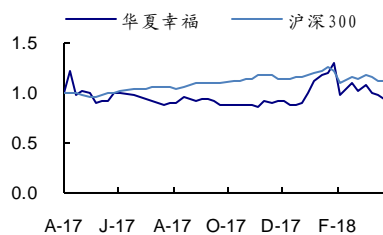


**证券研究报告—动态报告**
**房地产**
**房地产开发 II**
**华夏幸福(600340)**
**买入**
**2017 年年报点评**

(维持评级)

2018年04月02日

**一年该股与沪深 300 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)	96,952/96,952
上证综指/深圳成指	3,169/10,869
12 个月最高/最低(元)	47.40/26.60

**相关研究报告:**

《华夏幸福-600340-2017 年半年报点评: 产业新城销售显著增长, PPP 模式持续领先》  
 ——2017-08-18  
 《华夏幸福-600340-销售首破千亿, PPP 模式持续拓展、长期受益雄安新区发展》  
 ——2017-04-02  
 《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

**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号: S0980510120051

**证券分析师: 王越明**

电话: 0755-82130478  
 E-MAIL: wangyue@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: 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。

**财报点评**

# 产业实力领先, 异地复制兑现

**● 2017 年净利增长 35.3%, EPS2.97 元/股**

2017 年实现收入 596.4 亿元, 同比增长 10.8%; 归母净利润 87.8 亿元, 同比增长 35.3%; 按最新股本计算的 EPS 为 2.97 元/股, 基本符合预期。公司拟每 10 股派现金 9 元。

**● 行业地位领先, 入园企业及投资额持续增加**

2017 年, 公司实现销售面积 951.18 万平方米; 销售金额 1522.12 亿元, 同比增长 26.5%; 销售均价 12621 元/平方米, 同比增长 19.56%; 根据克而瑞数据, 公司 2017 年销售额排名第 9, 行业地位领先。2017 年新增签署产业新城和产业小镇 PPP 项目协议 21 个; 新增签约入园企业 635 家, 较 2016 年增加 199 家; 新增签约投资额约 1650.6 亿元, 同比增长 47%; 截至 2017 年末, 公司储备开发用地规划计容建面约 988.27 万平方米。公司预计 2018 年销售额为 2100 亿元, 较 2017 年同比增长 38%; 施工面积约 4354 万平方米; 新开工面积约 1988.4 万平方米; 竣工面积合计约 1010.6 万平方米。

**● 成本降低、财务优化, 业绩锁定性佳**

公司融资方式多样, 2017 年平均融资成本较 2016 年下降 0.99 个百分点至 5.98%; 成功发行 16 亿元非公开发行公司债券, 19 亿元中期票据, 60 亿元超短期融资券, 10 亿元短期融资券及 10 亿美元境外债; 公司自身产业新城 PPP 业务模式在融资方面亦体现出优异性, 全年发行三笔 PPP 资产证券化项目, 规模总计 41.06 亿元。截至 2017 年末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 70.8%, 较 2016 年末下降 3.4 个百分点; 净负债率为 48.2%, 较 2016 年末大幅下降 14 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, 短期偿债能力较好。公司 2017 年末预收款为 1324.76 亿元, 可锁定 2018 年 wind 一致预期营收的 152%。

**● 产业发展能力全国领先, 异地复制逐步兑现**

公司坚持“产业优先”核心策略, 凭借全球最大的约 4600 人的产业发展团队, 为所在区域提供产业升级的全流程综合解决方案, 其中, 固安成功引入具有自主知识产权的云谷第 6 代 AMOLED 项目, 是我国参与国际新型显示产业竞争的重大项目, 公司产业发展能力全国领先。2017 年, 公司异地复制逐步兑现, 京津冀以外区域销售额占比从 2016 的 7%大幅提升至 23%, 杭州区域和南京区域分别以 3 年和 2 年的时间实现销售额超百亿, 产业新城模式可复制性得到印证。

**● 估值较便宜, 维持“买入”评级**

公司入园企业增长显著, 财务显著优化, 产业新城异地复制得到印证, 预计 2018、2019 年 EPS 分别为 3.78、4.56 元, 对应 PE 为 8.7、7.2X, 估值较便宜, 维持“买入”评级。

**● 风险**

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,821	59,635	74,306	89,984	106,631
(+/-%)	40.4%	10.8%	24.6%	21.1%	18.5%
净利润(百万元)	6,492	8,781	11163.07	13485.70	16103.23
(+/-%)	35.2%	35.3%	27.1%	20.8%	19.4%
摊薄每股收益(元)	2.20	2.97	3.78	4.56	5.45
EBIT Margin	17.7%	23.1%	23.0%	22.9%	22.9%
净资产收益率(ROE)	25.6%	23.7%	24.9%	24.8%	24.5%
市盈率(PE)	14.9	11.0	8.7	7.2	6.0
EV/EBITDA	29.9	26.3	22.6	18.8	16.5
市净率(PB)	3.8	2.6	2.16	1.78	1.48

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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	68105	70228	72547	74981	营业收入	59635	74306	89984	106631
应收款项	29498	36644	44376	52585	营业成本	31052	38788	47152	55981
存货净额	229794	237244	233663	243628	营业税金及附加	5184	6465	7829	9277
其他流动资产	14849	18205	22046	26125	销售费用	1963	2526	3059	3625
<b>流动资产合计</b>	<b>348486</b>	<b>362321</b>	<b>372632</b>	<b>397319</b>	管理费用	7488	9436	11317	13315
固定资产	7109	11825	15324	18540	财务费用	980	1165	1325	1326
无形资产及其他	5193	4674	4154	3635	投资收益	734	300	300	300
投资性房地产	11038	11038	11038	11038	资产减值及公允价值变动	(832)	0	0	0
长期股权投资	4038	4038	4038	4038	其他收入	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>375865</b>	<b>393897</b>	<b>407187</b>	<b>434571</b>	营业利润	12878	16226	19602	23406
短期借款及交易性金融负债	26271	28221	28615	29248	营业外净收支	(79)	0	0	0
应付款项	33889	41579	50282	59592	<b>利润总额</b>	<b>12799</b>	<b>16226</b>	<b>19602</b>	<b>23406</b>
其他流动负债	167904	168238	162808	168831	所得税费用	3993	5030	6077	7256
<b>流动负债合计</b>	<b>228064</b>	<b>238037</b>	<b>241705</b>	<b>257671</b>	少数股东损益	26	33	39	47
长期借款及应付债券	76041	76262	76417	76530	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8781</b>	<b>11163</b>	<b>13486</b>	<b>16103</b>
其他长期负债	727	727	727	727					
<b>长期负债合计</b>	<b>76768</b>	<b>76989</b>	<b>77144</b>	<b>77257</b>					
<b>负债合计</b>	<b>304832</b>	<b>315027</b>	<b>318850</b>	<b>334928</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	33938	33960	33988	34021	净利润	8781	11163	13486	16103
股东权益	37095	44909	54349	65621	资产减值准备的增加(减少)	656	(832)	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>375865</b>	<b>393897</b>	<b>407187</b>	<b>434571</b>	折旧摊销	893	1135	1521	1803
					公允价值变动损失	832	0	0	0
					财务费用	980	1165	1325	1326
					营运资本变动	(36651)	(10760)	(4719)	(6920)
					其它	(652)	855	28	33
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(26142)</b>	<b>1561</b>	<b>10315</b>	<b>11020</b>
					资本开支	(1304)	(4500)	(4500)	(4500)
					其它投资现金流	(3240)	6240	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(7400)</b>	<b>1740</b>	<b>(4500)</b>	<b>(4500)</b>
					权益性融资	40071	0	0	0
					负债净变化	16783	221	155	113
					支付股利、利息	(7512)	(3349)	(4046)	(4831)
					其它融资现金流	(2467)	1950	394	632
					<b>融资活动现金流</b>	<b>56144</b>	<b>(1178)</b>	<b>(3496)</b>	<b>(4086)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>22602</b>	<b>2123</b>	<b>2319</b>	<b>2434</b>
					货币资金的期初余额	45503	68105	70228	72547
					货币资金的期末余额	68105	70228	72547	74981
					企业自由现金流	(27464)	(2332)	6535	7242
					权益自由现金流	(13149)	(966)	6170	7072

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	2.97	3.78	4.56	5.45
每股红利	2.54	1.13	1.37	1.63
每股净资产	12.55	15.20	18.39	22.21
ROIC	7%	7%	8%	9%
ROE	24%	25%	25%	25%
毛利率	48%	48%	48%	48%
EBIT Margin	23%	23%	23%	23%
EBITDA Margin	25%	25%	25%	25%
收入增长	11%	25%	21%	19%
净利润增长率	35%	27%	21%	19%
资产负债率	90%	89%	87%	85%
息率	7.7%	3.5%	4.2%	5.0%
P/E	11.0	8.7	7.2	6.0
P/B	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	27.1	22.6	18.8	16.5

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032