,506.5	40,245.6	投资回报率					
应付票据	2,099.4	1,820.6	2,128.5	4,281.5	3,828.3	ROE	36.1%	35.5%	36.1%	34.1%	34.2%
其他流动负债	59,735.2	82,575.4	98,455.6	131,236.3	159,698.6	ROA	3.3%	3.0%	3.8%	3.7%	4.1%
长期借款	9,488.6	20,594.6	7,150.6	-	11,644.5	ROIC	25.8%	17.5%	22.5%	15.1%	20.4%
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	149,458.0	197,350.9	238,930.6	DPS(元)	0.36	0.48	0.56	0.86	1.12
少数股东权益	7,602.7	12,103.2	12,310.7	12,706.9	13,144.5	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%	2.2%	3.4%	4.5%
留存收益	8,469.5	10,846.7	15,617.1	21,710.6	29,992.3						
股东权益	17,396.3	25,630.0	30,573.5	37,063.3	45,782.5						
						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	6,594.9	8,305.0	11,157.3	EPS(元)	1.20	1.62	2.49	3.14	4.22
加:折旧和摊销	125.1	315.0	376.5	376.5	376.5	BVPS(元)	3.31	4.58	6.90	9.21	12.34
资产减值准备	41.0	133.7	-	-	-	PE(X)	20.8	15.4	10.0	8.0	5.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	5.5	3.6	2.7	2.0
财务费用	130.3	189.6	43.7	120.6	134.3	P/FCF	20.0	3.7	-2.0	18.3	15.1
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	218.4	403.0	447.5	EV/EBITDA	9.9	11.5	11.2	8.2	7.0
营运资金的变动	-10,597.4	-640.7	-26,867.4	122.2	-22,075.9	CAGR(%)	31.8%	32.5%	36.4%	31.8%	32.5%
经营活动产生现金流量	-4,954.0	7,449.7	-19,773.5	9,149.4	-10,167.4	PEG	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-2,727.5	-5,795.5	657.9	-59.5	192.6	ROIC/WACC	3.6	2.4	3.1	2.1	2.8
融资活动产生现金流量	12,054.7	19,295.8	-13,444.0	-7,766.3	11,644.5						

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 一正常风险，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 一较高风险，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.huajinsc.cn