

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音

### 投资要点：

◇ **畅享“京津冀协同”改革红利，环首都经济圈打开未来十年跨越发展空间。(1) 战略研判极具前瞻性，目前在环北京区域已签约受托开发园区约 1500 平方公里，占尽天时地利。**我们认为，在京津冀协同的大格局中，环首都经济圈最具发展潜力，这不仅作为政治要求体现在习主席年初讲话中，也是纽约、东京等大都市发展历史所证明的客观规律。**(2) 公司不仅园区体量之大无可匹敌，而且布点得当，**北京“西北山地，东南平原”的地形决定了其产业及人口转移的主要方向必然是东南，公司在紧邻北京东南边界拥有固安、永清、广阳、香河等园区，承接北京外溢效应首当其冲；从更大的格局来看，公司今年签订了任丘、白洋淀科技城两个园区，分别位于白洋淀东西两侧，合计达 540 平方公里，**白洋淀区域是“京津保”三角区中不可多得的临湖平原，地理条件极为优越，且紧邻保定市区，很可能成为环首都经济圈新的发展极。(3) 区域改革红利助力公司未来十年跨越发展。**发展环首都经济圈如同当年的长三角，将在长期内持续提升区域价值，北京产业及人口的外迁，以及区域政策优惠、交通改善、公共服务水平提升后产生的集聚效应，将使环北京区域在未来十年产业及人口大量净流入，**公司作 A 股唯一以产业新城为主业的龙头公司，将极大受益于此，**人口流入推动园区配套住宅需求提升，除此之外，产业引入还将带来园区落地投资返还增加，这是传统的房地产开发商无法企及的。

◇ **产业升级发力，产业服务利润贡献度持续提升，将推动估值水平上移。**(1) 今年以来加大与先进产业公司合作，取得重大突破，合作伙伴包括京东、北方导航、北京通用航空等，在签约投资额稳步增长的同时，产业升级加快推进，成长潜力提升；(2) 产业服务的利润贡献度去年为 32%，今年上半年提升至 66%，全年预计在 50%左右，未来将继续提升，产业服务的成长性优于住宅业务，利润结构优化将推动估值水平提升；(3) 依托园区平台优势，或将逐步介入创投业务，拓展新的利润增长点。

◇ **14-16 年 EPS2.87/4.02/5.42 元，PE13/9/7 倍，RNAV18.06 元。公司是京津冀一体化最受益公司，成长性突出；产业服务内涵式增长贡献度提升，将推动估值水平上移，布局环北京及环上海都市圈，销售增长持续领先行业** (13 年销售 374 亿元，+77%；预计 14 年销售超 500 亿元，+34%；15 年仍将维持 30%以上增速)；**给予 6-12 个月目标价 48 元，对应 15 年 PE12X，维持“强烈推荐”评级。**

◇ **风险提示：**京津冀一体化规划及进程低于预期，协议投资落地存在一定的不确定性。

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	21060	26508	34483	46847
收入同比(%)	74%	26%	30%	36%
归属母公司净利润	2715	3802	5314	7167
净利润同比(%)	52%	40%	40%	35%
毛利率(%)	33.8%	38.4%	39.9%	39.0%
ROE(%)	40.8%	37.1%	34.8%	32.5%
每股收益(元)	2.05	2.87	4.02	5.42
P/E	17.92	12.80	9.16	6.79
P/B	7.32	4.75	3.18	2.20
EV/EBITDA	15	10	7	5

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

署名：张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 48.0

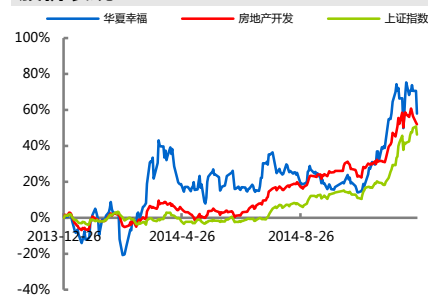
当前股价： 36.78

评级调整： 上调

### 基本资料

总股本(百万股)	1,323
流通股本(百万股)	1,323
总市值(亿元)	445
流通市值(亿元)	445
成交量(百万股)	8.34
成交额(百万元)	275.46

### 股价表现



### 相关报告

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	69348	99809	138765	187725
现金	9944	22684	44266	62306
应收账款	1744	1744	1744	1744
其它应收款	1006	1006	1006	1006
预付账款	2396	2396	2396	2396
存货	54058	71777	89152	120073
其他	200	200	200	200
<b>非流动资产</b>	4745	2857	3807	3622
长期投资	18	18	18	18
固定资产	760	1322	1501	1487
无形资产	349	349	349	349
其他	3619	1168	1940	1768
<b>资产总计</b>	74094	102666	142572	191348
<b>流动负债</b>	54415	74983	105333	142623
短期借款	3395	0	0	0
应付账款	5816	5816	5816	5816
其他	45205	69168	99518	136807
<b>非流动负债</b>	9723	13723	17723	21723
长期借款	7304	11304	15304	19304
其他	2420	2420	2420	2420
<b>负债合计</b>	64139	88707	123057	164346
少数股东权益	3305	3705	4225	4932
股本	1323	1323	1323	1323
资本公积	16	16	16	16
留存收益	5312	8915	13951	20730
归属母公司股东权益	6650	10254	15290	22069
<b>负债和股东权益</b>	74094	102666	142572	191348

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-3474	12456	18103	14822
净利润	2686	4202	5835	7874
折旧摊销	65	111	160	184
财务费用	115	175	240	390
投资损失	-25	-56	0	0
营运资金变动	-6237	6242	11864	6364
其它	-80	1783	5	10
<b>投资活动现金流</b>	-3076	53	-4	-4
资本支出	714	0	0	0
长期投资	-894	0	0	0
其他	-3256	53	-4	-4
<b>筹资活动现金流</b>	11104	232	3482	3221
短期借款	2725	-3395	0	0
长期借款	2076	4000	4000	4000
普通股增加	441	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	5863	-373	-518	-779
<b>现金净增加额</b>	4554	12741	21582	18040

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	21060	26508	34483	46847
营业成本	13939	16318	20740	28598
营业税金及附加	1413	1779	2483	3143
营业费用	873	1099	1379	1780
管理费用	1151	1590	1862	2436
财务费用	115	175	240	390
资产减值损失	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	25	56	0	0
<b>营业利润</b>	3581	5603	7779	10499
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
<b>利润总额</b>	3586	5603	7779	10499
所得税	900	1401	1945	2625
<b>净利润</b>	2686	4202	5835	7874
少数股东损益	-29	400	520	707
<b>归属母公司净利润</b>	2715	3802	5314	7167
EBITDA	3761	5888	8179	11074
EPS (元)	2.05	2.87	4.02	5.42

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	74.4%	25.9%	30.1%	35.9%
营业利润	42.4%	56.5%	38.9%	35.0%
归属于母公司净利润	52.2%	40.0%	39.8%	34.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.8%	38.4%	39.9%	39.0%
净利率	12.9%	14.3%	15.4%	15.3%
ROE	40.8%	37.1%	34.8%	32.5%
ROIC	18.6%	51.0%	-170.5	-81.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	86.6%	86.4%	86.3%	85.9%
净负债比率	26.67%	19.97%	17.64%	15.64%
流动比率	1.27	1.33	1.32	1.32
速动比率	0.28	0.37	0.47	0.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.36	0.30	0.28	0.28
应收账款周转率	13	15	20	27
应付账款周转率	3.28	2.81	3.57	4.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.05	2.87	4.02	5.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	9.42	13.68	11.20
每股净资产(最新摊薄)	5.03	7.75	11.56	16.68
<b>估值比率</b>				
P/E	17.92	12.80	9.16	6.79
P/B	7.32	4.75	3.18	2.20
EV/EBITDA	15	10	7	5

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明,中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,18年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

张岩,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学经济学院金融学专业,经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434