

业绩增长符合预期, 异地复制初步验证

投资要点

- **事件:** 公司公布年报, 2017年实现营业收入596.4亿(+10.8%), 实现归属于上市公司股东的净利润87.8亿(35.3%), 加权ROE为31.4%, 相比2016年提升了1.9个百分点。
- **业绩符合预期、毛利率提升明显。** 公司业绩增速基本与2016年相当, 依然维持在30%以上的增长。而对比营收增速, 归母净利润增速抢眼, 主因整体的销售毛利率从2016年的33.0%提升到2017年的47.9%。从业务类型上看, 房地产开发业务和其他业务毛利率增加明显, 2017年公司房地产开发业务板块营收占比48.5%, 其结算毛利率同比增长了4.7个百分点。从分布区域上看, 环北京区域营收持平, 但毛利率增加了16.3个百分点, 环上海区域营收增长157.4%, 同时毛利率同比增长了18.5个百分点。
- **京津冀以外区域销售放量, 初步验证产业新城异地的可复制性。** 2017年公司实现销售额1522.1亿, 同比增长26.5%, 其中产业新城全区结算收入299.1亿, 房地产签约销售额1200.5亿, 其他业务(物业、酒店等)销售额22.5亿。报告期末公司储备开发用地规划计容建面积为988.3万方。公司在京津冀以外区域销售额占比从2016年的7%大幅提升至23%, 特别是杭州周边的嘉善和南京周边的来安, 销售表现超出预期, 初步印证了公司产业新城在环京以外的可复制性。
- **环京之外都市圈布局卡位基本完成, 资源锁定性强。** 公司的核心产品“产业新城和产业小镇”围绕国家战略, 积极在京津冀以外的南京、杭州、郑州、长沙、武汉、广州、深圳、成都等周边布局。在上述城市周边, 公司基本完成了区域选址和卡位, 对后续地产开发所需要的资源具有很强的锁定性。公司正通过和操盘能力优秀、周转能力较快的房企合作开发, 提升开发能力和变现速度。在环京之外的区域销售放量的同时也能改善产业发展服务收入的回款情况。
- **销售回款存在一定压力, 期待年内逐步改善。** 受到去年环京严厉的调控政策和冻结的房地产市场影响, 公司在该区域的住宅销售和产业发展服务收入的回款均受到一定程度的影响。从现金流量表看出, 2017年公司销售商品提供劳务收到的现金为780.5亿, 同比减少了13.4%。公司2017年末的应收账款为189.1亿, 同比增长了99.0%, 表明政府园区结算款的周期有所延长。此外, 公司还针对部分存在房价调整的城市计提了39.4亿的存货跌价准备, 影响2017年净利润3.0亿。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为3.72元、4.92元、6.29元。考虑公司作为产业新城和环一二线开发商优质标的, 给予公司2018年11倍估值, 对应目标价40.92元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售及园区结算回款低于预期等。

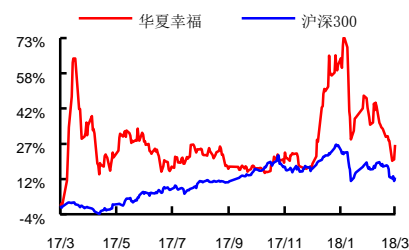
| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 59635.42 | 64929.61 | 81410.29 | 101873.56 |
| 增长率 | 10.80% | 8.88% | 25.38% | 25.14% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 8780.81 | 10986.96 | 14528.64 | 18572.58 |
| 增长率 | 35.26% | 25.12% | 32.24% | 27.83% |
| 每股收益EPS(元) | 2.97 | 3.72 | 4.92 | 6.29 |
| 净资产收益率ROE | 12.40% | 15.46% | 17.42% | 18.74% |
| PE | 11 | 9 | 7 | 5 |
| PB | 1.40 | 1.39 | 1.19 | 1.00 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 29.55 |
| 流通A股(亿股) | 29.55 |
| 52周内股价区间(元) | 27.03-45.94 |
| 总市值(亿元) | 992.27 |
| 总资产(亿元) | 3,364.84 |
| 每股净资产(元) | 12.67 |

相关研究

1. 华夏幸福(600340): PPP资产证券化成功落地, 产业新城开启内生增长(2017-08-18)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 59635.42 | 64929.61 | 81410.29 | 101873.56 | 净利润 | 8806.57 | 11019.20 | 14571.27 | 18627.07 |
| 营业成本 | 31051.80 | 37022.24 | 45340.61 | 56175.74 | 折旧与摊销 | 1480.59 | 842.76 | 908.76 | 993.76 |
| 营业税金及附加 | 5183.80 | 5644.00 | 7076.58 | 8855.35 | 财务费用 | 980.03 | 34.18 | 42.85 | 53.62 |
| 销售费用 | 1962.93 | 2137.19 | 2679.66 | 3353.22 | 资产减值损失 | 832.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 7487.50 | 4350.28 | 5454.49 | 6825.53 | 经营营运资本变动 | -39803.98 | 101086.99 | 15359.24 | 15413.75 |
| 财务费用 | 980.03 | 34.18 | 42.85 | 53.62 | 其他 | 11476.82 | 30.14 | -1.36 | -3.23 |
| 资产减值损失 | 832.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | -16227.73 | 113013.28 | 30880.76 | 35084.99 |
| 投资收益 | 734.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -3256.22 | -600.00 | -800.00 | -1000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -16773.69 | 1787.18 | -3205.61 | -2943.89 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -20029.91 | 1187.18 | -4005.61 | -3943.89 |
| 营业利润 | 12877.80 | 15741.72 | 20816.10 | 26610.10 | 短期借款 | 6545.78 | -6345.78 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -78.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 16782.60 | 1000.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 12799.08 | 15741.72 | 20816.10 | 26610.10 | 股权融资 | -2444.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 3992.51 | 4722.52 | 6244.83 | 7983.03 | 支付股利 | 0.00 | -1756.16 | -2197.39 | -2905.73 |
| 净利润 | 8806.57 | 11019.20 | 14571.27 | 18627.07 | 其他 | 36214.89 | -11458.34 | -42.85 | -53.62 |
| 少数股东损益 | 25.77 | 32.24 | 42.63 | 54.50 | 筹资活动现金流净额 | 57098.32 | -18560.28 | -2240.25 | -2959.35 |
| 归属母公司股东净利润 | 8780.81 | 10986.96 | 14528.64 | 18572.58 | 现金流量净额 | 20880.21 | 95640.19 | 24634.91 | 28181.75 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 68104.88 | 163745.07 | 188379.98 | 216561.73 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 31118.07 | 20879.55 | 26648.30 | 33456.80 | 销售收入增长率 | 10.80% | 8.88% | 25.38% | 25.14% |
| 存货 | 229794.39 | 146577.95 | 176799.60 | 216812.78 | 营业利润增长率 | 46.04% | 22.24% | 32.24% | 27.83% |
| 其他流动资产 | 19468.95 | 12650.88 | 15926.16 | 19965.66 | 净利润增长率 | 42.78% | 25.12% | 32.24% | 27.83% |
| 长期股权投资 | 4038.43 | 4038.43 | 4038.43 | 4038.43 | EBITDA 增长率 | 50.78% | 8.35% | 30.98% | 27.06% |
| 投资性房地产 | 2874.21 | 2373.90 | 2540.67 | 2485.08 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 7108.93 | 7176.53 | 7235.14 | 7284.74 | 毛利率 | 47.93% | 42.98% | 44.31% | 44.86% |
| 无形资产和开发支出 | 5734.66 | 5603.32 | 5614.98 | 5750.64 | 三费率 | 17.49% | 10.04% | 10.04% | 10.04% |
| 其他非流动资产 | 7622.20 | 10396.75 | 13256.55 | 16077.00 | 净利率 | 14.77% | 16.97% | 17.90% | 18.28% |
| 资产总计 | 375864.71 | 373442.37 | 440439.82 | 522432.87 | ROE | 12.40% | 15.46% | 17.42% | 18.74% |
| 短期借款 | 6845.78 | 500.00 | 500.00 | 500.00 | ROA | 2.34% | 2.95% | 3.31% | 3.57% |
| 应付和预收款项 | 173802.93 | 173505.80 | 220631.30 | 277136.35 | ROIC | 13.80% | 28.48% | -77.21% | -56.14% |
| 长期借款 | 37073.98 | 38073.98 | 38073.98 | 38073.98 | EBITDA/销售收入 | 25.72% | 25.59% | 26.74% | 27.15% |
| 其他负债 | 87109.47 | 90065.89 | 97563.97 | 107330.61 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 304832.16 | 302145.67 | 356769.25 | 423040.95 | 总资产周转率 | 0.19 | 0.17 | 0.20 | 0.21 |
| 股本 | 2954.95 | 2954.95 | 2954.95 | 2954.95 | 固定资产周转率 | 21.64 | 22.58 | 27.70 | 34.04 |
| 资本公积 | 3437.31 | 3437.31 | 3437.31 | 3437.31 | 应收账款周转率 | 4.20 | 4.53 | 7.42 | 7.41 |
| 留存收益 | 21703.87 | 30934.68 | 43265.92 | 58932.77 | 存货周转率 | 0.16 | 0.20 | 0.28 | 0.29 |
| 归属母公司股东权益 | 37095.02 | 37326.93 | 49658.17 | 65325.02 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 130.88% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 33937.53 | 33969.77 | 34012.40 | 34066.90 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 71032.55 | 71296.70 | 83670.58 | 99391.92 | 资产负债率 | 81.10% | 80.91% | 81.00% | 80.98% |
| 负债和股东权益合计 | 375864.71 | 373442.37 | 440439.82 | 522432.87 | 带息债务/总负债 | 27.19% | 25.66% | 21.73% | 18.33% |
| | | | | | 流动比率 | 1.53 | 1.53 | 1.46 | 1.41 |
| | | | | | 速动比率 | 0.52 | 0.88 | 0.83 | 0.78 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 15.98% | 15.12% | 15.65% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 15338.41 | 16618.66 | 21767.72 | 27657.49 | 每股收益 | 2.97 | 3.72 | 4.92 | 6.29 |
| PE | 11.30 | 9.03 | 6.83 | 5.34 | 每股净资产 | 24.04 | 24.13 | 28.32 | 33.64 |
| PB | 1.40 | 1.39 | 1.19 | 1.00 | 每股经营现金 | -5.49 | 38.25 | 10.45 | 11.87 |
| PS | 1.66 | 1.53 | 1.22 | 0.97 | 每股股利 | 0.00 | 0.59 | 0.74 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 7.76 | 0.85 | -0.65 | -1.63 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 1.77% | 2.21% | 2.93% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |