

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 业绩靓丽，锁定2年以上的结算来源

公司公告 2016 年三季报，1-9 月实现营收 254.86 亿元同比+1.82%，归母净利润 46.03 亿元同比+22.32%。EPS1.58 元+11.27%，ROE21.83%同比降低 8.4 个百分点。

### 投资要点：

- 销售业绩靓丽，经营业绩稳健增长，锁定 2 年以上的业绩。1-9 月实现营收 254.86 亿元同比+1.82%，归母净利润 46.03 亿元同比+22.32%，产业发展服务收入大幅增长且毛利率超 90%，使得利润增速超过营收。上半年产业发展服务实现收入 76.59 亿元同比大幅增长 69.4% (2015 年同比增长 26.7%)，实现毛利 71.33 亿元同比大幅增长 64.6%。到 3 季度末应收账款 (主要含应收政府园区结算款) 较年初增长 53 亿元达到 124.7 亿元，根据历史情况看政府基本上不会拖欠，从而对利润增长锁定性非常强。到 9 月底房地产开发预收款高达 1061 亿元较年初增 57.7%，基本锁定未来 2 年的结算。今年 1-9 月签约销售 893 亿元同比增幅 90%，销售面积 731 万方同比增 57.5%，均价 1.22 万；其中园区结算额 125 亿元同比增 43%；配套住宅 593 亿元同比增 92%；城市地产 169 亿元同比增 147%。前三季度销售额已超越 15 年全年的 723 亿元以及年初公司目标 870 亿元，全年预计 1100-1200 亿元同比增 52%-66%，在去年增长 50%的基础上再保持超高增长。
- 净负债率持续下降，集中年底结算加上业务扩张三费增加。至 9 月底货币资金 407 亿元、超短债 249 亿元，资产负债率 119%较 15 年底上升 34 个百分点，净负债率 69%较上年同期下降 32 个百分点，扣除预收款负债率仅 56%。三费占比 16.1% 同比提高 7.2 个百分点，主要是结算集中于年底以及业务扩张薪酬、咨询费、无形资产摊销和俱乐部运营等费用增长幅度较大所致。
- PPP 产业新城模式再度受国家级认可，量变积累到质变。10 月财政部联合教育部、科技部等 20 个部委共同发布的第三批政府和社会资本合作示范项目中，“河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发 PPP 项目”及“南京市溧水区产业新城项目”双双入选，合计投资额 183 亿元。继《人民日报》专题报道华夏幸福在固安实施 PPP 的成功经验之后，近日《光明日报》以《PPP 重在引产业》、《经济日报》以《PPP 项目助力产城融合》为题，报道肯定了公司的 PPP 模式和实践做法。我们认为，公司的 PPP 产业新城模式具备独特优越性，已形成了对手难以复制的壁垒，并逐步在全国快速复制完成从 1 到 10 到 100 的扩张。公司也具备了快速扩张的操盘能力，这种模式受到国内国际的认可，海外项目落址印尼，并与印度、越南、埃及等签署合作协议。而与美国康威国际的合作、与中国商务部投资促进事务局签署投资促进合作意向书，针对服务“一带一路”国家战略，将招商和产业新城建设的实践扩展到了全球范围。
- 中国的后城镇化是城市群化进程，发展潜力将集中于人口和资源沿轨道交通向核心城市及其周边集聚形成的经济圈和经济带，五大国家级城市群，特别是京、沪、广深几个超大城市周边的卫星城将有大的发展机遇。公司目前累计受托开发区域超过 3700km<sup>2</sup>，且主要分布于北上广深、武汉和成渝等核心城市周边国家级城市群，是未来人口、资源向核心城市及周边聚集最受益区域。
- 公司已经并将继续完成围绕核心城市圈的区域卡位，其独特的产业新城模式得到固安的实践检验并在全中国初步成功复制。志在千里，大有可为，产业新城加速扩张，业绩与估值双赢。作为独特的园区开发运营商投资价值有别于传统房企，长期价值发掘与提升值得期待。预测 16-18 EPS 2.17/2.85/3.66 元，对应 PE13/10/8 倍，公司业务发展迅猛，盈利将再超预期。6 个月目标价 35 元，再次“强烈推荐”。
- 风险提示：京津冀一体化不及预期，超调影响销售；布局及投资过大的风险。

### 作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35

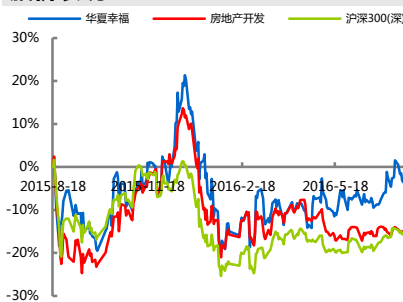
当前股价： 28.16

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	2,955
流通股本(百万股)	2,646
总市值(亿元)	832
流通市值(亿元)	745
成交量(百万股)	20.05
成交额(百万元)	571.61

### 股价表现



### 相关报告

《华夏幸福-PPP 大单量变到质变，价值发掘蓄势待发》2016-10-14

《华夏幸福-嫁接全球顶尖资源，产业服务国际化重要升级》2016-10-12

《华夏幸福-粤蜀再下两城，PPP 产业新城舍我其谁》2016-09-01

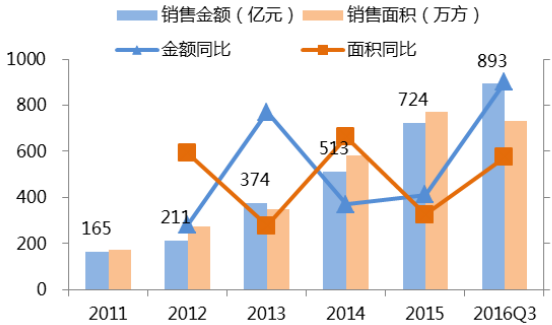
## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	38335	49287	61137	73988
收入同比(%)	43%	29%	24%	21%
归属母公司净利润	4801	6419	8434	10815
净利润同比(%)	36%	34%	31%	28%
毛利率(%)	34.5%	36.0%	37.2%	37.1%
ROE(%)	35.5%	25.3%	26.4%	26.9%
每股收益(元)	1.62	2.17	2.85	3.66
P/E	17.33	12.96	9.87	7.69
P/B	6.15	3.27	2.61	2.07
EV/EBITDA	14	10	8	7

资料来源：中国中投证券研究总部

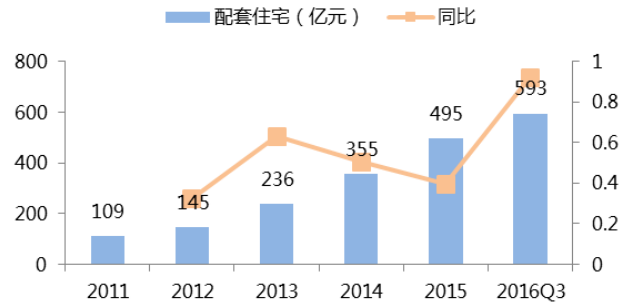
附：公司主要经营指标

图 1 整体销售



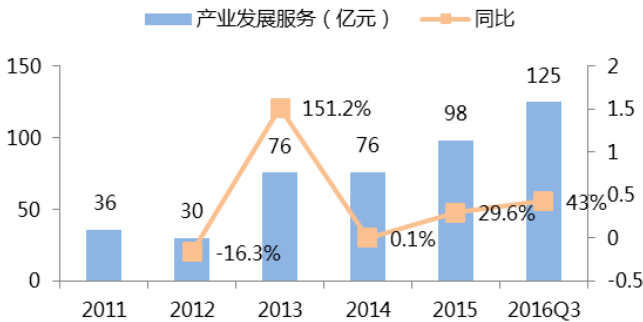
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 配套住宅签约销售额



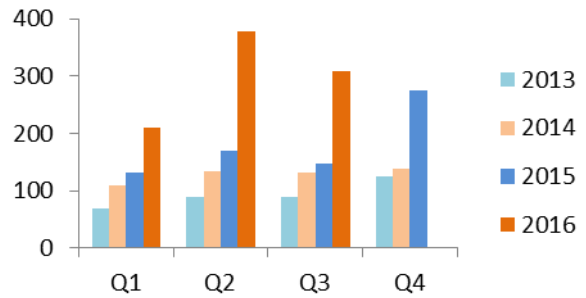
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 产业发展服务



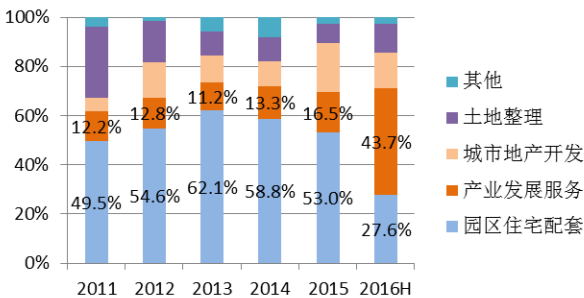
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 单季销售金额



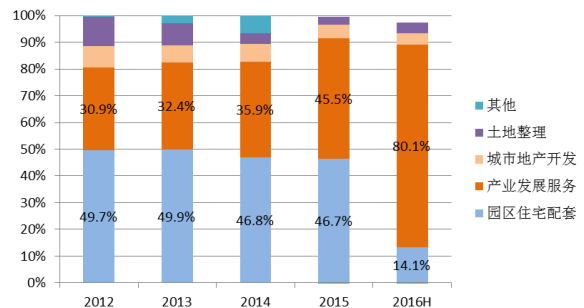
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 2016H 主营收入中配套住宅占比 28%、产业发展服务占比 44%



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 16H 毛利中配套住宅占比 14%、产业发展服务占比 80%



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

主要财务指标

图 7 经营情况

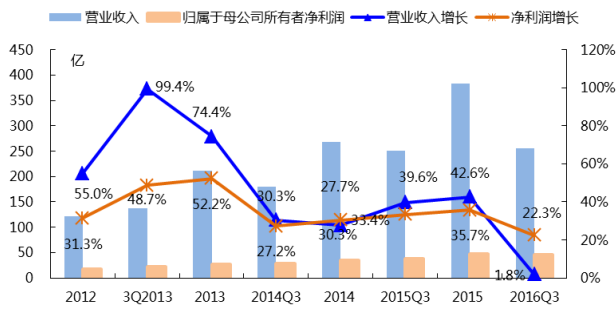


图 8 EPS 和 ROE

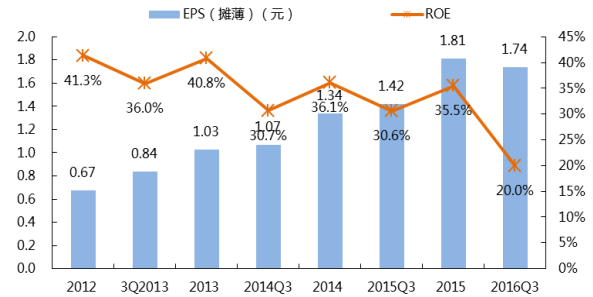


图 9 综合毛利率和净利率

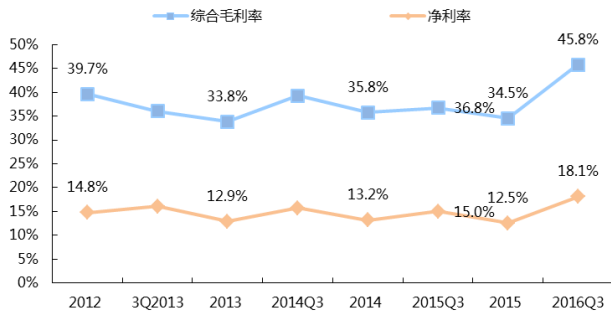


图 10 三费水平

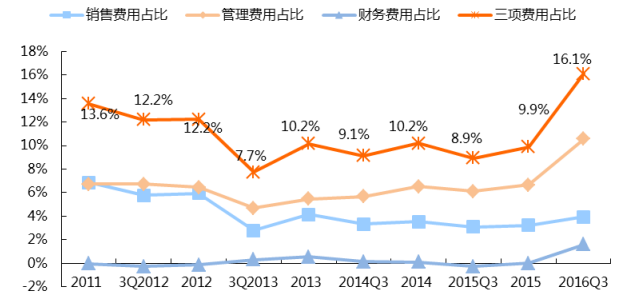


图 11 短期偿债能力

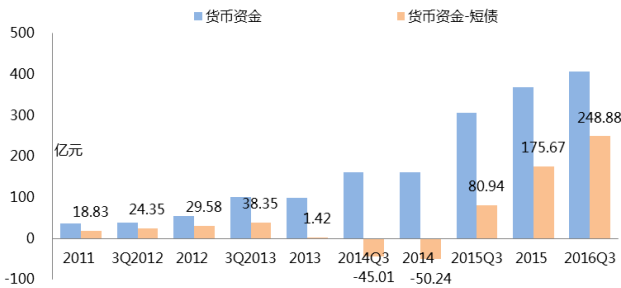
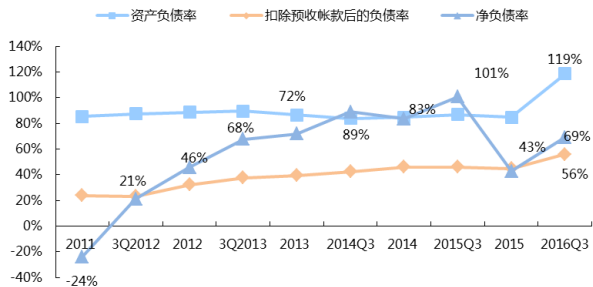


图 12 负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 附：财务预测表

### 资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	153765	178547	210602	244092
现金	36802	32842	34098	31067
应收账款	7177	9228	11447	13853
其它应收款	2013	2588	3210	3885
预付账款	2539	3191	3881	4706
存货	100621	126088	153356	185970
其他	4613	4611	4611	4611
<b>非流动资产</b>	14858	14100	13841	13549
长期投资	131	131	131	131
固定资产	2379	3247	3493	3426
无形资产	4512	4512	4512	4512
其他	7836	6210	5706	5479
<b>资产总计</b>	168623	192646	224444	257640
<b>流动负债</b>	113839	127701	154557	180996
短期借款	7008	0	0	0
应付账款	16027	20606	25560	30933
其他	90804	107096	128997	150064
<b>非流动负债</b>	29154	27152	25152	23153
长期借款	20595	18595	16595	14595
其他	8559	8557	8558	8558
<b>负债合计</b>	142993	154853	179709	204149
少数股东权益	12103	12383	12816	13287
股本	2646	2955	2955	2955
资本公积	459	7044	7044	7044
留存收益	10388	15412	21920	30205
归属母公司股东权益	13527	25410	31919	40204
<b>负债和股东权益</b>	168623	192646	224444	257640

### 现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	7450	-871	5295	754
净利润	4987	6699	8866	11287
折旧摊销	315	252	320	354
财务费用	1	183	153	-556
投资损失	-304	-80	-50	-200
营运资金变动	3025	-7987	-4065	-10209
其它	-575	62	71	78
<b>投资活动现金流</b>	-5796	637	39	189
资本支出	1182	0	0	0
长期投资	-3800	-528	0	0
其他	-8414	109	39	189
<b>筹资活动现金流</b>	19296	-3726	-4078	-3974
短期借款	-930	-7008	0	0
长期借款	11106	-2000	-2000	-2000
普通股增加	1323	309	0	0
资本公积增加	438	6584	0	0
其他	7358	-1611	-2078	-1974
<b>现金净增加额</b>	20956	-3960	1256	-3031

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

### 利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	38335	49287	61137	73988
营业成本	25103	31543	38365	46524
营业税金及附加	2709	3483	4320	5229
营业费用	1236	1590	1972	2386
管理费用	2552	3281	4069	4925
财务费用	1	183	153	-556
资产减值损失	134	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	304	80	50	200
<b>营业利润</b>	6903	9288	12308	15681
营业外收入	85	85	85	85
营业外支出	39	39	39	39
<b>利润总额</b>	6949	9333	12354	15726
所得税	1961	2635	3487	4439
<b>净利润</b>	4987	6699	8866	11287
少数股东损益	186	280	432	472
<b>归属母公司净利润</b>	4801	6419	8434	10815
EBITDA	7219	9722	12781	15479
EPS (元)	1.81	2.17	2.85	3.66

### 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.6%	28.6%	24.0%	21.0%
营业利润	36.3%	34.5%	32.5%	27.4%
归属于母公司净利润	35.7%	33.7%	31.4%	28.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.5%	36.0%	37.2%	37.1%
净利率	12.5%	13.0%	13.8%	14.6%
ROE	35.5%	25.3%	26.4%	26.9%
ROIC	16.3%	17.8%	21.3%	21.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	84.8%	80.4%	80.1%	79.2%
净负债比率	27.85%	19.90%	16.04%	13.14%
流动比率	1.35	1.40	1.36	1.35
速动比率	0.47	0.41	0.37	0.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.27	0.27	0.29	0.31
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	1.80	1.72	1.66	1.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.17	2.85	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	-0.29	1.79	0.26
每股净资产(最新摊薄)	4.58	8.60	10.80	13.61
<b>估值比率</b>				
P/E	17.33	12.96	9.87	7.69
P/B	6.15	3.27	2.61	2.07
EV/EBITDA	14	10	8	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-14	《华夏幸福-PPP 大单量变到质变，价值发掘蓄势待发》
2016-10-12	《华夏幸福-嫁接全球顶尖资源，产业服务国际化重要升级》
2016-09-01	《华夏幸福-粤蜀再下两城，PPP 产业新城舍我其谁》
2016-08-16	《华夏幸福-梯队加速崛起，模式和能力再升级》
2016-07-06	《华夏幸福-发力珠三角，产业发展模式重要升级》
2016-04-26	《华夏幸福-高增长开门红》
2016-03-31	《华夏幸福-业绩高增长兑现，产业新城多点开花》
2016-01-25	《华夏幸福-如期完成定增，海外再下一城》
2016-01-14	《华夏幸福-独特模式助高增长，二次创业与腾飞在即》
2015-12-29	《华夏幸福-志在千里！全球产业新城引领者初显》
2015-12-15	《华夏幸福-定增再启腾飞，创新加码未来》
2015-11-12	《华夏幸福-定增获批产业提速，足球冲超幸福时刻》
2015-10-30	《华夏幸福-规模发展高增长,联盟创新助孵化》
2015-10-16	《华夏幸福-志在千里，大有可为》
2015-08-31	《华夏幸福-“模式”铸就高增长蓝筹》
2015-03-26	《华夏幸福-卡位京津冀锁定优质资源，业务结构升级推动估值上移》
2014-12-26	《华夏幸福-畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434