

2016年10月28日

华夏幸福 (600340.SH)

PPP 创新拓展、销售剑指千亿

——公司三季报点评

■事件：公司公告，1) 公布三季报：实现营收 254.85 亿元，同比增长 1.82%，实现归属净利润 46.03 亿元，同比增长 22.32%，EPS 为 1.58；2) 全资子公司京御地产拟回购平安大华所持大厂誉昌 33.33% 股权，转让价款 6.53 亿元；拟回购平安大华所持香河胜强 33.33% 股权，转让价款 6.53 亿元。

■百尺竿头、需更进一步：1) 小步趋之、收获秋实：报告期内公司实现营收 254.85 亿元，同比增长 1.82% (前值+39.58%)，下行于三年平均增速 23.90%；实现归属净利润 46.03 亿元，同比增长 22.32% (前值+33.40%)，下行于三年平均增速 27.64%；2) ROE 回落、销售毛利率提升：报告期公司 ROE 为 25.17%，较上年同期减少 8.90pc，销售毛利率 45.8%，较上年同期增长 9.05pc；由于期内公司业务规模扩张带来管理、销售费用增加，期内销售净利率较上年同期增长约 1.07pc；3) 多渠道融资、现金充裕：公司整体资产负债率相对稳定，期内积极运用资本市场平台多元融资，如拟通过资产支持专项计划发行资产支持证券等；在手货币资金超 400 亿元，现金充裕，为公司后续业务开展提供有力保障；

■销售剑指千亿、土地储备优厚：1) 前三季度超额完成全年目标、千亿销售可期：16 年 1-9 月公司累计实现销售面积 731.21 万平米，同比增长 57.55% (前值+10.86%)，累计实现销售额 897.85 亿元，同比增长 99.89% (前值+19.76%)，完成全年销售目标 103.20%，其中第三季度实现销售面积 187.48 万平米，同比增长 31.21%，实现销售额 308.53 亿元，同比增长 133.05%，三季度销售主要贡献为廊坊区域、固安区域、怀来区域及香河区域项目的销售，共占三季度销售 64.32%；2) 土储丰厚、模式深耕：报告期内，公司累计土地储备 608.48 万平米，规划计容建面 1083.58 万平米；新增土地 76 宗，共计新增土地储备达 271.01 万平米，规划计容面积 497.65 万平米，平均楼面价 1172.37 元/平米，成本可控；新增土地多为环核心城市郊区地块，为公司模式深耕、构筑环核心城市群产业打造基础。

■产业模式创新、异地开花待结果：1) 模式复制、多点开花：16 年至今，公司战略布局快准狠，先是进军珠三角及印尼市场，立下产业新城模式复制里程碑，后于 9 月公告与马哈拉施特拉邦公司签署备忘录，采取“政府主导、企业运作、合作共赢”的市场化运作方式，为马哈拉施特拉邦的新型工业化和城镇化建设提供一揽子综合方案；2) 模式升级、PPP 创新拓展：公司基于 PPP 模式创新拓展，先后取得邯郸丛台产业新城、武汉市新洲区问津产业新城、固安县高新区综合开发等 PPP 项目；PPP 项目的签订为公司和合作区域人民政府共同打造“产业高度聚集、城市功能完善、生态环境优美”的产业新城奠定坚实基础；助力公司积极主动尝试和探索城市群选址思路，有利于公司提升选址水平，提高决策效率；3) 拟回购香河胜强、再添大厂誉昌：公司公告，全资子公司京御地产拟回购平安大华所持大厂誉昌、香河胜强各 33.33% 股权，转让价款均为 6.53 亿元；回购完成后，大厂誉昌及香河胜强为京御地产全资子公司；此次回购将推进香河胜强、大厂誉昌旗下具体项目的开发建设。

■投资建议：公司销售超预期，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 and 资源实现快速扩张；此外，公司产业新城异地复制模式效果显著，继进军珠三角及海外印尼市场以来动作频频，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；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 13.5X、10.1X、7.7X，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
主营业务收入	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)	23.6	17.4	13.5	10.1	7.7
市净率(倍)	8.5	6.2	3.5	2.4	1.8
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	1.3%	1.9%	1.5%	2.0%	2.6%
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

公司快报

证券研究报告

住宅地产

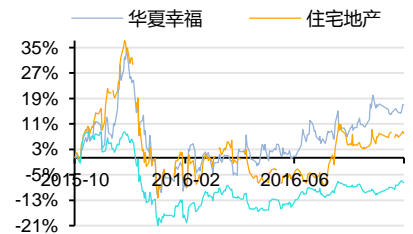
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**31.2 元**  
股价 (2016-10-27) **28.16 元**

交易数据

总市值(百万元)	83,211.30
流通市值(百万元)	74,504.59
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	-3.95	7.55	19.7
绝对收益	-0.14	11.57	10.33

陈天诚

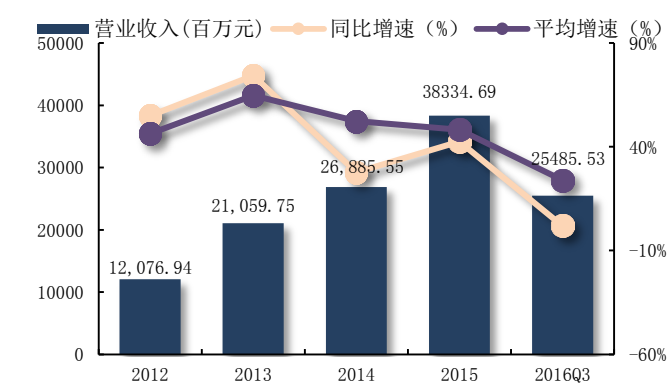
分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001  
chentc@essence.com.cn  
021-35082325

相关报告

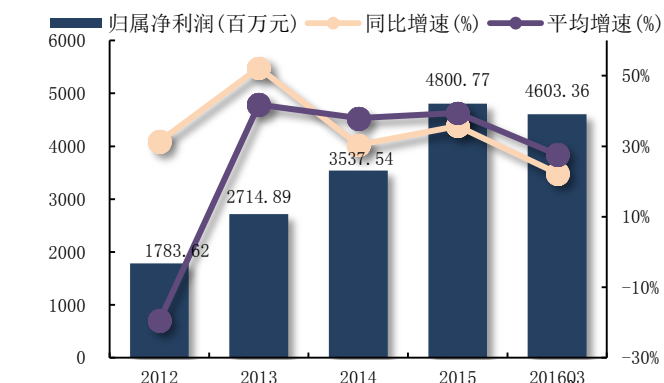
华夏幸福：——公司 16 年半年报点评	2016-08-17
华夏幸福：2016 年 2 季度业绩点评	2016-07-13
华夏幸福：促产业孵化、筑幸福城市——华夏幸福 2015 年年报点评	2016-03-30
华夏幸福：携手乐视，导入 VR 之浩瀚星辰	2015-12-24

图 1：营业收入增 1.82%，下行于三年均速



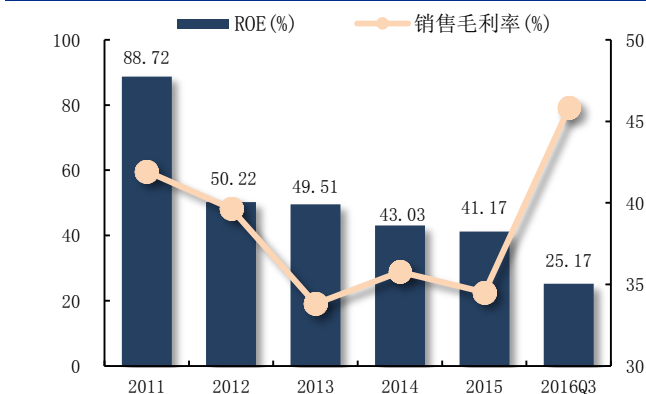
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：归属净利润增 22.32%，下行于三年均速



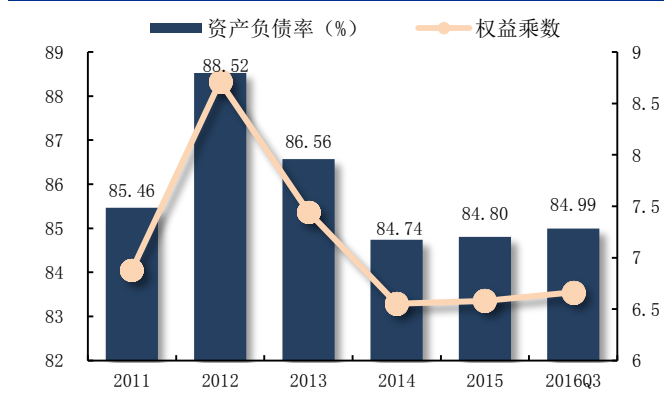
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：ROE 回落、销售毛利率提升



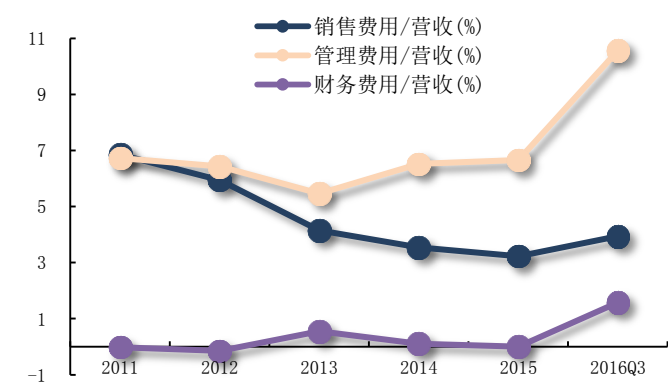
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：资产负债率整体相对稳定



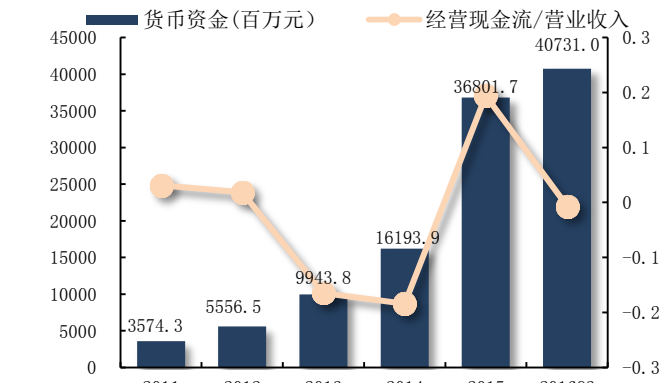
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：三费比率提升系业务规模扩张所致



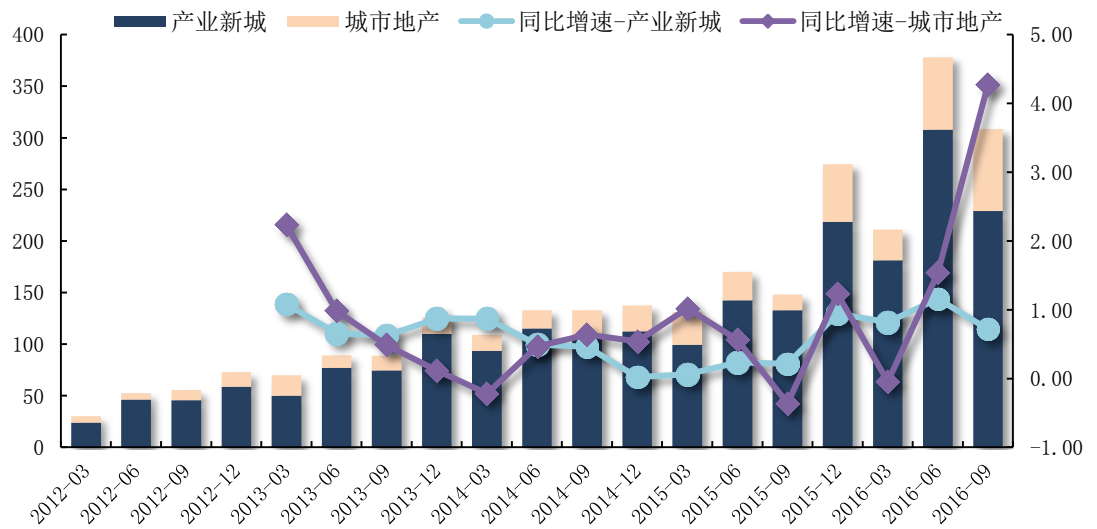
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 6：在手货币资金充裕、未来业务开展有保障



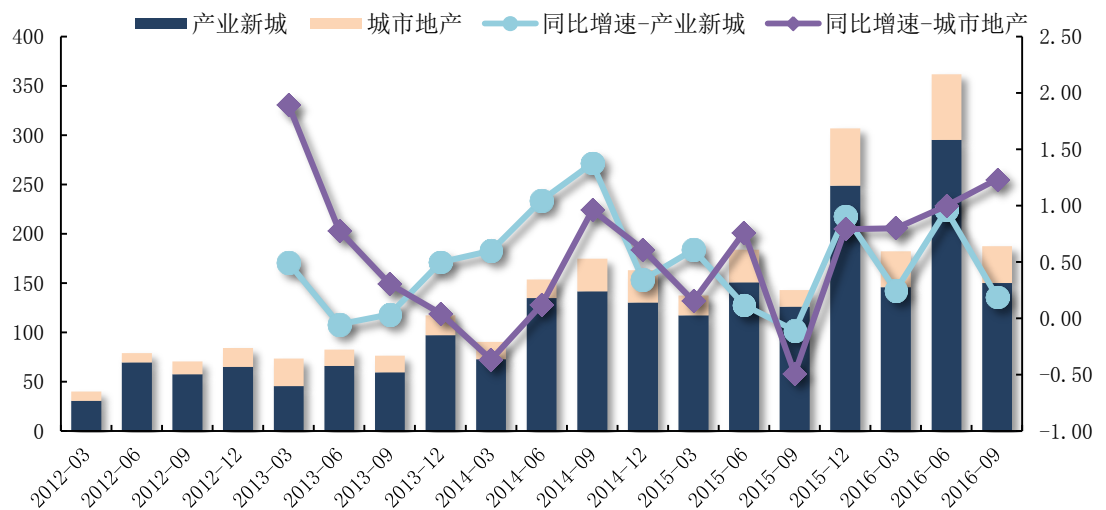
资料来源：wind、安信证券研究中心

**图 7：销售额当季值：城市地产同比增速创新高**



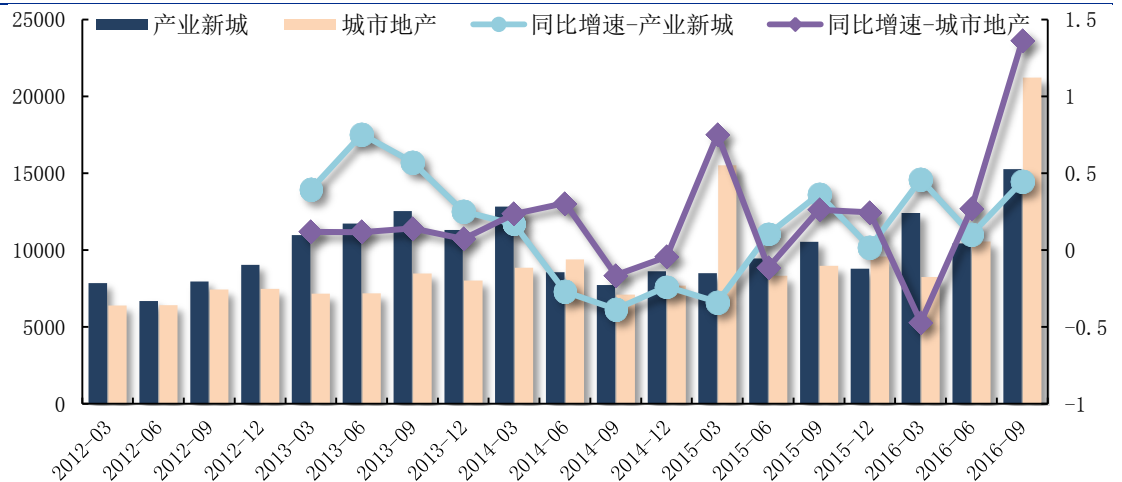
资料来源：wind、安信证券研究中心

**图 8：销售面积当季值：较 16 年二季度有所回落，较上年同期有所提升**



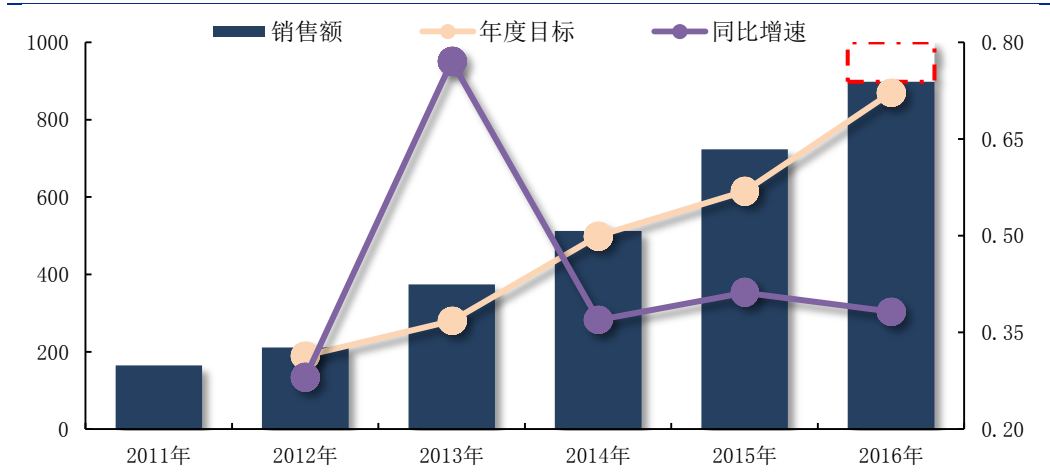
资料来源：wind、安信证券研究中心

**图 9：销售均价当季值：销售均价创新高，其中城市地产销售均价增长迅速**



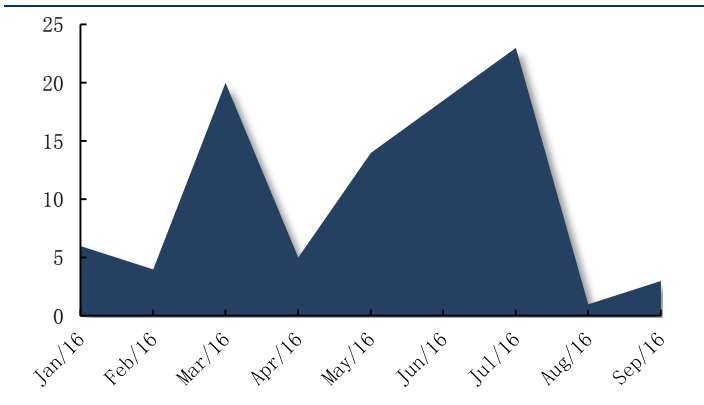
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10: 前三季度累计实现销售额 897.85 亿元, 完成年度目标 103.20%, 全年千亿销售可期



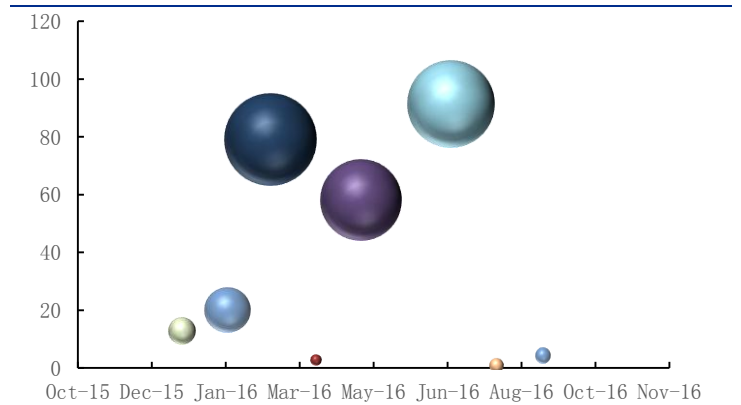
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 11: 16 年 1-9 月新增土地宗数分布, 3/5/7 月三个月拿地宗数相对较多



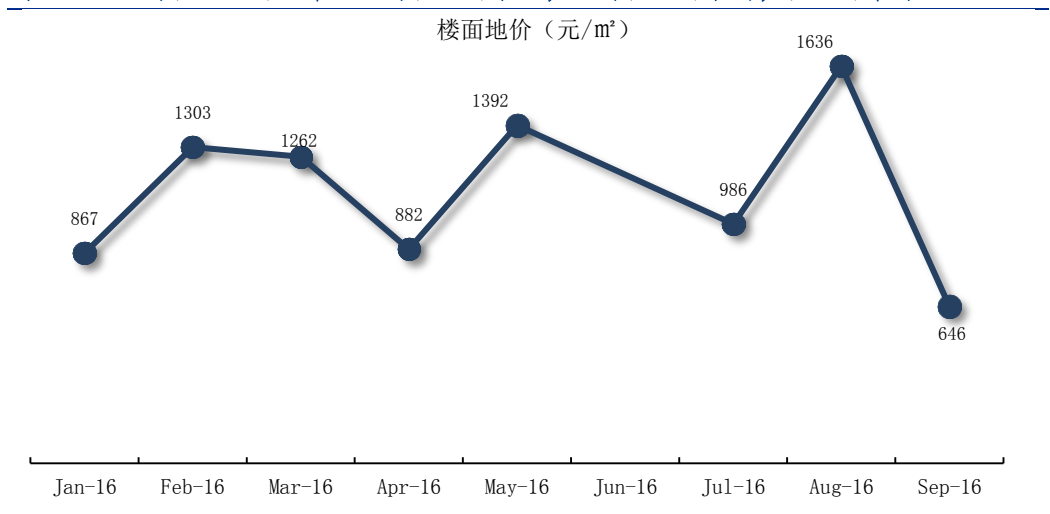
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 12: 1-9 月土地面积及拿地总价 (土地面积纵轴数据、拿地总价以圆圈大小表示) 拿地总价在 3/5/7 三个月数额较大



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 13: 1-9 月楼面地价分布: 九月楼面价最低, 八月楼面价最高, 楼面价单月波动较大



资料来源: wind、安信证券研究中心

## 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	0.54	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	1.3%	1.9%	1.5%	2.0%	2.6%
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		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)	23.6	17.4	13.5	10.1	7.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	6.2	3.5	2.4	1.8
财务费用	130.3	189.6	72.7	130.0	127.5	P/FCF	22.6	4.2	17.6	10.1	5.5
投资损失	-90.2	-303.8	-139.6	-177.8	-207.1	P/S	3.1	2.2	1.7	1.3	1.0
少数股东损益	263.9	186.3	203.8	399.3	431.4	EV/EBITDA	14.6	13.6	11.2	8.3	6.1
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%
<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	PEG	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
<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	ROIC/WACC	4.5	3.0	3.7	3.4	3.5
<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	REP	0.6	1.1	0.6	0.6	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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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

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