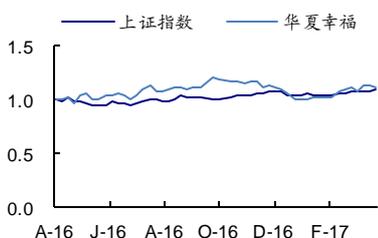


**证券研究报告—动态报告**
**房地产**
**房地产开发 II**
**华夏幸福(600340)**
**买入**

合理估值: 元 昨收盘: 27.31 元 (维持评级)

2017年04月02日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,955/2,955
总市值/流通(百万元)	80,700/80,700
上证综指/深圳成指	3,210/10,348
12个月最高/最低(元)	29.35/22.61

**相关研究报告:**

《华夏幸福-600340-重大事件快评: 融资渠道拓宽, PPP模式持续异地复制, 维持“买入”评级》——2017-03-13

《华夏幸福-600340-重大事件快评: 业绩靓丽, 模式领先, 全球拓展》——2017-01-16

《华夏幸福-600340-重大事件快评: 携手全球领先的选址招商专家, 产业服务能力再升级》——2016-10-12

《华夏幸福-600340-2016年半年报点评: 模式领先, 成长持续》——2016-08-17

《华夏幸福-600340-2015年半年报点评: 业绩持续高速增长, 京津冀协同发展提速极大受益者》——2015-08-28

**证券分析师: 区瑞明**

电话: 0755-82130678  
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

**证券分析师: 王越明**  
 电话: 0755-82130478  
 E-MAIL: wangyuem@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512040001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司分析**

# 销售首破千亿, PPP模式持续拓展, 长期受益雄安新区发展

**● 2016年净利增长 35.22%, EPS 2.2元, 符合预期**

2016年实现收入 538.21亿元, 同比增长 40.4%; 归母净利润 64.92亿元, 同比增长 35.22%; EPS 为 2.2元, 符合预期。拟每 10 股派现金 6.6 元(含税)。

**● 销售首破千亿、行业地位领先, 2017 年增长目标积极**

2016 年, 公司实现销售面积 952.56 万平方米, 同比增长 23.56%, 其中 92% 集中在京津冀区域; 销售额 1203.25 亿元, 同比增长 66.43%, 超额完成全年 870 亿元的销售目标, 其中产业新城板块实现销售金额 901.24 亿元, 贡献大部分销售业绩。公司 2016 年度销售额位居中指院发布的“中国房企销售金额排行榜”第 8 位, 较上年度提升 2 名, 行业地位领先。

展望 2017 年, 公司预计销售额为 1450 亿元; 园区住宅配套、城市地产施工面积合计约 4068.8 万平米; 竣工面积合计约 550.3 万平米; 拟新增融资额 300 亿元。

**● 产业园区全球拓展, 入园企业持续增加**

公司持续深耕京津冀, 积极开拓长江经济带、中原地区、珠三角地区、“一带一路”等热点区域。国内: 新增 11 个园区进行产业新城的开发建设, 并与多个地方政府签署合作备忘录, 积极参与 PPP 项目招标; 国外: 签署了 4 个海外产业新城合作备忘录, 分别位于印度哈里亚纳邦、印度马哈拉施特拉邦、越南及埃及新行政首都, 并与印尼马龙佳集团旗下企业签署正式合作协议启动项目建设, 彰显国际影响力。报告期内, 公司投资运营的园区新增签约入园企业 436 家, 新增签约投资额约为 1122.4 亿元。2016 年末, 公司储备开发用地规划计容建面约为 1115.71 万平米。

**● 财务状况良好, 业绩锁定性佳**

2016 年末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 74.2%, 同比下降 0.5 个百分点; 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 2.6 倍, 短期偿债能力优; 2016 年末净负债率为 62.2%, 同比上升 19.4 个百分点。公司 2016 年末预收款为 1025.48 亿元, 可锁定 2017 年 wind 一致预期营收的 157%。

**● “产业新城 PPP 模式”领先, “产业优先战略”强化竞争壁垒**

“产业新城 PPP 模式”领先: ①公司在国内率先采用 PPP 模式与地方政府就产业新城开发项目形成合作, 创造出“1+1>2”的效果, 并在资源获取及收益结算方面具有独创性、领先性和可复制性; ②公司产业新城 PPP 模式多次获得国家与地方政府认可, 多个项目入选 PPP 项目示范库; ③产业新城 PPP 模式能有效帮助地方政府提升城市综合实力, 市场前景广阔, 截至报告期末, 公司已布局产业新城 30 多处, 是国内领先的产业新城运营商; ④3 月 10 日, 公司的固安 PPP 项目供热收费收益权资产支持证券落地, 再次领跑行业。

公司坚持“产业优先”战略, 不断提升产业创新驱动动力, 并形成强力竞争壁垒——①龙头驱动: 与奥钢联、佛吉亚、京东方等龙头企业开展深度合作, 推动产业链上下游企业集群集聚; ②创新驱动: 加快推进与清华大学等科研院所的“产学研”合作模式, 搭建“创新研发、项目孵化、技术转移、支撑服务”产学研合作平台; ③孵化驱动: 与太库科技达成战略合作搭建创新孵化平台。在美国硅谷、以色列特拉维夫、德国柏林、韩国首尔设立了 10 余个孵化器, 公司旗下火炬孵化创客孵化器已在全国 30 余个城市布局。

**● 新型城镇化进程中的极大受益者, 维持“买入”评级**

公司以产业新城和产业小镇为核心产品, 通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作模式, 有效提升区域发展的综合价值, 是新型城镇化进程中的极大受益者。4 月 1 日, 继深圳及浦东新区之后, 中央再次设立“定位‘千年大计, 国家大事’的河北雄安新区”, 新区地处北京、天津、保定腹地, 是推进京津冀协同发展的重大部署, 公司作为京津冀地区的产业新城龙头, 将长期受益于新区的发展, 预计 2017/2018 年 EPS 为 2.91/3.59 元, 对应 PE 为 9.4/7.6X 维持“买入”评级。

**● 风险提示**

若房地产行业 2017 年调整幅度及政策调控严厉程度超预期。

**盈利预测和财务指标**

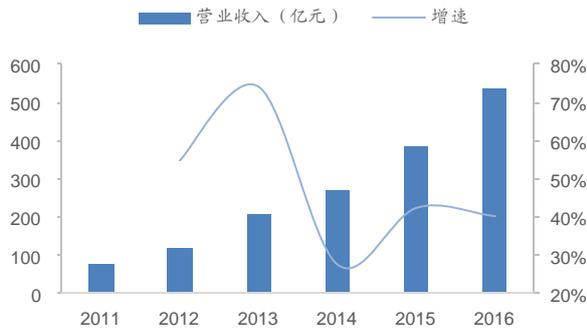
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	38,335	53,821	65,661	82,378	101,325
(+/-%)	42.6%	40.4%	22.0%	25.5%	23.0%
净利润(百万元)	4,801	6,492	8606.09	10620.94	13200.99
(+/-%)	35.7%	35.2%	32.6%	23.4%	24.3%
摊薄每股收益(元)	1.62	2.20	2.91	3.59	4.47
EBITMargin	18.1%	17.7%	17.5%	17.4%	17.6%
净资产收益率(ROE)	%	25.6%	27.4%	27.4%	27.5%
市盈率(PE)	16.8	12.4	9.4	7.6	6.1
EV/EBITDA		28.3	24.8	22.2	19.8
市净率(PB)		3.2	2.57	2.08	1.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 2016 年净利增长 35.22%，EPS2.2 元，符合预期

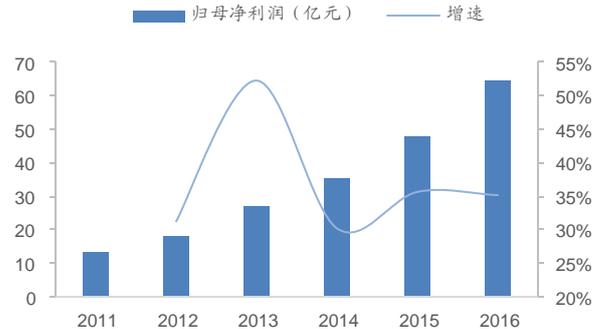
2016 年实现收入 538.21 亿元，同比增长 40.4%；归母净利润 64.92 亿元，同比增长 35.22%；EPS 为 2.2 元，符合预期。拟每 10 股派现金 6.6 元（含税）。

图 1：营业收入及增速



资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：归母净利润及增速



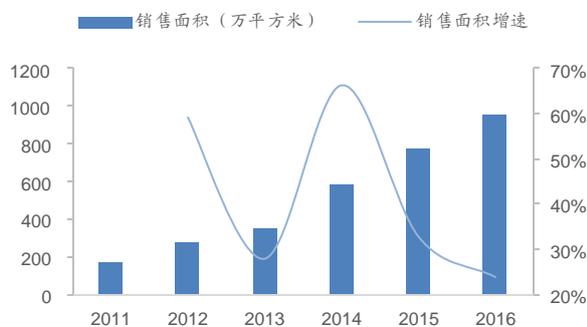
资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 销售首破千亿，行业地位领先，2017 年增长目标积极

2016 年，公司实现销售面积 952.56 万平方米，同比增长 23.56%，其中 92% 集中在京津冀区域；销售额 1203.25 亿元，同比增长 66.43%，超额完成全年 870 亿元的销售目标，其中产业新城板块实现销售金额 901.24 亿元，贡献大部分销售业绩。公司 2016 年度销售额位居中指院发布的“中国房企销售金额排行榜”第 8 位，较上年度提升 2 名，行业地位领先。

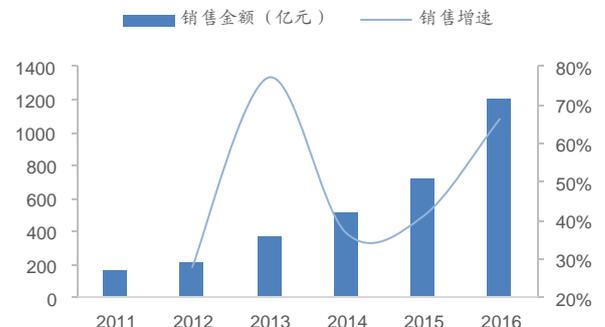
展望 2017 年，公司预计销售额为 1450 亿元；园区住宅配套、城市地产施工面积合计约 4068.8 万平米；竣工面积合计约 550.3 万平米；拟新增融资额 300 亿元。

图 3：销售面积及增速



资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：销售金额及增速

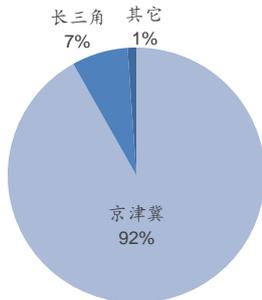


资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

分板块看，产业新城板块实现销售面积 711.8 万平米，同比增长 10.78%；销售额 901.24 亿元，同比增长 51.95%，贡献大部分销售业绩；其中①园区结算收

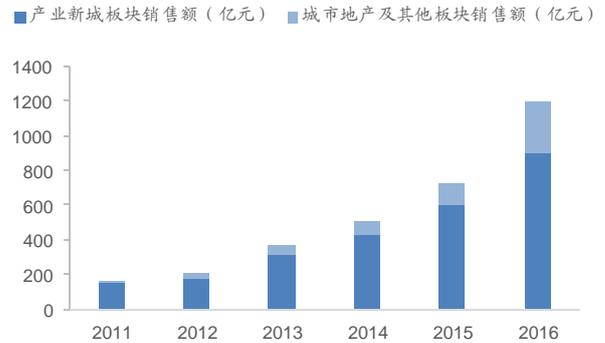
入 177.59 亿元，同比增长 81.7%；②产业园区配套住宅签约销售额 723.65 亿元，同比增长 46.08%。城市地产及其他版块实现销售面积 240.76 万平方米，同比增长 87.49%；销售额 302.01 亿元，同比增长 132.57%；其中①城市地产签约销售额 281.84 亿元，同比增长 133.47%；其他业务（物业、酒店等）20.17 亿元，同比增长 120.68%。

图 5：销售区域分布（按面积）



资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：销售结构



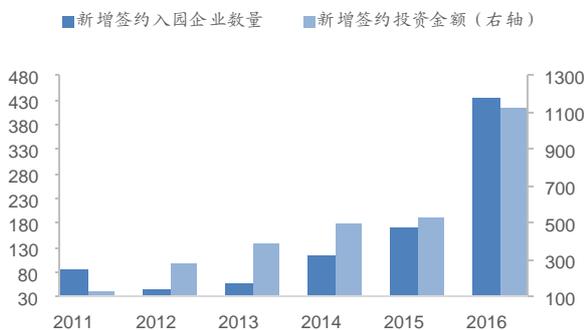
资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 产业园区全球拓展，入园企业持续增加

公司持续深耕京津冀，积极开拓长江经济带、中原地区、珠三角地区、“一带一路”等热点区域。国内：新增 11 个园区进行产业新城的开发建设，并与多个地方政府签署合作备忘录，积极参与 PPP 项目招标；国外：签署了 4 个海外产业新城合作备忘录，分别位于印度哈里亚纳邦、印度马哈拉施特拉邦、越南及埃及新行政首都，并与印尼马龙佳集团旗下企业签署正式合作协议启动项目建设，彰显国际影响力。

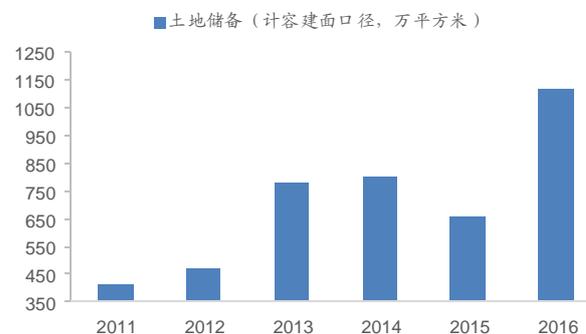
报告期内，公司投资运营的园区新增签约入园企业 436 家，新增签约投资额约为 1122.4 亿元。截止 2016 年末，公司储备开发用地规划计容建面约为 1115.71 万平方米。

图 7：入园企业数量及投资金额



资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：土地储备



资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务状况良好，业绩锁定性佳

2016 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 74.2%，同比下降 0.5 个百分点

点；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 2.6 倍，短期偿债能力优；2016 年末净负债率为 62.2%，同比上升 19.4 个百分点。公司 2016 年末预收款为 1025.48 亿元，可锁定 2017 年 wind 一致预期营收的 157%。

## “产业新城 PPP 模式”领先，“产业优先战略”强化竞争壁垒

“产业新城 PPP 模式”领先：①公司在国内率先采用 PPP 模式与地方政府就产业新城开发项目形成合作，创造出“1+1>2”的效果，并在资源获取及收益结算方面具有独创性、领先性和可复制性；②公司产业新城 PPP 模式多次获得国家与地方政府认可，多个项目入选 PPP 项目示范库；③产业新城 PPP 模式能有效帮助地方政府提升城市综合实力，市场前景广阔，截至报告期末，公司已布局产业新城 30 多处，是国内领先的产业新城运营商；④3 月 10 日，公司的固安 PPP 项目供热收费收益权资产支持证券落地，再次领跑行业。

公司坚持“产业优先”战略，不断提升产业创新驱动动力，并形成强力竞争壁垒——①龙头驱动：与奥钢联、佛吉亚、京东方等龙头企业开展深度战略合作，推动产业链上下游企业集群集聚；②创新驱动：加快推进与清华大学等科研院所的“产学研”合作模式，搭建“创新研发、项目孵化、技术转移、支撑服务”产学研合作平台；③孵化驱动：与太库科技达成战略合作搭建创新孵化平台，在美国硅谷、以色列特拉维夫、德国柏林、韩国首尔设立了 10 余个孵化器，公司旗下火炬孵化创客邦孵化器已在全国 30 余个城市布局。

## 新型城镇化进程中的极大受益者，维持“买入”评级

公司以产业新城和产业小镇为核心产品，通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作模式，有效提升区域发展的综合价值，是新型城镇化进程中的极大受益者。4 月 1 日，继深圳及浦东新区之后，中央再次设立定调“千年大计、国家大事”的河北雄安新区，新区地处北京、天津、保定腹地，是推进京津冀协同发展的重大部署，公司作为京津冀地区的产业新城龙头，将长期受益于新区的发展，预计 2017/2018 年 EPS 为 2.91/3.59 元，对应 PE 为 9.4/7.6X，维持“买入”评级。

## 风险提示

若房地产行业 2017 年调整幅度及政策调控严厉程度超预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	45503	45212	44329	44281	<b>营业收入</b>	<b>53821</b>	<b>65661</b>	<b>82378</b>	<b>101325</b>
应收款项	16438	19788	24826	30536	营业成本	36045	43776	55045	67665
存货净额	147345	167916	202608	235166	营业税金及附加	3135	3808	4778	5877
其他流动资产	11276	13789	17299	21278	销售费用	1875	2101	2636	3242
<b>流动资产合计</b>	<b>223561</b>	<b>246705</b>	<b>289063</b>	<b>331261</b>	管理费用	3623	4488	5557	6694
固定资产	6009	7839	9276	10574	财务费用	563	608	669	742
无形资产及其他	6140	5526	4912	4298	投资收益	415	355	355	355
投资性房地产	13011	13011	13011	13011	资产减值及公允价值变动	(176)	0	0	0
长期股权投资	1182	1182	1182	1182	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>249903</b>	<b>274264</b>	<b>317444</b>	<b>360327</b>	营业利润	8818	11235	14048	17461
短期借款及交易性金融负债	17521	19299	21220	27310	营业外净收支	157	0	0	0
应付款项	21722	26092	32741	40257	<b>利润总额</b>	<b>8976</b>	<b>11235</b>	<b>14048</b>	<b>17461</b>
其他流动负债	120456	132802	160177	180540	所得税费用	2807	3033	3933	4889
<b>流动负债合计</b>	<b>159699</b>	<b>178193</b>	<b>214138</b>	<b>248108</b>	少数股东损益	(323)	(405)	(506)	(629)
长期借款及应付债券	51633	51759	51914	52027	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6492</b>	<b>8606</b>	<b>10621</b>	<b>13201</b>
其他长期负债	539	539	539	539					
<b>长期负债合计</b>	<b>52172</b>	<b>52298</b>	<b>52453</b>	<b>52566</b>					
<b>负债合计</b>	<b>211872</b>	<b>230491</b>	<b>266591</b>	<b>300674</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	12671	12387	12033	11593	<b>净利润</b>	<b>6492</b>	<b>8606</b>	<b>10621</b>	<b>13201</b>
股东权益	25361	31385	38820	48061	资产减值准备的增加(减少)	43	(169)	1	1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>249903</b>	<b>274264</b>	<b>317444</b>	<b>360327</b>	折旧摊销	591	1053	1276	1414
					公允价值变动损失	176	0	0	0
					财务费用	563	608	669	742
					营运资本变动	(18657)	(9889)	(9215)	(14366)
					其它	(65)	(114)	(356)	(442)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(11420)</b>	<b>(514)</b>	<b>2328</b>	<b>(191)</b>
					资本开支	(1549)	(2100)	(2100)	(2100)
					其它投资现金流	(2298)	3000	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(4898)</b>	<b>900</b>	<b>(2100)</b>	<b>(2100)</b>
					权益性融资	17529	0	0	0
					负债净变化	(303)	126	155	113
					支付股利、利息	(6050)	(2582)	(3186)	(3960)
					其它融资现金流	20195	1778	1921	6091
					<b>融资活动现金流</b>	<b>25019</b>	<b>(678)</b>	<b>(1111)</b>	<b>2243</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>8701</b>	<b>(291)</b>	<b>(883)</b>	<b>(48)</b>
					货币资金的期初余额	36802	45503	45212	44329
					货币资金的期末余额	45503	45212	44329	44281
					企业自由现金流	(13332)	(2550)	302	(2202)
					权益自由现金流	6560	(1090)	1896	3468

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	2.20	2.91	3.59	4.47
每股红利	2.05	0.87	1.08	1.34
每股净资产	8.58	10.62	13.14	16.26
ROIC	7%	8%	9%	10%
ROE	26%	27%	27%	27%
毛利率	33%	33%	33%	33%
EBIT Margin	17%	17%	17%	18%
EBITDA Margin	18%	19%	19%	19%
收入增长	40%	22%	25%	23%
净利润增长率	35%	33%	23%	24%
资产负债率	90%	89%	88%	87%
息率	7.5%	3.2%	4.0%	4.9%
P/E	12.4	9.4	7.6	6.1
P/B	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	30.0	24.8	22.2	19.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 13726685252	<b>吴国</b> 15800476582	<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171	<b>梁轶聪</b> 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>夏雪</b> 18682071096
<b>边祎维</b> 13726685252	<b>倪婧</b> 18616741177	<b>黄明燕</b> 18507558226	<b>吴翰文</b> 13726685252
<b>王艺汀</b> 13726685252	<b>林若</b> 13726685252	<b>刘紫微</b> 13828854899	
<b>陈雪庆</b> 18150530525	<b>张南威</b> 13726685252	<b>简洁</b> 13726685252	
<b>杨云崧</b> 18150530525	<b>周鑫</b> 13726685252	<b>欧子炜</b> 18150530525	
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 13726685252		