

2017年08月18日

华夏幸福 (600340.SH)

如日方升, 欣欣向荣

—17年中报点评

■事件: 公司17日公布2017年中报, 上半年实现营业收入222.59亿元, 同比增长26.44%; 归属于上市公司股东的净利润53.67亿元, 同比增长35.65%; 基本每股收益1.82元, 同比增长33.82%。

■业务进一步扩张, 主要财务指标均提高25%以上: 1) 营收净利双升: 公司17年上半年实现营业收入222.59亿元, 同比增长26.44%; 归属于上市公司股东的净利润53.67亿元, 同比增长35.65%, 公司业绩上升较快主要是由于业务扩张, 产业发展服务收入增加; 2) 上半年销售额完成全年计划近一半: 公司上半年销售额共计696.20亿元, 较上年同期增长19.14%。其中, 产业新城业务销售额共计646.03亿元(含园区结算收入153.84亿元, 产业园区配套住宅签约销售额492.19亿元), 城市地产签约销售额38.18亿元, 其他业务(物业、酒店)销售额11.99亿元。2017年全年公司计划完成销售额1,450亿元, 上半年完成接近一半, 一般来说下半年的地产销售会超过上半年, 预计公司全年销售额计划可以顺利实现。

■产业新城业务异地复制成效渐显, 特色小镇立新标杆: 1) 产业新城业务增长强劲: 公司上半年产业新城签约销售面积359.33万平方米, 投资运营的园区新增签约入园企业222家, 新增签约投资额约为731.5亿元。在京津冀以外较先进的杭州区域和南京区域已跻身公司业绩增长极, 新能源汽车、高端装备制造、物流电商等产业集群已较成规模。嘉善区域和来安区域分别作为两大区域的核心, 新增签约投资额增长迅速, 其中, 嘉善区域新增签约入园企业27家, 新增签约投资额58.9亿元, 重点打造软件信息、影视传媒、科技研发、电子商务四大产业集群; 来安区域新增签约入园企业8家, 新增签约投资额37.5亿, 智能制造产业集群初具规模, 公司产业新城业务的异地复制成效逐渐显现; 2) 特色小镇初具规模: 公司聚焦科技智造、现代服务、文化旅游三大类别的产业小镇, 已成功打造出一系列产业小镇。大厂影视小镇、香河机器人小镇、嘉善人才创业小镇等已初具规模, 其中, 大厂影视小镇荣登“2016文化价值特色小镇”榜单榜首, 为政策支持的新领域树立了标杆, 也奠定了公司在特色小镇建设的优势基础。

■园区配套住宅稳步增长, 城市地产开发业务同比减少: 1) 京津冀区域收入占比下降: 根据克而瑞的数据, 公司17年1-7月销售额在房企中排名第9, 在京津冀区域的资源禀赋优越, 2017年上半年公司京津冀区域营收占比87%, 占比相较于16年全年(90%)和16年上半年(93.8%)有所降低, 但仍然为主要收入来源, 在国家大力建设雄安新区背景下, 有先决优势; 2) 房地产开发业务分化: 公司深耕京津冀区域, 已具有良好的市场认可度和客户口碑, 并已完成了长三角、珠三角等地区的战略布局, 落地全国23座城市。受全国大范围调控政策影响, 17年上半年公司城市地产开发业务同比减少37.48%, 但园区配套住宅业务录得同比8.32%的增速, 未来预计公司房地产业务将主要依托产业新城开展园区配套住宅业务。

■投资建议: 我们认为在国家大力建设雄安新区背景下, 公司京津冀区域的资源禀赋有优越性; 公司产业新城业务模式成熟, 异地复制成效渐显; 公司以PPP模式助力未来核心城市群形成, 快速布局产业小镇发展, 行业前景向好, 业务潜力巨大。我们预计公司17-19年公司EPS为2.98、4.05、5.26, 维持“买入-A”评级, 6个月目标价35.76元。

■风险提示: 行业调控力度强于预期; 产业新城资金需求量大, 循环周期长。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	38,334.7	53,820.6	72,679.3	98,255.2	132,497.1
净利润	4,800.8	6,491.6	7,307.3	9,946.5	12,905.2
每股收益(元)	1.62	2.20	2.98	4.05	5.26
每股净资产(元)	4.58	8.58	12.48	16.59	21.85
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.5	13.7	10.1	7.4	5.7
市净率(倍)	6.6	3.5	2.4	1.8	1.4
净利润率	12.5%	12.1%	10.1%	10.1%	9.7%
净资产收益率	35.5%	25.6%	23.8%	24.4%	24.1%
股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.5%	21.3%	17.0%	16.0%	20.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级 买入-A

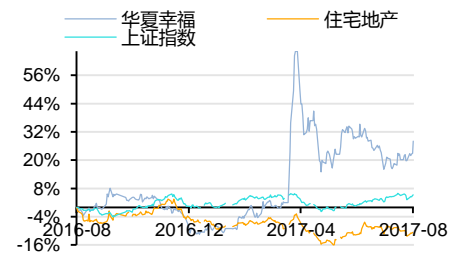
维持评级

6个月目标价: 35.76元
股价(2017-08-18) 33.59元

交易数据

总市值(百万元)	99,256.66
流通市值(百万元)	99,256.66
总股本(百万股)	2,954.95
流通股本(百万股)	2,954.95
12个月价格区间	23.66/44.39元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.77	-6.05	13.13
绝对收益	4.68	-0.76	18.25

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: 京津冀地产巨擘, 华夏“千年大计”/陈天诚	2017-04-07
华夏幸福: 华夏幸福业绩预增点评/陈天诚	2017-01-04
华夏幸福: PPP 创新拓展, 销售剑指千亿/陈天诚	2016-10-28
华夏幸福: ——公司16年半年报点评/陈天诚	2016-08-17
华夏幸福: 2016年2季度业绩点评/陈天诚	2016-07-13

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,334.7	53,820.6	72,679.3	98,255.2	132,497.1	成长性					
减:营业成本	25,103.4	36,045.2	50,097.9	68,700.0	91,363.4	营业收入增长率	42.6%	40.4%	35.0%	35.2%	34.9%
营业税费	2,709.0	3,134.8	4,805.1	6,023.0	8,199.8	营业利润增长率	36.3%	27.7%	21.1%	36.8%	33.8%
销售费用	1,236.4	1,875.2	1,853.3	2,142.0	3,630.4	净利润增长率	35.7%	35.2%	12.6%	36.1%	29.7%
管理费用	2,551.6	3,622.8	5,022.1	6,111.5	8,771.8	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	19.9%	37.2%	30.8%
财务费用	1.3	563.0	587.0	1,056.4	1,120.2	EBIT 增长率	35.6%	35.9%	20.1%	39.0%	31.9%
资产减值损失	133.7	176.4	26.7	23.4	127.4	NOPLAT 增长率	29.5%	30.1%	21.4%	37.1%	29.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	51.7%	46.2%	0.5%	34.2%
投资和汇兑收益	303.8	415.0	389.0	401.0	245.0	净资产增长率	47.3%	48.4%	14.3%	23.3%	24.4%
营业利润	6,903.0	8,818.3	10,676.1	14,599.9	19,529.1	利润率					
加:营业外净收支	45.5	157.2	66.2	-24.4	-25.9	毛利率	34.5%	33.0%	31.1%	30.1%	31.0%
利润总额	6,948.6	8,975.5	10,742.3	14,575.4	19,503.2	营业利润率	18.0%	16.4%	14.7%	14.9%	14.7%
减:所得税	1,961.5	2,807.4	3,277.5	4,584.0	6,406.8	净利润率	12.5%	12.1%	10.1%	10.1%	9.7%
净利润	4,800.8	6,491.6	7,307.3	9,946.5	12,905.2	EBITDA/营业收入	18.8%	18.5%	16.5%	16.7%	16.2%
						EBIT/营业收入	18.0%	17.4%	15.5%	15.9%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	19	17	14	11	9
货币资金	36,801.7	45,503.1	47,459.6	69,761.2	91,423.0	流动营业资本周转天数	228	182	215	196	175
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,228	1,262	1,193	1,100	1,071
应收账款	9,190.3	16,437.5	15,345.8	24,556.7	31,318.7	应收账款周转天数	72	86	79	73	76
应收票据	1.9	0.1	2.0	1.7	2.8	存货周转天数	840	829	824	771	736
预付账款	2,539.4	3,551.3	4,826.1	6,280.4	8,881.8	总资产周转天数	1,327	1,400	1,328	1,204	1,150
存货	100,621.2	147,344.7	185,527.7	235,069.1	306,512.7	投资资本周转天数	275	255	280	247	215
其他流动资产	4,610.7	10,724.4	4,940.6	6,758.6	7,474.5	投资回报率					
可供出售金融资产	528.0	683.8	404.0	538.6	542.1	ROE	35.5%	25.6%	23.8%	24.4%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
长期股权投资	131.0	1,182.1	2,123.1	2,825.1	3,723.1	ROIC	17.5%	21.3%	17.0%	16.0%	20.5%
投资性房地产	807.4	1,373.3	1,758.2	2,203.7	2,669.2	费用率					
固定资产	2,379.0	2,670.1	2,982.1	3,151.2	3,207.4	销售费用率	3.2%	3.5%	2.6%	2.2%	2.7%
在建工程	2,218.8	3,338.5	3,339.1	3,339.6	3,713.2	管理费用率	6.7%	6.7%	6.9%	6.2%	6.6%
无形资产	4,512.1	6,140.0	5,771.8	5,403.5	5,035.2	财务费用率	0.0%	1.0%	0.8%	1.1%	0.8%
其他非流动资产	4,281.9	10,954.3	11,750.3	11,165.7	10,687.1	三费/营业收入	9.9%	11.3%	10.3%	9.5%	10.2%
资产总额	168,623.4	249,903.3	286,230.3	371,055.1	475,190.9	偿债能力					
短期债务	7,008.4	300.0	32,372.0	25,494.8	40,692.3	资产负债率	84.8%	84.8%	84.8%	85.6%	86.0%
应付账款	22,435.0	30,980.6	25,296.0	41,152.1	67,645.2	负债权益比	557.9%	557.1%	558.4%	592.3%	612.5%
应付票据	1,820.6	1,296.4	2,433.1	2,276.7	4,711.9	流动比率	1.35	1.40	1.27	1.33	1.34
其他流动负债	82,575.4	127,122.3	143,366.8	189,430.4	220,439.5	速动比率	0.47	0.48	0.36	0.42	0.42
长期借款	20,594.6	20,291.4	29,382.2	38,283.2	59,780.9	利息保障倍数	5,287.91	16.66	19.19	14.82	18.43
其他非流动负债	8,559.4	31,881.0	9,908.3	20,820.0	15,223.4	分红指标					
负债总额	142,993.4	211,871.6	242,758.5	317,457.3	408,493.1	DPS(元)	0.54	-	-	-	-
少数股东权益	12,103.2	12,670.8	12,828.3	12,873.3	13,064.5	分红比率	33.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,645.8	2,954.9	2,954.9	2,954.9	2,954.9	股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,846.7	21,161.4	28,188.8	38,270.0	51,178.7						
股东权益	25,630.0	38,031.7	43,471.7	53,597.8	66,697.7						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	4,987.1	6,168.1	7,307.3	9,946.5	12,905.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	315.0	791.2	693.2	752.8	806.0	EPS(元)	1.62	2.20	2.98	4.05	5.26
资产减值准备	133.7	176.4	-	-	-	BVPS(元)	4.58	8.58	12.48	16.59	21.85
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	18.5	13.7	10.1	7.4	5.7
财务费用	189.6	804.2	587.0	1,056.4	1,120.2	PB(X)	6.6	3.5	2.4	1.8	1.4
投资损失	-303.8	-415.0	-389.0	-401.0	-245.0	P/FCF	4.5	7.3	44.7	3.2	3.4
少数股东损益	186.3	-323.5	157.5	45.0	191.2	P/S	2.3	1.6	1.0	0.7	0.6
营运资金的变动	-640.7	-2,270.3	-21,013.0	987.8	-21,618.0	EV/EBITDA	13.6	9.2	9.2	6.1	5.2
经营活动产生现金流量	7,449.7	7,763.1	-12,656.9	12,387.4	-6,840.4	CAGR(%)	26.1%	28.5%	25.2%	26.1%	28.5%
投资活动产生现金流量	-5,795.5	-25,062.3	1,626.5	-2,801.6	-2,208.7	PEG	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	19,295.8	25,393.8	12,986.9	12,715.7	30,711.0	ROIC/WACC	3.0	3.7	2.9	2.7	3.5
						REP	1.1	0.5	0.6	0.5	0.3

■ 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	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
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