

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发 II

华夏幸福 (600340)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015年02月16日

再融资为京津冀龙头腾飞助力，维持“买入”评级

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

证券分析师： 朱宏磊

0755-82130513

zhuhl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515020002

事项：

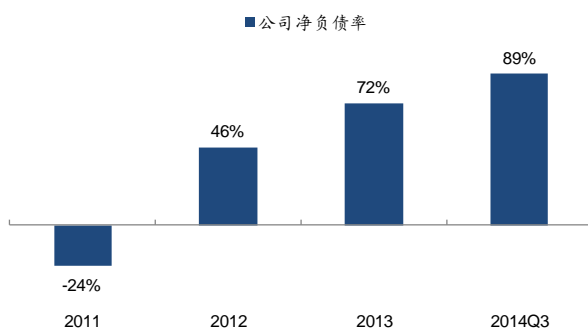
公司公告：拟向特定对象（不超过 10 名）非公开发行股票，数量不超过 16,800 万股、发行价格不低于 41.75 元/股、募集资金总额不超过 700,000 万元，本次发行的股票自发行结束之日起 12 个月内不得转让。扣除发行费用后将投入固安孔雀城剑桥郡 7 期项目、固安孔雀湖瞰湖苑项目、固安雀翎公馆项目、固安孔雀城英国宫 2.7 期项目、大厂潮白河邵府新民居项目、大厂潮白河孔雀城颐景园项目、大厂潮白河孔雀城雅宸园项目、大厂潮白河孔雀城雅琴园项目以及偿还银行贷款。

评论：

■ 定增大幅降低杠杆，债务空间打开，攫取资源能力进一步提升

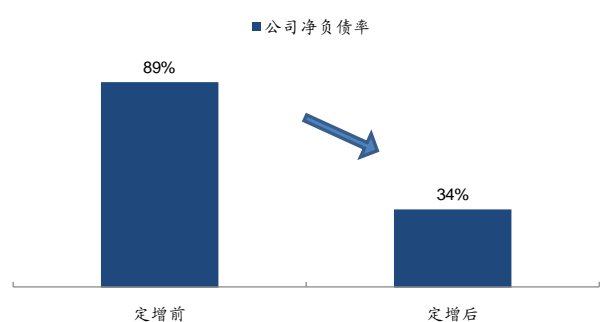
截至三季报，公司的净负债率达到 89.0%，在房地产指数涵盖的 143 家上市公司中排第 89 位；本次定增完成后，净负债率降低 33.9%，将优于行业平均水准。若以定增完成后的权益计算、再回复到 89% 的净负债率，公司新增的债务空间约为 62 亿元，将进一步提升攫取资源的能力。

图 1：近年随着公司的高速发展，净负债率大幅上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：定增完成将大幅降低公司杠杆



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

定增成功将加速公司优质资源的释放，维持公司一直以来的业绩高增长。本次募集的 70 亿中有 65 亿用于公司在建、拟建设项目，这些项目的投资收益率均值约为 12%，预计将为公司带来 12.1 亿元的税后利润。

表 1：本次募资投入项目简介及经济评价

项目名称	总投资 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)	建筑面积 (万方)	预计销售额 (亿元)	预计税后利润 (亿元)	销售净利率	投资收益率
固安孔雀城剑桥郡 7 期项目	30.28	18.00	53.97	33.52	3.24	9.70%	10.70%

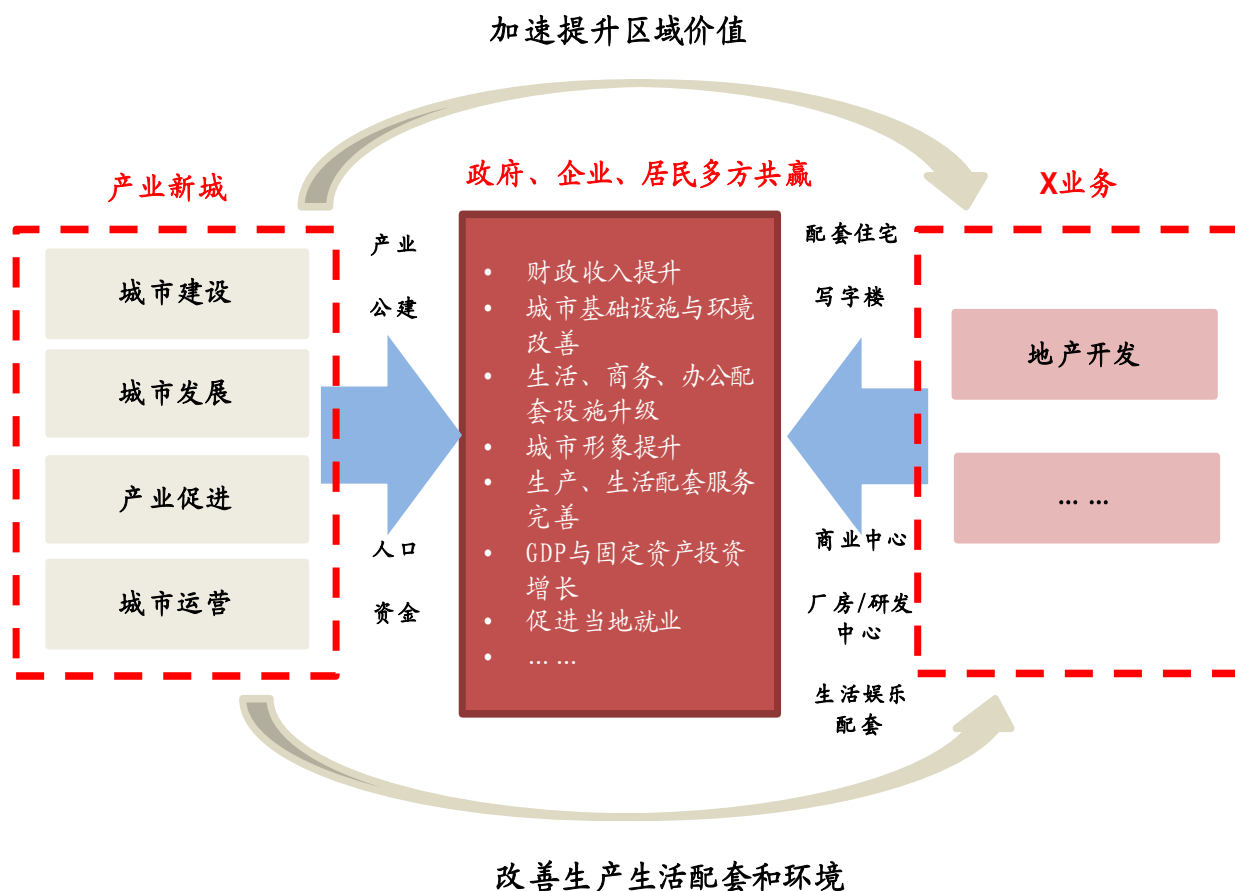
固安孔雀湖瞰湖苑项目	17.70	11.00	32.91	20.01	2.31	11.60%	13.10%
固安孔雀公馆项目	14.50	9.50	26.34	16.01	1.52	9.50%	10.50%
固安孔雀城英国宫 2.7 期项目	11.42	6.00	19.90	12.41	0.99	8.00%	8.70%
大厂潮白河邵府新民居项目	12.12	8.00	26.65	13.19	1.07	8.10%	8.80%
大厂潮白河孔雀城颐景园项目	7.28	4.50	14.38	8.41	1.13	13.40%	15.50%
大厂潮白河孔雀城雅宸园项目	6.77	4.00	12.98	7.70	0.93	12.10%	13.80%
大厂潮白河孔雀城雅琴园项目	6.58	4.00	12.86	7.50	0.91	12.20%	13.90%
偿还银行贷款	5.00	5.00					
合计	111.65	70.00	199.98	118.76	12.10		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产业新城一体化运营服务商：模式占优，经营业绩靓丽

再次强调一直以来我们对于公司的核心认识：公司并非“地产股”，地产只是公司“产业新城+X”模式中“X”的一部分。“产业新城+X”模式具有“以产促城、以城带产、产城融合、城乡统筹、共同发展”的特色，核心优势在于具有平台属性，能够集聚和整合城市人口、产业、物流、资金和信息等商业资源，根据城市及产业发展阶段和用户消费需求适时接入各种新型增值服务业态，营造共生共赢的城市商业生态系统。由于该模式全面解决了政府的核心诉求和共同利益，即财政税收、就业、城市形象、社会和谐等，符合全面深化改革和加快转变经济发展方式的基本要求，为区域实体经济发展、产业转型升级提供了发展动力，任何一届政府从利益最大化角度出发都会非常愿意与公司保持长期合作。在房地产行业整体呈缩紧态势下，该模式更凸显优越性。

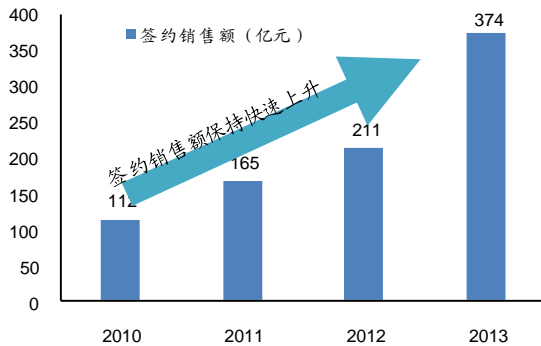
图 3：产业新城业务模式——一体化运营服务商



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

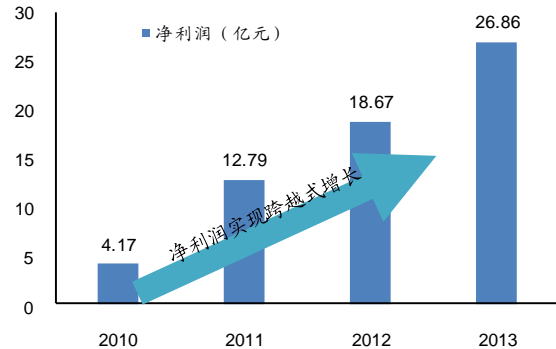
由于模式占优、经营战略正确，公司近年的经营业绩表现靓丽。

图 4: 签约销售额保持快速上升



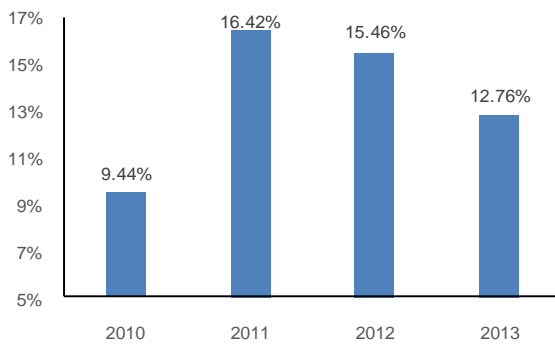
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 净利润跨越式增长



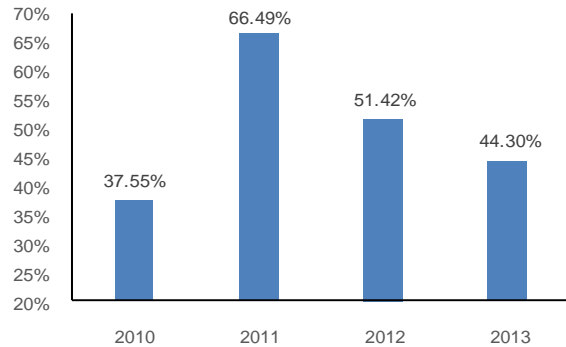
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 销售净利率保持较好水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 7: 净资产收益率保持较高水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2014年公司继续保持高增长的势头, 销售额逆势同比增长36.96%, 其中: 园区结算回款额75.83亿元, 同比增长0.08%; 实现产业园区配套住宅签约销售额355.02亿元, 同比增长50.37%; 完成城市地产签约销售额75.23亿元, 同比增长27.17%; 其他业务收入6.46亿元。

■ 动作不断、步伐加快, 产业新城+X已进入纵深发展期, 平台效应愈发明显

得益于推动产业升级的良好实践以及产业新城的独特业务模式, 公司以较低的财务杠杆获取较高的经营杠杆, 销售逆市上扬、规模不断扩大、成为新型城镇化进程中的业内最大受益者。2014年以来, 公司动作不断、步伐加快, 产业服务能力不断提升, 平台效应愈发明显, “产业新城+X” 模式已进入纵深发展期。

表 2: 2014年以来公司动作不断

日期	事项
2015/1/6	与清华大学签署战略合作协议
2014/12/31	签订整体合作建设经营白洋淀科技城合作协议
2014/12/31	设立廊坊空港投资开发有限公司
2014/11/28	与北方导航科技集团有限公司签署战略合作框架协议
2014/11/28	与北京京东世纪贸易有限公司签署战略合作框架协议, 京东产业园入园固安、香河
2014/9/10	与 APG-ALARM-ASIA 签订战略合作框架协议
2014/9/5	与国能集团签订战略合作协议
2014/7/17	签订整体合作开发建设经营河北省霸州市约定区域合作协议
2014/7/17	签订整体合作开发建设经营河北省涿鹿县约定区域合作协议
2014/7/2	签订整体合作开发建设经营文安县约定区域合作协议补充协议

2014/6/13	签订整体合作开发建设经营河北省任丘市约定区域合作协议
2014/5/29	签订白洋淀科技城建设战略合作框架协议
2014/5/21	签订整体合作开发建设经营北京市房山区张坊镇约定区域合作协议
2014/5/21	与中国航天科工信息技术研究院签订战略合作协议
2014/5/20	签订清华大学重大科技项目（固安）中试孵化基地战略合作协议
2014/5/10	签订固安五彩京南温泉小镇项目合作协议
2014/4/29	签订固安卫星导航产业港项目入区协议
2014/4/22	签订南京市溧水区约定区域框架协议
2014/4/9	与工信国际签订战略合作协议
2014/3/4	在美国加州硅谷设立下属子公司
2014/1/14	与固安县达成固安农业产业化示范区合作框架
2014/1/9	与湖北省葛店经济技术开发区签订区域意向协议

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 京津冀概念再升温，拥有丰富、优质项目储备的华夏幸福，毫无疑问是“京津冀”龙头

随着习总书记提出京津冀协同发展一周年、总体规划出炉在即，近期京津冀概念再度升温。

表 3: 京津冀概念逐步升温

时间	重要相关方	内容
2015/2/10	中央财经领导小组	习总书记“前 8 次会议确定了不少要办的大事，有必要检查一下这些事是不是落地见效了”，包括审议研究京津冀协同发展规划纲要。
2014/11/26	全国人大常委会副委员长、民建中央主席陈昌智	明确京津冀定位、实现区域经济深度融合
2014/11/26	交通运输部副部长冯正霖	交通一体化作为推进京津冀协同发展的先行领域，目前，在国务院的统一部署下，交通运输部正会同有关方面组织编制京津冀协同发展交通一体化规划。
2014/11/6	天津市滨海新区副区长杨兵	在金砖国家经济智库论坛期间透露“目前国务院，包括领导小组的咨询委员已经将京津冀三个省市的定位基本上确定，也报给了中央政府和党中央，目前的格局定位已经初步确立
2014/10/24	工信部、发改委等七部委	印发《京津冀公交等公共服务领域新能源汽车推广工作方案（2014-2015 年）》，提出，在京津冀地区公共交通服务领域共推广 20222 辆新能源汽车。到 2015 年底，京津冀地区公交车中新能源汽车比例不低于 16%
2014/8/6	北京市与河北省领导层	在京签署《贯彻落实京津冀协同发展重大国家战略推进实施重点工作协议》，根据协议制定的 9 个方面、30 个重点领域内容，两市将进一步深化互利合作，实现共赢发展
2014/8/2	国家发改委中国城市和小城镇改革发展中心主任李铁	京津冀在建设交通一体化的过程中，应考虑何种交通方式有利于中低收入人口的流通。他建议，京津冀地区应建立机制，强化交通网络配置。
2014/8/2	国土资源部副部长胡存智	证实国务院最近已成立“京津冀协同发展领导小组”以及相应办公室，中共中央政治局常委、国务院副总理张高丽担任该小组组长；并提出要支持以轨道交通为主体的这种综合交通的发展
2014/7/15	国务院研究室副主任黄守宏	提出要真正促进京津冀一体化，促进城市群内部的协调，一定要改变按行政层级来配置各类经济社会资源的这种做法。
2014/3/5	李克强总理	在政府工作报告中提出将加强京津冀协同发展作为 2014 年重点工作 强调实现京津冀协同发展，并将之提至一个重大的国家发展战略层面，并提出了 7 点要求：一是要着力加强顶层设计；二是要着力加大对协同发展的推动；三是要着力加快推进产业对接协作；四是要着力调整优化城市布局 and 空间结构；五是要着力扩大环境容量生态空间；六是要着力构建现代化交通网络系统；七是要着力加快推进市场一体化进程。习近平最后强调，“京津冀协同发展意义重大，对这个问题的认识要上升到国家战略层面。
2014/2/26	习近平总书记	

资料来源：各大新闻网站、国信证券经济研究所整理

公司在京津冀地区拥有近 1200 万方的项目储备，受托开发经营面积超过 1400 平方公里，是受益于京津冀一体化的优质标的，毫无疑问是“京津冀”龙头。

另外，前期公司投资 20 亿成立廊坊空港投资开发有限公司、整体开发建设北京新机场临空经济区，是公司以京津冀区域为核心发展战略中的重要布局，抢占了未来京津冀区域一体化发展的重要节点。随着新机场的投入运营，公司负责开发运营的固安、永清等产业园区都将受益。

■ 看好公司超强的资源攫取及整合能力，以及在“产业新城+X”模式上的先发优势，维持最高评级——“买入”

公司资源攫取、整合能力超强，在“产业新城+X”模式上具备对手难以模仿和超越的先发优势。预计 14-16 年 EPS 分别为 2.87/3.83/4.94 元，对应 PE 为 16.2/12.2/9.4X，维持最高评级——“买入”。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	9944	15936	19030	22758
应收款项	2751	4259	5626	6582
存货净额	54058	68196	89892	112045
其他流动资产	2596	3723	5034	6479
流动资产合计	69348	92114	119582	147863
固定资产	2098	254	151	121
无形资产及其他	349	335	321	307
投资性房地产	2281	2281	2281	2281
长期股权投资	18	18	18	18
资产总计	74094	95002	122353	150590
短期借款及交易性金融负债	9802	2600	2704	2731
应付款项	6266	6016	7869	9601
其他流动负债	38348	63273	84908	107508
流动负债合计	54415	71889	95480	119840
长期借款及应付债券	7304	8104	8604	8604
其他长期负债	2420	2420	2420	2420
长期负债合计	9723	10523	11023	11023
负债合计	64139	82412	106504	130863
少数股东权益	3305	3278	3243	3199
股东权益	6650	9312	12605	16528
负债和股东权益总计	74094	95002	122353	150590

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	2.05	2.87	3.83	4.94
每股红利	1.31	0.86	1.34	1.98
每股净资产	5.03	7.04	9.53	12.49
ROIC	14%	19%	36%	44%
ROE	41%	41%	40%	40%
毛利率	34%	38%	38%	38%
EBIT Margin	17%	19%	20%	20%
EBITDA Margin	18%	20%	21%	20%
收入增长	74%	25%	30%	30%
净利润增长率	52%	40%	33%	29%
资产负债率	91%	90%	90%	89%
息率	3%	2%	3%	4%
P/E	22.7	16.2	12.2	9.4
P/B	9.3	6.6	4.9	3.7
EV/EBITDA	33.6	27.5	24.0	21.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	21060	26325	34222	44489
营业成本	13939	16453	21218	27805
营业税金及附加	1413	1711	2105	2763
销售费用	873	1343	1882	2402
管理费用	1151	1725	2204	2772
财务费用	115	77	84	86
投资收益	25	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	3581	5016	6730	8659
营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	3586	5016	6730	8659
所得税费用	900	1254	1716	2191
少数股东损益	(29)	(40)	(54)	(69)
归属于母公司净利润	2715	3802	5067	6537

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2715	3802	5067	6537
资产减值准备	2	2113	268	183
折旧摊销	62	141	205	234
公允价值变动损失	13	0	0	0
财务费用	115	77	84	86
营运资本变动	(8436)	10014	(618)	(38)
其它	(12)	(2140)	(302)	(228)
经营活动现金流	(5657)	13930	4620	6689
资本开支	(1215)	(395)	(356)	(374)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1214)	(395)	(356)	(374)
权益性融资	3198	0	0	0
负债净变化	2076	800	500	0
支付股利、利息	(1729)	(1141)	(1774)	(2615)
其它融资现金流	7366	(7202)	104	27
融资活动现金流	11258	(7542)	(1170)	(2588)
现金净变动	4387	5992	3095	3727
货币资金的期初余额	5556	9944	15936	19030
货币资金的期末余额	9944	15936	19030	22758
企业自由现金流	(6829)	13579	4307	6355
权益自由现金流	2612	7120	4849	6318

相关研究报告:

- 《华夏幸福-600340-2014年三季报点评:独特模式+平台效应,产业地产巨头根基已成》——2014-10-28
 《华夏幸福-600340-重大事件快评:“产业新城+X”有望在首都复制,战略意义重大》——2014-05-29
 《华夏幸福-600340-重大事件快评:“产业新城+X”有望在首都复制,战略意义重大》——2014-05-27
 《华夏幸福-600340-重大事件快评:“产业新城+X”纵深发展,调整即是买入良机》——2014-05-21
 《华夏幸福-600340-2013年中报点评:高增长依旧,维持推荐评级》——2013-08-27

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±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±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

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。