

大都市圈化刚开始、低估价值终再现

■ **事件:** 公司1月3日公告, 预计2016年实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长30%到40%。

■ **高基数下的高增长, 超市场预期:** 根据公司公告预测, 2016年归属于上市公司股东的净利润同比增加30%-40%, 则对应2015年基数增至62.4亿元-67.2亿元, 基本EPS预计增至2.35元-2.53元左右, 对应(公司最近10个交易日均价)的PE约为10.2X-9.4X左右。公司2016年业绩增长略超市场预期(参考Wind一致预期)。若实际公布值如公司预测, 公司业绩增速已经连续6年在30%以上, 成长性经得起时间考验。

■ **销售踏入千亿俱乐部, 大都市圈化未言顶:** 1) **全年销售1200亿:** 根据克而瑞数据显示, 公司2016年全年销售总金额已经达到1200.1亿元, 同比增长65.87%, 权益金额排名进入TOP7(上升2位); 2) **模式输出走向全球:** 公司靓丽的销售数据有市场整体周期繁荣的因素(特别是京津冀地区), 也反映了其业务模式扩张的空间巨大。2016年至今, 公司分别进军国内的四川、武汉、珠三角及国外的印尼、及印度马哈拉施特拉邦、哈里亚纳邦(已签备忘录), 输出“新型工业化和城镇化一揽子综合方案”。3) **把握大都市圈化形成的大趋势:** 随着城市化进程的推演, 环绕少数“增长极”的都市圈将会形成, 公司前瞻性地实施“大都市圈”的拓展战略, 把握潮流, 区域从环北京拓展至长三角、珠三角; 目前公司在京津冀外的产业新城超过24个, 销售额的占比也在逐步增加, 足以证明公司运作机制的成功不会仅局限于原环北京区域(不会水土不服)。4) **契合区域产业升级:** 公司近年多次通过成立产业基金, 引入合作方的方式, 在全国及“一带一路”沿线新城打造新兴产业集群, 涵盖VR、OLED、新能源等产业, 将规模扩张与各地政府产业升级、引入优质企业的诉求高度契合。

■ **抓紧政策宽松窗口期, 融资渠道拓展:** 根据公司公告, 公司自2014年地产行业公开市场融资放松后, 抓紧拓宽融资渠道。2016年1月, 公司非公开成功实施发行, 实际募集资金净额68.94亿元。2016年至今已经累计发行公司债券225亿元, 其中11月申请在银行间市场分别发行39亿元和60亿元的中票及超短期融资券。截至2016年11月30日, 公司所有借款余额为686亿, 较2015年末增加184.38亿(+36.8%), 基本以低成本的公开市场融资为主, 资金成本最低至3.85%。

■ **投资建议:** 公司产业新城模式经得起时间的考验。公司对全国“环核心城市”和“一带一路”区域的拓展将会进一步验证公司在环北京的成功并非偶然; 公司销售在近千亿规模的基数下仍然保持较高的增速, 成长力超市场预期, 我们认为目前公司估值处于被市场低估的阶段, 我们预计公司明年业绩将加速释放, 预计17-18年EPS为2.48、3.07和4.03, 维持“买入-A”评级, 6个月目标价31.2元。

■ **风险提示:** 2017年环北京区域在政策打压下销售萎靡, 海外扩张风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	26,885.5	38,334.7	51,878.3	67,207.7	87,203.9
净利润	3,537.5	4,800.8	7,333.2	9,074.0	11,902.2
每股收益(元)	1.20	1.62	2.48	3.07	4.03
每股净资产(元)	3.31	4.58	8.18	10.68	14.11

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	20.0	14.7	9.6	7.8	5.9
市净率(倍)	7.2	5.2	2.9	2.2	1.7
净利润率	13.2%	12.5%	14.1%	13.5%	13.6%
净资产收益率	36.1%	35.5%	30.3%	28.8%	28.5%
股息收益率	1.5%	2.3%	2.1%	2.6%	3.4%

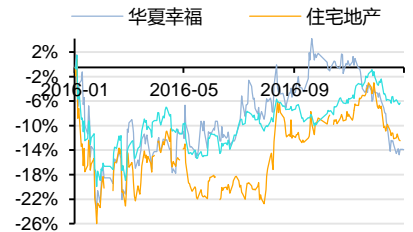
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **31.2元**
股价(2017-01-03) **23.89元**

交易数据

总市值(百万元)	70,593.68
流通市值(百万元)	63,207.19
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	21.71/28.89元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.42	-19.74	-9.04
绝对收益	-9.75	-15.37	-20.44

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: PPP 创新拓展、销售剑指千亿	2016-10-28
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



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	51,878.3	67,207.7	87,203.9	成长性					
减:营业成本	17,269.2	25,103.4	32,678.2	43,013.0	55,941.3	营业收入增长率	27.7%	42.6%	35.3%	29.5%	29.8%
营业税费	1,866.7	2,709.0	3,583.2	4,685.9	6,088.5	营业利润增长率	41.4%	36.3%	46.7%	25.3%	30.3%
销售费用	953.6	1,236.4	1,888.1	2,332.4	3,004.3	净利润增长率	30.3%	35.7%	52.8%	23.7%	31.2%
管理费用	1,753.5	2,551.6	3,418.3	4,469.3	5,772.5	EBITDA 增长率	38.7%	38.3%	50.0%	23.0%	28.6%
财务费用	28.1	1.3	236.6	90.9	-18.1	EBIT 增长率	37.8%	35.6%	50.1%	23.3%	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%	56.2%	23.6%	29.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.7%	7.2%	40.3%	-17.2%	-10.8%
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%	42.4%	21.5%	23.9%
营业利润	5,063.7	6,903.0	10,126.3	12,683.6	16,523.6	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%	37.0%	36.0%	35.9%
利润总额	5,059.6	6,948.6	10,141.9	12,702.6	16,550.3	营业利润率	18.8%	18.0%	19.5%	18.9%	18.9%
减:所得税	1,258.2	1,961.5	2,565.9	3,188.3	4,170.7	净利润率	13.2%	12.5%	14.1%	13.5%	13.6%
净利润	3,537.5	4,800.8	7,333.2	9,074.0	11,902.2	EBITDA/营业收入	19.4%	18.8%	20.8%	19.8%	19.6%
						EBIT/营业收入	18.9%	18.0%	20.0%	19.0%	18.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	16	19	18	17	15
						流动营业资本周转天数	280	228	193	160	96
						流动资产周转天数	1,185	1,228	1,216	1,176	1,103
						应收账款周转天数	59	72	65	69	67
						存货周转天数	886	840	793	764	704
						总资产周转天数	1,259	1,327	1,317	1,258	1,172
						投资资本周转天数	289	275	253	208	138
						投资回报率					
						ROE	36.1%	35.5%	30.3%	28.8%	28.5%
						ROA	3.3%	3.0%	3.6%	3.7%	4.0%
						ROIC	25.8%	17.5%	25.5%	22.5%	35.0%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	3.2%	3.6%	3.5%	3.4%
						管理费用率	6.5%	6.7%	6.6%	6.7%	6.6%
						财务费用率	0.1%	0.0%	0.5%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	10.2%	9.9%	10.7%	10.3%	10.0%
						偿债能力					
						资产负债率	84.7%	84.8%	82.7%	82.9%	82.2%
						负债权益比	555.1%	557.9%	478.0%	483.4%	462.4%
						流动比率	1.27	1.35	1.53	1.40	1.38
						速动比率	0.35	0.47	0.53	0.49	0.51
						利息保障倍数	181.38	5,287.91	43.80	140.47	-911.05
						分红指标					
						DPS(元)	0.36	0.54	0.50	0.61	0.81
						分红比率	29.9%	33.2%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	1.5%	2.3%	2.1%	2.6%	3.4%

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	7,333.2	9,074.0	11,902.2	EPS(元)	1.20	1.62	2.48	3.07	4.03
加:折旧和摊销	125.1	315.0	449.6	525.7	599.8	BVPS(元)	3.31	4.58	8.18	10.68	14.11
资产减值准备	41.0	133.7	-	-	-	PE(X)	20.0	14.7	9.6	7.8	5.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	5.2	2.9	2.2	1.7
财务费用	130.3	189.6	236.6	90.9	-18.1	P/FCF	19.2	3.6	8.9	5.5	3.6
投资损失	-90.2	-303.8	-139.6	-177.8	-207.1	P/S	2.6	1.8	1.4	1.1	0.8
少数股东损益	263.9	186.3	242.8	440.3	477.4	EV/EBITDA	14.6	13.6	8.2	5.6	3.5
营运资金的变动	-10,597.4	-640.7	-9,909.5	7,898.3	4,410.5	CAGR(%)	35.8%	35.4%	41.3%	35.8%	35.4%
经营活动产生现金流量	-4,954.0	7,449.7	-1,786.8	17,851.3	17,164.7	PEG	0.6	0.4	0.2	0.2	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	4.7	3.2	4.6	4.1	6.3
融资活动产生现金流量	12,054.7	19,295.8	15,863.4	-5,372.8	2,277.8	REP	0.6	1.0	0.5	0.5	0.3

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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