华夏幸福 600340.SH

拟发行 PPP 项目资产支持票据，创新融资再下一城

东方证券 ORIENT SECURITIES

事件

- 公司晚间发布公告，拟发行 PPP 项目资产支持票据。本次拟发行的资产支持票据以全资子公司幸福物业在特定期间内为固安新型城镇化 PPP 项目提供市政物业服务而享有的收取物业服务费应收款项的权利为基础资产，发行规模不超过人民币 10 亿元，发行期限不超过 10 年。发行结构分为优先级和次级，次级由公司或其他子公司认购。

核心观点

- **PPP 项目资产证券化再下一城，持续盘活存量园区资产。**此次 PPP 的资产支持票据是继 3 月公司成功发行中国境内首单 PPP 园区 ABS 后的又一次尝试，持续盘活存量园区资产，进一步开拓创新融资渠道。在当前房企融资持续收紧的背景下，通过 PPP 项目的资产证券化进行融资成为公司得天独厚的优势。公司近年来加快园区扩张速度，再叠加房地产市场处于调控周期将影响公司地产业务的销售回款情况，因此预计公司未来将加大 PPP 项目 ABS 的融资力度，为产业园区的开发和运营提供现金流保障。
- **产业园区正逐步渗透长三角与珠三角，异地扩张明显提速。**公司遵循布局超大城市周边的卫星城市的核心原则，近年来逐步加快异地园区的扩张速度。目前，公司累计园区开发项目共计 36 个，其中非京津冀项目为 19 个已超过 5 成，非京津冀地区园区的新增签约额占比也已接近 4 成。其中，2013 年签约开发的嘉善园区及 2015 年陆续签约开发的环南京园区都已进入加速发展阶段，预计今年销售有望冲击百亿规模。随着异地园区陆续进入成熟阶段，预计公司产业发展服务收入将维持较快速度的增长。

财务预测与投资建议

- **重申买入评级，目标价 46.72 元。**我们预测公司 2017-2019 年每股收益分别为 2.92、4.18、5.39 元，根据可比公司 2017 年平均估值，我们给予公司 16X 估值，对应目标价 46.72 元。

风险提示

- 京津冀地区调控政策超预期。
- 各地框架合作协议落地不及预期，园区新增落地投资额增长不及预期。

公司主要财务信息

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	38,335	53,821	73,479	95,981	120,275
同比增长	*42.6%*	*40.4%*	*36.5%*	*30.6%*	*25.3%*
营业利润（百万元）	6,903	8,818	11,661	16,697	21,519
同比增长	*36.3%*	*27.7%*	*32.2%*	*43.2%*	*28.9%*
归属母公司净利润（百万元）	4,801	6,492	8,623	12,353	15,914
同比增长	*35.7%*	*35.2%*	*32.8%*	*43.3%*	*28.8%*
每股收益（元）	1.63	2.20	2.92	4.18	5.39
毛利率	34.5%	33.0%	39.3%	40.3%	40.4%
净利率	12.5%	12.1%	11.7%	12.9%	13.2%
净资产收益率	41.2%	33.4%	29.1%	31.8%	31.9%
市盈率（倍）	22.1	16.3	12.3	8.6	6.7
市净率（倍）	7.8	4.2	3.1	2.4	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 06 月 20 日）	34.06 元
目标价格	46.72 元
52 周最高价/最低价	44.39/23.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	295,495/295,495
A 股市值（百万元）	100,645
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2017 年 06 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-1.7	4.1	27.2	39.6
相对表现（%）	-0.7	-0.1	24.4	25.7
沪深 300（%）	-1.0	4.2	2.8	13.9

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

联系人 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn

相关报告

环京园区之王，产业助力成长	2017-06-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	36,802	45,503	44,256	57,810	72,442
应收账款	7,177	9,501	13,590	17,555	21,825
预付账款	2,539	3,551	4,848	6,333	7,936
存货	100,621	147,345	187,773	235,247	296,102
其他	6,625	17,661	18,539	21,649	25,128
流动资产合计	**153,765**	**223,561**	**269,006**	**338,595**	**423,433**
长期股权投资	131	1,182	1,182	1,182	1,182
固定资产	2,379	2,670	4,494	6,637	8,810
在建工程	2,219	3,338	3,907	4,305	4,471
无形资产	4,512	6,140	7,807	9,403	10,927
其他	5,617	13,011	13,852	14,693	15,533
非流动资产合计	**14,858**	**26,342**	**31,242**	**36,220**	**40,923**
资产总计	**168,623**	**249,903**	**300,248**	**374,814**	**464,356**
短期借款	7,008	300	7,810	14,543	30,650
应付账款	16,027	20,425	28,065	35,066	43,159
其他	90,804	138,974	160,530	208,309	258,094
流动负债合计	**113,839**	**159,699**	**196,405**	**257,917**	**331,903**
长期借款	20,595	20,291	25,081	30,157	35,223
应付债券	7,937	31,342	31,342	29,342	27,342
其他	622	539	607	591	579
非流动负债合计	**29,154**	**52,172**	**57,030**	**60,090**	**63,144**
负债合计	**142,993**	**211,872**	**253,434**	**318,007**	**395,047**
少数股东权益	12,103	12,671	12,830	13,058	13,351
股本	2,646	2,955	2,955	2,955	2,955
资本公积	459	5,882	5,882	5,882	5,882
留存收益	10,388	15,279	23,902	33,668	45,876
其他	34	1,245	1,245	1,245	1,245
股东权益合计	**25,630**	**38,032**	**46,814**	**56,807**	**69,309**
负债和股东权益	**168,623**	**249,903**	**300,248**	**374,814**	**464,356**

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	4,987	6,168	8,782	12,580	16,208
折旧摊销	293	790	550	803	1,084
财务费用	1	563	4,314	4,844	5,615
投资损失	(304)	(415)	(400)	(400)	(400)
营运资金变动	5,190	(11,863)	(16,311)	(1,532)	(13,000)
其它	(2,717)	12,520	134	166	241
经营活动现金流	**7,450**	**7,763**	**(2,932)**	**16,462**	**9,749**
资本支出	(5,762)	(4,640)	(5,450)	(5,780)	(5,788)
长期投资	(1,028)	(1,773)	0	0	0
其他	994	(18,649)	2,056	190	52
投资活动现金流	**(5,796)**	**(25,062)**	**(3,394)**	**(5,590)**	**(5,736)**
债权融资	16,407	28,853	1,883	3,380	3,833
股权融资	1,761	5,732	0	0	0
其他	1,128	(9,192)	3,195	(698)	6,786
筹资活动现金流	**19,296**	**25,394**	**5,078**	**2,682**	**10,619**
汇率变动影响	6	34	0	0	0
现金净增加额	**20,956**	**8,129**	**(1,247)**	**13,553**	**14,632**

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**38,335**	**53,821**	**73,479**	**95,981**	**120,275**
营业成本	25,103	36,045	44,598	57,348	71,636
营业税金及附加	2,709	3,135	5,086	6,770	8,434
营业费用	1,236	1,875	2,939	3,839	4,811
管理费用	2,552	3,623	5,144	6,719	8,419
财务费用	1	563	4,314	4,844	5,615
资产减值损失	134	176	138	165	240
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	304	415	400	400	400
其他	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	**6,903**	**8,818**	**11,661**	**16,697**	**21,519**
营业外收入	85	198	99	127	141
营业外支出	39	41	50	50	50
利润总额	**6,949**	**8,976**	**11,709**	**16,774**	**21,610**
所得税	1,961	2,807	2,927	4,193	5,403
净利润	**4,987**	**6,168**	**8,782**	**12,580**	**16,208**
少数股东损益	186	(323)	159	228	294
归属于母公司净利润	**4,801**	**6,492**	**8,623**	**12,353**	**15,914**
每股收益（元）	1.63	2.20	2.92	4.18	5.39

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	42.6%	40.4%	36.5%	30.6%	25.3%
营业利润	36.3%	27.7%	32.2%	43.2%	28.9%
归属于母公司净利润	35.7%	35.2%	32.8%	43.3%	28.8%
获利能力					
毛利率	34.5%	33.0%	39.3%	40.3%	40.4%
净利率	12.5%	12.1%	11.7%	12.9%	13.2%
ROE	41.2%	33.4%	29.1%	31.8%	31.9%
ROIC	8.2%	7.1%	10.3%	11.9%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	84.8%	84.8%	84.4%	84.8%	85.1%
净负债率	42.8%	62.2%	73.1%	54.2%	52.1%
流动比率	1.35	1.40	1.37	1.31	1.28
速动比率	0.47	0.48	0.41	0.40	0.38
营运能力					
应收账款周转率	6.2	6.5	6.4	6.2	6.1
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	1.63	2.20	2.92	4.18	5.39
每股经营现金流	2.52	2.63	-0.99	5.57	3.30
每股净资产	4.58	8.59	11.50	14.81	18.94
估值比率					
市盈率	22.1	16.3	12.3	8.6	6.7
市净率	7.8	4.2	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	18.6	13.2	8.1	6.0	4.8
EV/EBIT	19.4	14.3	8.4	6.2	4.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn