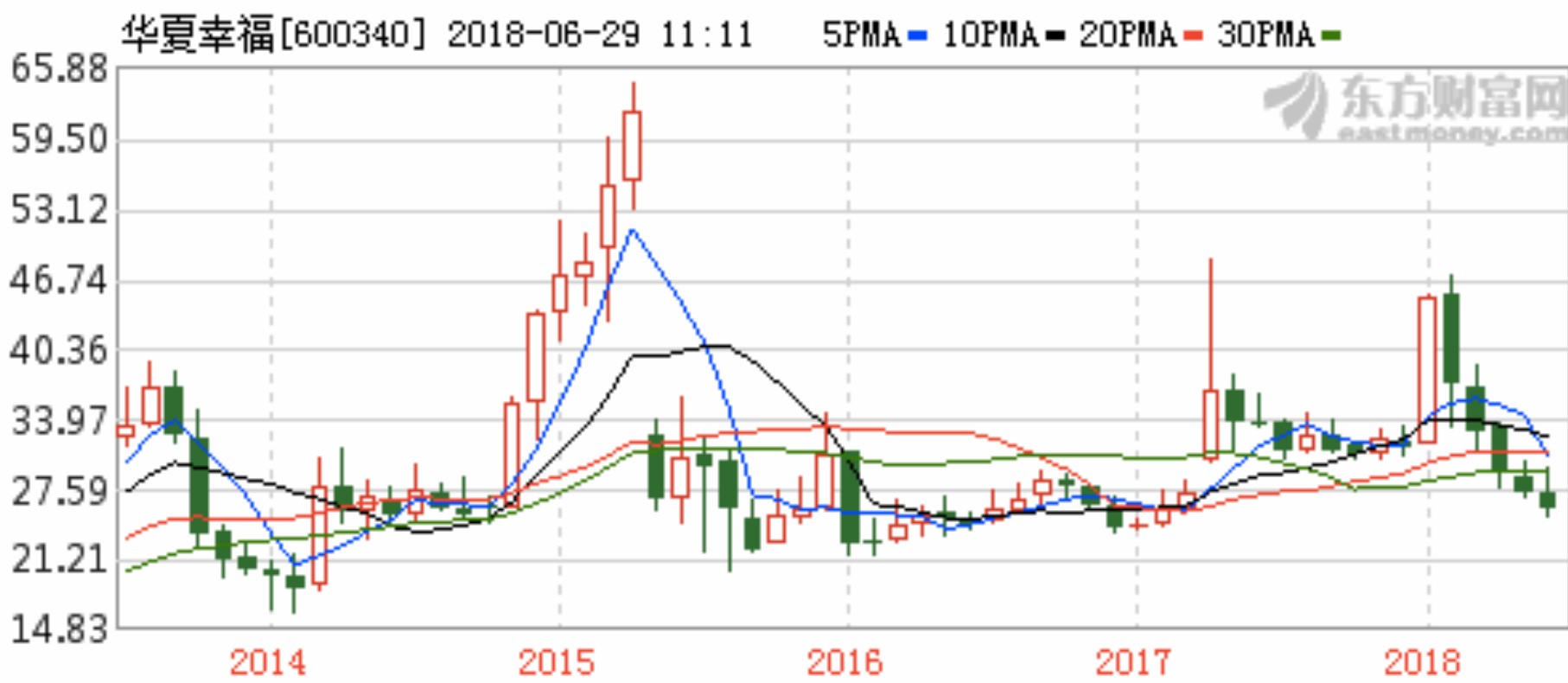




华夏幸福基业股份有限公司（股票代码：600340），创立于1998年。二十年来，始终致力于产业新城的投资、开发、建设与运营，已成长为中国领先的**产业新城运营商**。2017年，华夏幸福实现销售额1522亿元，缴纳税款超110亿元。截至2017年底，公司资产规模近3800亿元，拥有员工近28000名

### 最近几年股价走势：



### 2017主营构成：

主营构成	主营收入 (元)	收入比 例	主营成 本(元)	成本比 例	主营利润 (元)	利润比 例	毛利率 (%)
房地产开发	289.31亿	48.51%	224.88 亿	72.42%	64.43亿	22.54%	22.27%
产业发展服务	230.86亿	38.71%	17.89亿	5.76%	212.97亿	74.51%	92.25%
土地整理	47.91亿	8.03%	41.68亿	13.42%	6.23亿	2.18%	13.00%
其他	14.51亿	2.43%	16.53亿	5.32%	-2.02亿	-0.71%	-13.95%
物业管理服务	4.62亿	0.77%	3.96亿	1.28%	6585.15万	0.23%	14.25%
综合服务	4.17亿	0.70%	1.40亿	0.45%	2.77亿	0.97%	66.35%
其他(补充)	3.36亿	0.56%	2.75亿	0.89%	6054.98万	0.21%	18.04%
基础设施建设	1.62亿	0.27%	1.42亿	0.46%	2017.19万	0.07%	12.45%

# 静态估值－资产负债

资产负债表	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
货币资金	681.0亿	455.0亿	368.0亿	161.9亿	99.44亿
—增长	<b>49.67%</b>	<b>23.64%</b>	<b>127.30%</b>	<b>62.81%</b>	
应收票据	--	6.000万	189.2万	--	--
应收账款	189.1亿	95.01亿	71.77亿	51.37亿	17.44亿
—增长	<b>99.03%</b>	<b>32.38%</b>	<b>39.71%</b>	<b>194.55%</b>	
预付款项	16.20亿	35.51亿	25.39亿	29.83亿	23.96亿
其他应收	105.9亿	69.37亿	20.13亿	9.466亿	10.06亿
存货	2298亿	1473亿	1006亿	783.2亿	540.6亿
—增长	<b>56.01%</b>	<b>46.42%</b>	<b>28.45%</b>	<b>44.88%</b>	
一年内到期	62.40亿	30.00亿	7.024亿	9.060亿	--
其他流动资产	127.1亿	75.32亿	39.08亿	31.89亿	2.000亿
长期股权投资	40.38亿	11.82亿	1.310亿	1729万	1764万
投资性房地产	28.74亿	13.73亿	8.074亿	4.215亿	2.186亿
固定资产	28.42亿	26.70亿	23.79亿	16.46亿	7.596亿
在建工程	42.67亿	33.38亿	22.19亿	14.63亿	13.39亿
无形资产	51.93亿	61.40亿	45.12亿	4.550亿	3.489亿
商誉	5.416亿	3.251亿	3998万	33.62万	33.62万
长期待摊费用	17.90亿	14.05亿	7403万	1257万	273.7万
递延所得税	23.63亿	12.73亿	5.839亿	4.061亿	2.817亿
其他非流资	28.74亿	79.51亿	35.84亿	18.71亿	17.77亿
短期借款	68.46亿	3.000亿	70.08亿	79.38亿	33.95亿
应付票据	84.67亿	12.96亿	18.21亿	20.99亿	4.500亿
应付账款	254.2亿	204.3亿	160.3亿	117.9亿	58.16亿
预收款项	1325亿	1025亿	672.5亿	439.8亿	349.8亿
—增长	<b>29.27%</b>	<b>52.42%</b>	<b>52.91%</b>	<b>25.73%</b>	
应付职工薪酬	21.86亿	9.498亿	5.150亿	2.790亿	2.537亿
应交税费	52.52亿	36.18亿	19.90亿	17.63亿	3.330亿
其他应付款	166.3亿	105.6亿	64.08亿	32.20亿	24.60亿
一年内到期的非流动负债	194.3亿	172.2亿	122.3亿	132.8亿	64.07亿
其他流动负债	100.8亿	18.04亿	4.585亿	3.959亿	2.949亿
长期借款	370.7亿	202.9亿	205.9亿	94.89亿	73.04亿
应付债券	389.7亿	313.4亿	79.37亿	--	--
未分配利润	202.0亿	141.8亿	94.15亿	79.06亿	49.36亿
归母股东权益	371.0亿	253.6亿	135.3亿	97.94亿	66.50亿
—增长	<b>46.29%</b>	<b>87.44%</b>	<b>38.15%</b>	<b>47.28%</b>	

# 静态估值 - 收入盈利

利润表	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
营业总收入	596.4亿	538.2亿	383.3亿	268.9亿	210.6亿
— 增长	<b>10.81%</b>	<b>40.41%</b>	<b>42.54%</b>	<b>27.68%</b>	
营业收入	596.4亿	538.2亿	383.3亿	268.9亿	210.6亿
营业总成本	475.0亿	454.2亿	317.4亿	219.1亿	175.0亿
营业成本	310.5亿	360.5亿	251.0亿	172.7亿	139.4亿
— 增长	<b>-13.87%</b>	<b>43.63%</b>	<b>45.34%</b>	<b>23.89%</b>	
营业税金	51.84亿	31.35亿	27.09亿	18.67亿	14.13亿
销售费用	19.63亿	18.75亿	12.36亿	9.536亿	8.732亿
管理费用	74.88亿	36.23亿	25.52亿	17.54亿	11.51亿
— 增长	<b>106.68%</b>	<b>41.97%</b>	<b>45.50%</b>	<b>52.39%</b>	
财务费用	9.800亿	5.630亿	130.6万	2807万	1.149亿
— 增长	<b>74.07%</b>	<b>4230.77%</b>	<b>-53.69%</b>	<b>-75.57%</b>	
资产减损	8.323亿	1.764亿	1.337亿	4095万	1308万
投资收益	7.345亿	4.150亿	3.038亿	9016万	2483万
营业利润	128.8亿	88.22亿	69.03亿	50.64亿	35.81亿
营业外收入	7115万	1.938亿	8452万	1352万	1089万
减:营业外支出	1.499亿	4075万	3900万	1761万	543.7万
利润总额	128.0亿	89.76亿	69.49亿	50.60亿	35.86亿
减:所得税费	39.93亿	28.07亿	19.61亿	12.58亿	8.996亿
净利润	88.07亿	61.68亿	49.87亿	38.01亿	26.86亿
归母净利润	87.81亿	64.92亿	48.01亿	35.38亿	27.15亿
— 增长	<b>35.26%</b>	<b>35.22%</b>	<b>35.70%</b>	<b>30.31%</b>	
扣除非经常性损益后的净利润	82.72亿	59.99亿	45.40亿	34.79亿	26.92亿
每股收益					
基本每股收益	2.83	2.22	1.81	1.34	2.05
稀释每股收益	2.83	2.22	1.81	1.34	2.05
其他综合收益	-2.482亿	2.103亿	3310万	119.2万	--
归属于母公司股东的其他综合收益	-2.457亿	2.103亿	3310万	119.2万	--
综合收益总额	85.58亿	63.78亿	50.20亿	38.03亿	26.86亿
归属于母公司所有者的综合收益总额	85.35亿	67.02亿	48.34亿	35.39亿	27.15亿



# 静态估值－现金流

现金流量表	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
<b>经营活动产生的现金流量</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	780.5亿	901.3亿	762.1亿	340.3亿	314.5亿
收到其他与经营活动有关的现金	35.43亿	37.26亿	90.04亿	64.47亿	20.45亿
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>815.9亿</b>	<b>938.6亿</b>	<b>852.2亿</b>	<b>404.8亿</b>	<b>335.0亿</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	709.6亿	661.6亿	613.6亿	355.5亿	315.5亿
支付给职工以及为职工支付的现金	82.78亿	46.34亿	30.64亿	21.90亿	10.65亿
支付的各项税费	110.11亿	88.05亿	63.67亿	37.15亿	25.61亿
支付其他与经营活动有关的现金	75.68亿	64.94亿	69.75亿	39.80亿	18.02亿
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>978.2亿</b>	<b>860.9亿</b>	<b>777.7亿</b>	<b>454.4亿</b>	<b>369.7亿</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-162.3亿</b>	<b>77.63亿</b>	<b>74.50亿</b>	<b>-49.54亿</b>	<b>-34.74亿</b>
<b>关键指标</b>					
<b>ROE</b>	31.4%	29.54%	42.1%	42.83%	44.3%
<b>毛利率</b>	47.93%	33%	34.52%	35.77%	33.8%
<b>净利率</b>	14.77%	11.46%	13%	14.14%	12.76%
<b>三项费用率</b>	11.3%	11.3%	9.9%	10.2%	10.2%

# 静态估值—综述

## 加分项

- 17年货币资金总额681亿 增长快于收入增长，货币资金能覆盖长期借款+债券.但18年第一季度减少到480亿，需要关注。
- 商誉金额占比不大
- 预收账款增长强劲，15/16年增长超过50%，意味18/19年收入预测相当好
- 净利润近三年增长稳定在35%，17年财务费用近10亿，净利润占比11%，毛利率和净利率稳定
- ROE保持高增长，5年基本都在30%以上！
- 归母股东权益近四年增长迅速，基本超过40%

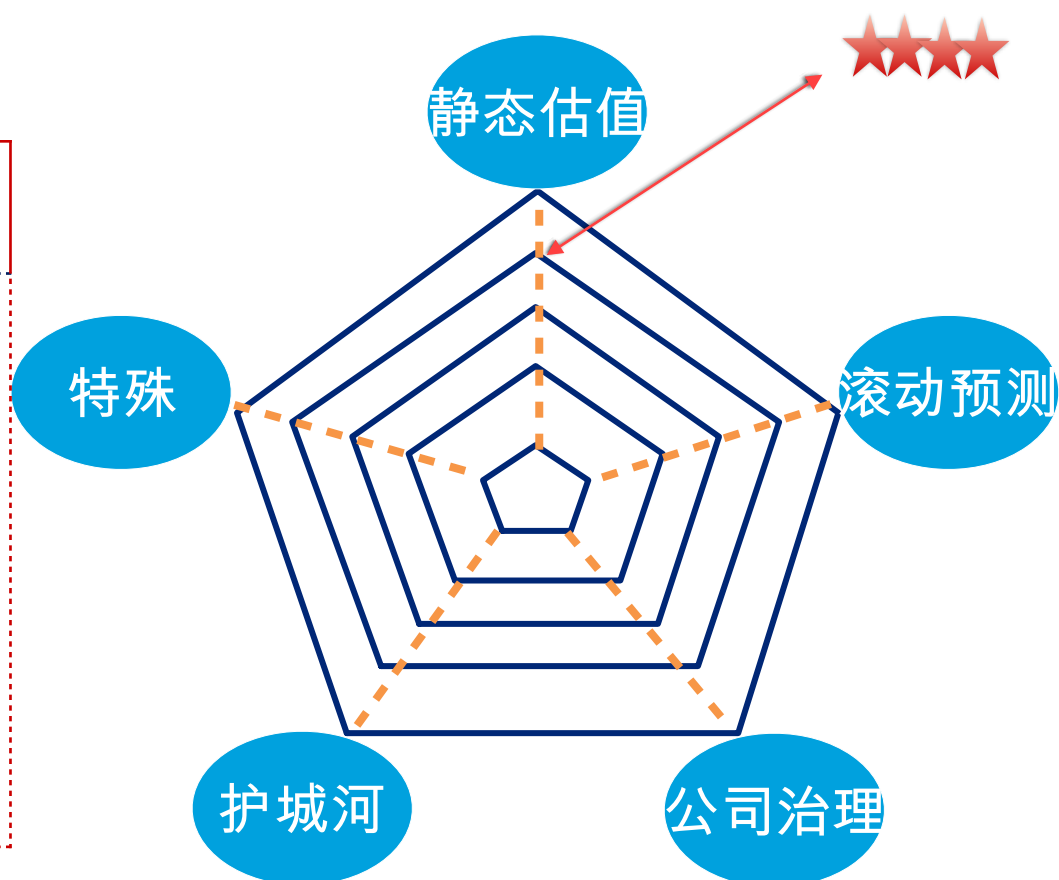
## 减分项

- 应收账款 17年189亿增长近一倍。增长速度大于收入增长速度.后期需要密切关注回款情况和坏账情况。
- 员工薪酬近几年接近翻倍增长
- 长期借款17年370亿增长迅速， 但和股东权益增长匹配，都是约等于股东权益
- 近三年发债增长迅速，17年389亿，加上长期借款，有息负债压力很大
- 资产减值损失17年8亿，后期需要密切关注
- 三费增长迅速，管理费用17年翻倍增长，和收入增长11% 不匹配。财务费用近两年巨额增长，17年近10亿
- 17年现金流逊于16年。

静态估值评级：4星

- 2017 PE：8.52
- PB：2.5
- 总市值：747 亿
- 股息率：3.55%
- 融资：32.7亿

截至2018/07/20 股价25.5元





# 滚动预测

季度 (亿)	Q1-17A	Q2-17A	Q3-17A	Q4-17A	Q1-18A
主营业务收入 (亿)	78.08	222.60	308.90	596.35	94.85
归母净利润	17.55	53.67	62.28	87.81	<b>22.87</b>
每股净利润					0.77

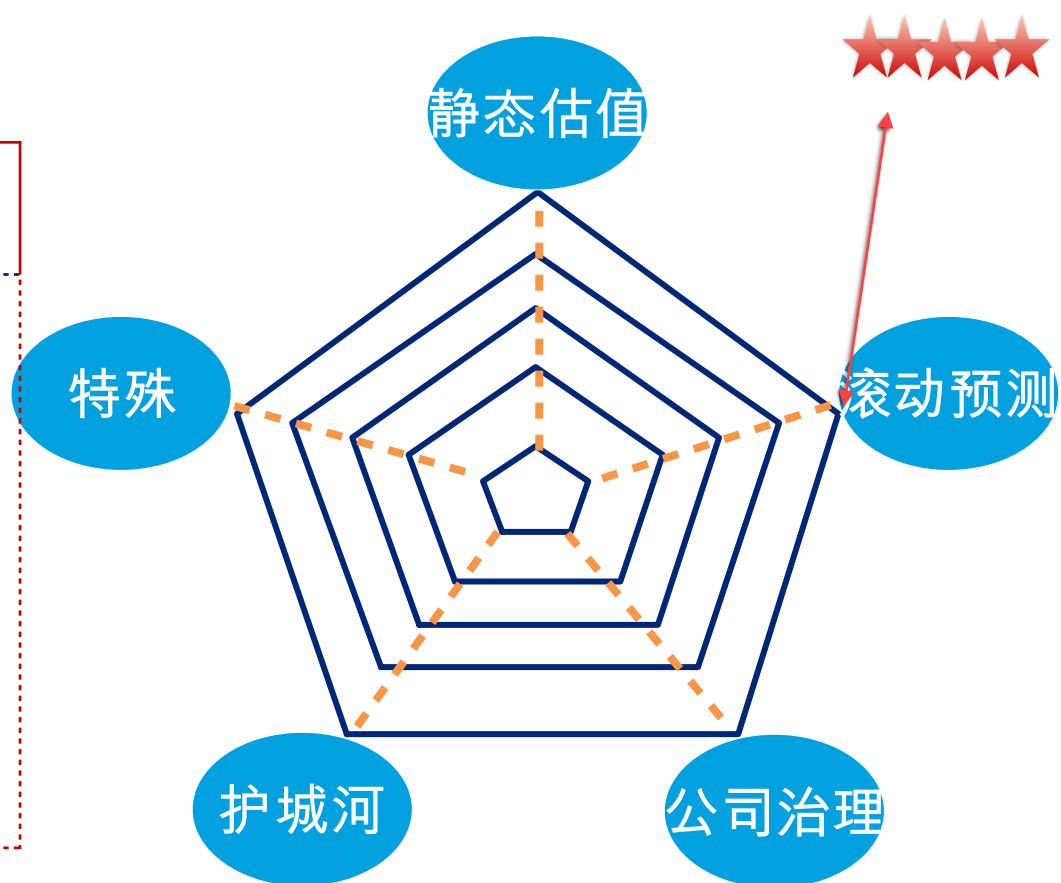
季度 (亿)	H1-18E	Q3-18E	Q4-18E	2019E	2020E
主营业务收入 (亿)	267.12	370.68	715.62	900.00	1200.00
归母净利润	69.77	80.96	114.15	148.40	<b>192.92</b>
每股净利润	2.36	2.74	3.86	5.02	6.53
预测PE			6.60	5.08	3.91

## 加分项

- 收入预测按预收账款趋势进行预估，未来保持强劲增长
- 净利润每年复合增长按30%，参考1，平安保险的合作协议增长条件，2，员工激励计划增长条件，**确定性很高**
- 2017年房地产开发盈利占公司盈利不到1/4，低于往年，而产业发展服务占比达到3/4，结合预收账款主要源于房地产业务，未来3年房地产开发盈利占比将有所恢复。一旦产业未来3年落地不及预期，净利润的预测还是有望依靠房地产达成。
- 2018年第一季度归母净利润**22.87**亿，同比增长**30.3%**，开局良好。2020预测PE达到**3.76**

滚动预测评级：5星

- 2018 目标价位 45元
- 2019 目标价位 69元
- 2020 目标价位 100元



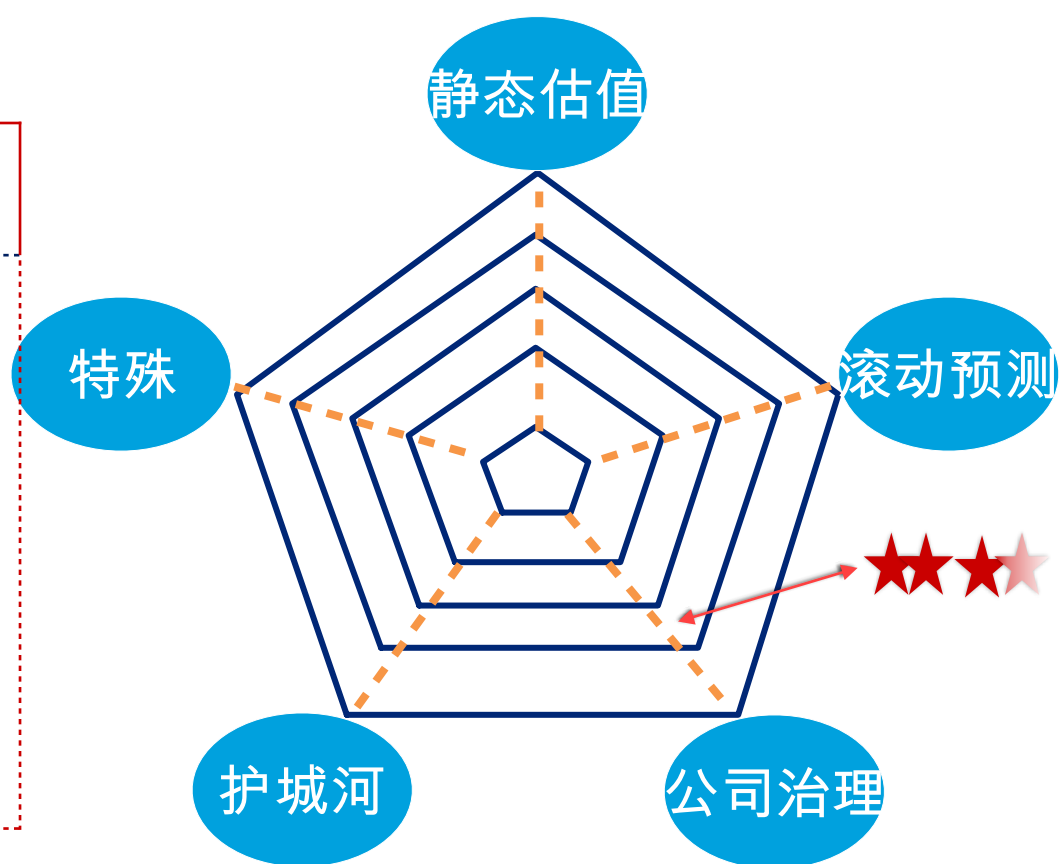
## 加分项

- 公司总股本29.55亿，全是流通A股
- 公司主要股东－华夏幸福基业控股股份公司 占公司股份近40%，民营企业绝对控股地位，王文学任董事长
- 引入战略股东－中国平安 占近20%股份，可以获得资金和资源的支持，大大增加全国产业新城模式成功概率.股权变动后平安派驻两名董事有助于公司管理多元化，有利于长期健康发展
- 2018实施员工 / 高管股票激励计划，2018/19/20年的业绩考核目标相对于2017年的增幅不低于30%/65%/105%
- 多名高管在2018年6月份以28元以上价格买入公司股票
- 近6年现金分红累积78亿元，分红稳定
- 公司业务“异地复制”模式，能输出经验 降低管理难度。选位核心城市群周边，前景看好

## 减分项

- 大股东在股份公司外还拥有大批业务，需要跟踪关联交易
- 设有印尼越南新加坡等分支，增加管理复杂度，需要未来跟踪
- 未在公开媒体看到太多管理层的言论，缺少判断依据

公司治理评级：3.5星



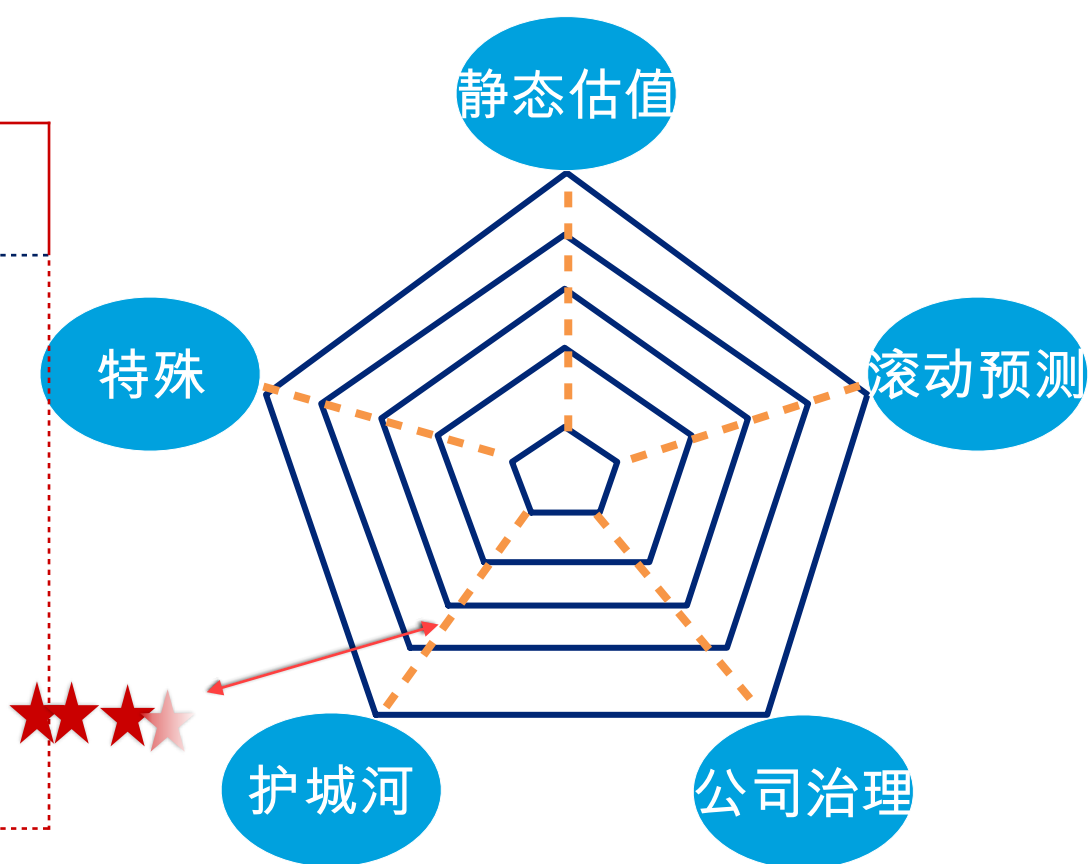
## 加分项

- 今年5，6月公司债成功发行规模共计 55亿元，其中 30 亿元，票面利率 6.8%，另外25亿元 票面利率6.2%。今年这个利率对于民营企业相当不易，融资渠道保持畅通
- 公司与中信银行签订战略合作协议，获315亿元的集团授信额度，其中产业新城授信额度不超过165亿元
- 第二大股东有全国影响力，在特殊场景会有互相助益。如推荐产业新城落地
- 产业新城方面国内第一品牌，规模也是第一
- 当越来越多的产业新城落地后，政府更加依赖，将来会有集聚效应发生。但目前不明显，虽然这两年签了很多城市。
- 

## 减分项

- 房地产开发规模与前五大还有不少差距
- 房产美誉度了解不多
- 基本不布局核心城市

护城河评级：3.5星





# 特殊事项

## 加分项

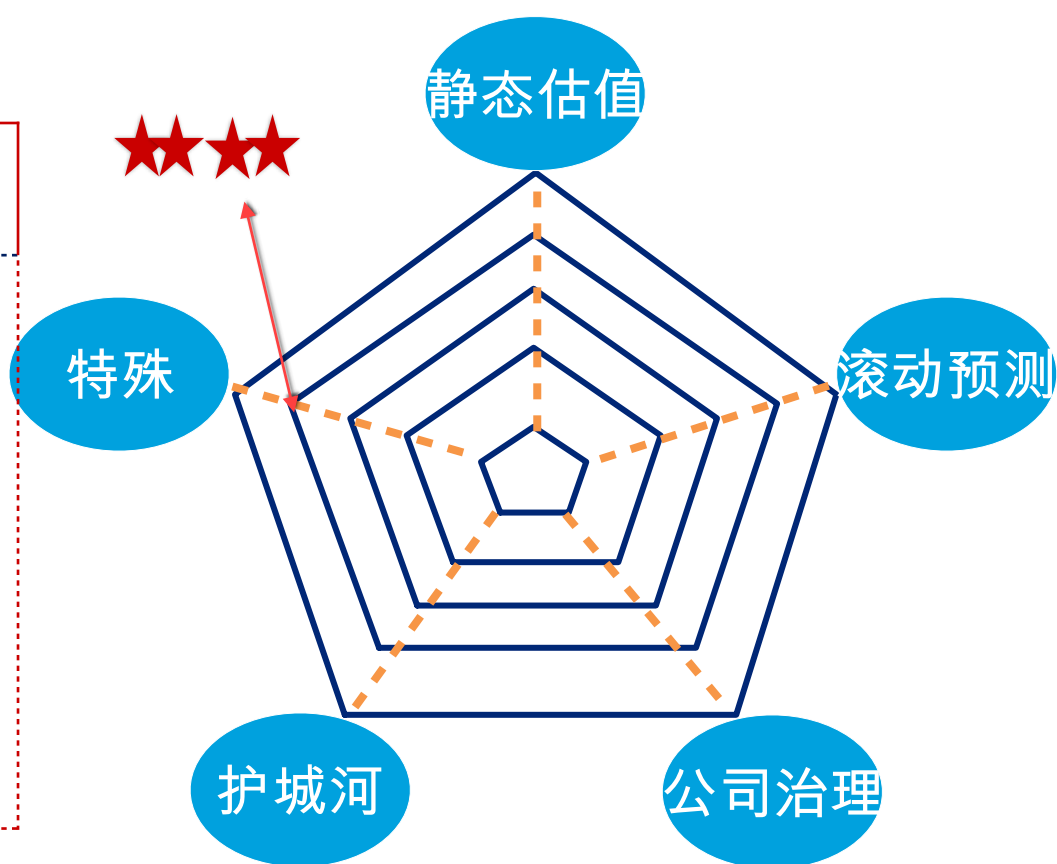
- 2018实施员工 / 高管股票激励计划，2018/19/20年的业绩考核目标相对于2017年的增幅不低于30%/65%/105%
- 2018引入战略股东－中国平安 占近20%股份，可以获得资金和资源的支持，大大增加全国产业新城模式成功概率
- 2018与中国平安的协议，大大提高了大股东的现金流安全性，在信贷紧缩的大环境下尤为可贵，股份公司无需担心大股东资金链出现状况
- 2018与中国平安的协议，限制了大股东继续减持，双赢。平安这笔交易未来收益应不输碧桂园那笔

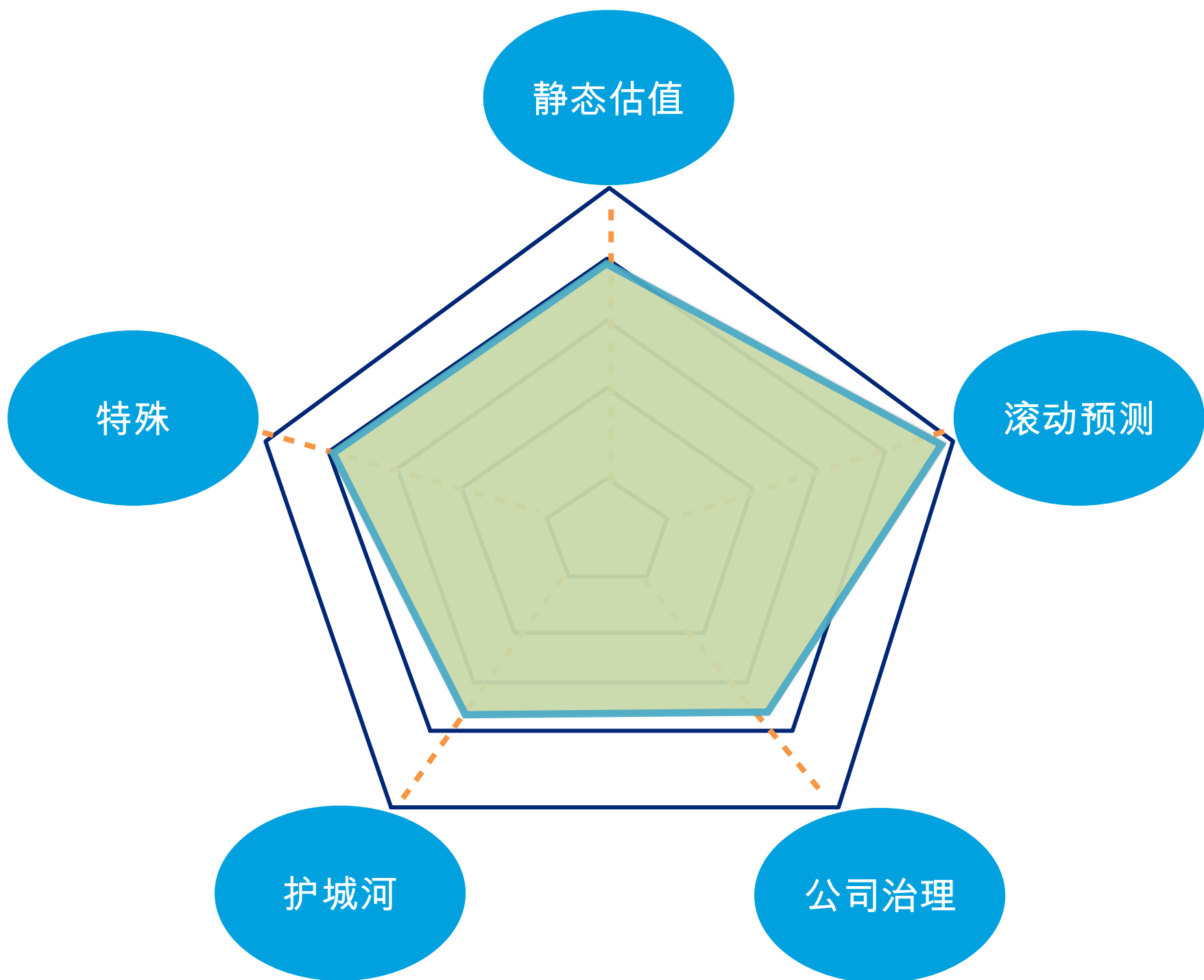
## 减分项

- 中央继续出台限制房价措施，房地产业务销售不及预期
- 去杠杆继续加压，中美贸易战继续发酵，实体经济受到影响，滑坡严重，这将严重影响产业落地。经济不好，产业都直接找市政府，无需经华夏
- 雄安是双刃剑，目前看缺少民营经济活力，继续关注是否朝好的方向发展

特殊事项评级：4星

- 2018 向平安资管转让5.82亿股公司股份，占公司总股本的19.70%，共计价款137.7亿元，转让价格为23.655元/股
- 2018 员工持股激励计划股份1.45亿股，一半行权价格是27.46，另一半授予价格是13.28





### 静态估值评级：4星

- 2017 PE：8.52 / PB：2.5 / 总市值：747 亿 / 股息率：3.55%
- 净利润近三年增长稳定在35%
- ROE保持高增长，5年基本都在30%以上

### 滚动预测评级：5星

- 净利润2018~2020复合增长30%
- 净2020预测PE达到3.76

### 公司治理评级：3.5星

### 护城河评级：3.5星

### 特殊事项评级：4星

- 2018 向平安资管转让5.82亿股公司股份，占公司总股本的19.70%，共计价款137.7亿元，转让价格为23.655元/股
- 2018 员工持股激励计划股份1.45亿股，一半行权价格是27.46，另一半授予价格是13.28