

证券研究报告

公司研究——年报点评

华夏幸福（600340.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2016.9.26

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 83326867

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

相关研究

《模式制胜，引领产业升级》2016.9

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

深耕京津冀，乘雄安新区东风

华夏幸福年报点评

2017年4月10日

事件：2017年3月30日，华夏幸福发布2016年报。2016年，公司实现营业收入538.21亿元，同比增长40.4%；实现归母净利润64.92亿元，同比增长35.22%；实现基本每股收益2.22元，同比增长22.65%。

点评：

- **产业园区开发业务实现快速增长。**2016年，公司产业园区开发板块实现营业收入约172.91亿元，同比增长76.91%；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年产业园区开发为公司贡献的毛利占比近66%，公司早年开发的产业园区目前已逐步进入结算期。
- **公司签约销售额大幅增长，未来收益确定性较高。**受益于2016年房地产市场的高度景气，公司报告期内销售额首次突破千亿，达到1203.25亿元，同比增长66.43%。其中，产业新城业务销售额共计901.24亿元（含园区结算收入额177.59亿元，产业园区配套住宅签约销售额723.65亿元），同比增长51.8%；城市地产签约销售额281.84亿元，同比增长133.5%。2016年末，公司预收账款1025.48亿元，占2016年营业收入的比重为190.5%，未来收益确定性较高。
- **PPP模式再获国家肯定。**公司是产业新城PPP模式领先者，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。继“固安工业园区”入选国家发改委PPP项目典型案例库后，2016年10月，公司作为社会投资人参与的“河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发PPP项目”及“南京市溧水区产业新城项目”双双入选财政部等20个部委共同发布的第三批政府和社会资本合作示范项目。产业新城PPP模式的广泛认可，为公司进入新区域提供了业务范本，为各级各地政府与华夏幸福的合作提供了更为有利的政策保障，为加快公司新项目的拓展速度提供了坚实保障。
- **积极进行区域拓展。**公司在深耕环北京的同时，积极向长江经济带、中原地区、珠三角地区异地复制，还积极对一带一路沿线国家进行海外拓展，助力公司产业新城模式获得广泛的国际影响力。2016年度，公司新增11个园区进行产业新城的开发建设，2016年6月公司首座国际产业新城落地印尼，在随后半年内又完成印度、越南、埃及等一带一路沿线重要国家的产业新城布局。

表 1：2016 年公司新增产业新城布局

国内	河北省	邢台市、邯郸市丛台区
	河南省	焦作市武陟县、许昌市长葛市
	安徽省	六安市舒城县
	江苏省	南京市溧水区、南京市江宁区湖熟街道新市镇
	浙江省	湖州市南浔区
	湖北省	武汉市新洲区
	四川省	眉山市彭山区
	广东省	江门高新技术产业开发区及江海区
国外	印尼	与印尼知名企业马龙佳集团旗下旗舰企业签订协议，公司首座国际产业新城正式落地印尼
	印度	哈里亚纳邦、马哈拉施特拉邦
	越南	东西贡城区和同奈省
	埃及	新行政首都

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **深耕京津冀，乘雄安新区东风。** 中央设立“雄安新区”，这是继京津冀一体化、设立通州副中心后又一重大举措；对于集中疏解北京非首都功能，探索人口经济密集地区优化开发新模式，调整优化京津冀城市布局 and 空间结构，培育创新驱动发展新引擎，具有重大现实意义和深远历史意义

从区域布局上来看，公司在京津冀地区的区位优势明显。华夏幸福作为河北成长起来的、深耕京津冀地区的企业，在固安、大厂、香河、涿州、永年、霸州等环北京地区深入布局，已布局约 20 个产业园区。2016 年公司环北京地区营收占比达到 91%，贡献的毛利占比近 95%。预计公司将充分受益于雄安新区的设立和京津冀协同发展的深化，未来发展前景可期。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017 年至 2019 年归属母公司净利润分别为 89.5 亿元、133.4 亿元和 171.8 亿元，按照公司最新股本计算，对应的每股收益分别为 3.03 元、4.52 元和 5.82 元，对应的 2017 年 4 月 7 日收盘价（36.29 元）的市盈率分别为 12 倍、8 倍和 6 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**货币政策收紧；房地产调控严厉程度超预期。

公司主要财务数据及预测

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	38,334.69	53,820.59	75,072.53	96,469.01	126,050.63
增长率 YoY%	42.58%	40.40%	39.49%	28.50%	30.66%
归属母公司净利润（百万元）	4,800.77	6,491.58	8,954.32	13,344.98	17,184.04
增长率 YoY%	35.71%	35.22%	37.94%	49.03%	28.77%
毛利率%	34.52%	33.03%	33.63%	33.86%	33.52%
净资产收益率 ROE%	35.49%	25.60%	26.09%	28.08%	26.64%
每股收益 EPS(元)	1.62	2.20	3.03	4.52	5.82
市盈率 P/E（倍）	22.34	16.52	11.98	8.04	6.24
市净率 P/B（倍）	7.10	4.23	3.12	2.26	1.66

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 4 月 7 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	153,765.12	223,561.17	299,404.89	366,945.07	439,078.03
货币资金	36,801.67	45,503.09	50,938.98	75,514.08	100,185.88
应收票据	7,179.37	9,500.84	13,287.84	17,075.02	22,310.96
应收账款	2,012.78	6,936.74	9,676.85	12,434.86	16,247.93
预付账款	2,539.36	3,551.33	4,954.79	6,366.95	8,319.34
存货	100,621.20	147,344.75	206,282.65	237,225.05	268,064.30
其他	4,610.74	10,724.43	14,263.78	18,329.11	23,949.62
非流动资产	14,858.23	26,342.16	34,994.93	44,045.64	56,558.67
长期投资	130.96	1,182.15	1,182.15	1,182.15	1,182.15
固定资产	12,807.89	21,829.86	30,029.01	38,587.61	50,420.25
无形资产	4,512.08	6,140.03	6,876.83	7,426.98	7,872.59
其他	-2,592.70	-2,809.88	-3,093.06	-3,151.09	-2,916.33
资产总计	168,623.35	249,903.33	334,399.81	410,990.71	495,636.70
流动负债	113,839.40	159,699.25	223,046.49	273,884.62	349,251.86
短期借款	7,008.40	300.00	550.00	790.00	1,246.00
应付账款	16,026.91	21,721.85	30,044.86	38,474.18	50,530.47
其他	90,804.08	137,677.40	192,451.63	234,620.44	297,475.39
非流动负债	29,153.95	52,172.37	63,999.79	75,994.19	67,583.82
长期借款	20,594.59	51,633.04	63,234.05	75,010.21	66,298.10
其他	8,559.37	539.33	765.74	983.98	1,285.72
负债合计	142,993.35	211,871.62	287,046.28	349,878.81	416,835.68
少数股东权益	12,103.21	12,670.79	13,038.29	13,585.99	14,291.25
归属母公司股东权益	13,526.79	25,360.91	34,315.24	47,525.90	64,509.76
负债和股东权益	168,623.35	249,903.33	334,399.81	410,990.71	495,636.70

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,334.69	53,820.59	75,072.53	96,469.01	126,050.63
同比	42.58%	40.40%	39.49%	28.50%	30.66%
归属母公司净利润	4,800.77	6,491.58	8,954.32	13,344.98	17,184.04
同比	35.71%	35.22%	37.94%	49.03%	28.77%
毛利率	34.52%	33.03%	33.63%	33.86%	33.52%
ROE	35.49%	25.60%	26.09%	28.08%	26.64%
每股收益(元)	1.62	2.20	3.03	4.52	5.82
P/E	22.34	16.52	11.98	8.04	6.24
P/B	7.10	4.23	3.12	2.26	1.66
EV/EBITDA	9.44	9.28	16.13	11.35	8.42

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,334.69	53,820.59	75,072.53	96,469.01	126,050.63
营业成本	25,103.36	36,045.15	49,825.64	63,804.61	83,798.46
营业税金及附加	2,709.02	3,134.77	4,444.29	5,710.97	7,462.20
营业费用	1,236.44	1,875.22	2,702.61	3,472.88	4,537.82
管理费用	2,551.62	3,622.76	5,067.40	4,306.81	5,656.40
财务费用	1.31	563.02	596.03	639.05	729.04
资产减值损失	133.68	176.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	303.79	414.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,903.04	8,818.27	12,436.56	18,534.70	23,866.72
营业外收入	84.52	198.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	39.00	40.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	6,948.56	8,975.52	12,436.56	18,534.70	23,866.72
所得税	1,961.47	2,807.40	3,109.14	4,633.67	5,966.68
净利润	4,987.09	6,168.12	9,327.42	13,901.02	17,900.04
少数股东损益	186.32	-323.46	373.10	556.04	716.00
归属母公司净利润	4,800.77	6,491.58	8,954.32	13,344.98	17,184.04
EBITDA	6,904.35	9,381.29	13,032.59	19,173.75	24,595.76
EPS (摊薄)	1.62	2.20	3.03	4.52	5.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7,449.72	7,763.06	-6,715.19	26,865.44	48,198.71
净利润	4,800.77	6,491.58	8,954.32	13,344.98	17,184.04
折旧摊销	125.05	315.01	398.92	402.19	419.02
财务费用	1.31	563.02	596.03	639.05	729.04
投资损失	-303.79	-414.97	0.00	-303.79	0.00
营运资金变动	5,420.08	-13,697.04	-16,192.85	12,813.21	30,244.09
其它	-2,593.70	14,505.47	-471.62	-333.99	-377.48
投资活动现金流	-5,795.55	-25,062.32	-8,199.15	-8,558.59	-11,832.65
资本支出	-7,360.84	-9,021.96	-8,199.15	-8,558.59	-11,832.65
长期投资	113.67	1,051.18	0.00	0.00	0.00
其他	1,451.63	-17,091.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	19,295.84	25,393.75	20,356.14	6,268.25	9,320.60
吸收投资	7900.00	29175.01	20162.00	7330.00	6253.00
借款	16521.45	2268.35	6773.94	4298.05	12865.90
支付利息或股息	-5125.61	-6049.60	-6579.80	-5359.80	-9798.30
现金净增加额	4374.28	20956.08	5441.79	24575.10	45686.66

研究团队简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。