

**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07月27日

# 京津冀布局进一步深化，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：

- 1、与香河县人民政府签署合作开发建设管理 香河县约定区域补充协议；
- 2、发行公司债券不超过 75 亿元，期限不超过 7 年（含 7 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。

## 评论：

### ■ 香河县再增 38 平方公里委托开发区域，京津冀布局进一步深化

今年以来，京津冀一体化进程逐步加快，随着北京、天津和河北分别审议通过贯彻《京津冀协同发展规划纲要》方案，京津冀协同发展战略进入全面布局推进的重要阶段，其中北京将聚焦通州加快市行政副中心规划建设，大通州区域迎来重大战略发展机遇期。

本次与香河县人民政府签署补充协议后，公司在香河县的总委托区域达到 79 平方公里；加上大厂的 83 平方公里委托区域，公司环通州区域的布局超过 160 平方公里，极大受益于北京聚焦通州加快市行政副中心规划建设带来的土地价值增值；同时将进一步促进公司产业新城业务在京津冀城市群的大力扩张，推动香河与大厂等共同打造全面环绕通州区域的产业新城集群，享受京津冀协同发展、通州行政副中心重大升级利好。

### ■ 75 亿公司债将降低债务成本、优化债务结构

根据公告，本次发行不超过 75 亿元的公司债，将降低公司的财务成本、优化债务结构——

- 降低财务成本。通过利用本次债券募集资金替换现有成本较高的银行贷款、信托贷款等债务，将利于降低公司整体财务成本。若按照评级 AA+，票面利率 4%-5% 预估，以公司 2014 年加权平均融资成本 9.64%，融资 75 亿人民币为基准，本次发行公司债每年将至少为公司节省 2-3 亿财务成本；
- 优化债务结构。公司债期限一般在 3-7 年，将提高长期债务占比、优化债务结构，增强公司偿债能力，释放短期流动性；

公司在传统融资模式的基础上，不断拓宽融资渠道，引入多元化资金来源，作为公司经营回款的补充，有利于满足公司资金需要，在京津冀协同发展重大机遇中保有战略主动性，把握发展机遇。

### ■ 受益“京津冀一体化”+“创新中国”

随着“京津冀一体化”战略加速推进，通州作为行政副中心面临重大发展机遇：

- 北京市相关领导公开表示，“举全市之力建设通州副中心”，继而通州又被确定为积分落户政策的试点区域，新北京东站最终选址通州的消息坐实；
- 7 月 11 日，北京市委全会正式对外公布：“将聚焦通州，加快北京行政副中心的规划建设，2017 年取得明显成效。”通州作为北京市副中心的“新身份”正式亮相；

- 7月14日北京市规划委进一步对外透露了关于通州建设规划的诸多细节。其中包括：有序推动北京市属行政事业单位整体或部分向市行政副中心转移，逐步带动中心城人口向通州转移，通过“区域快轨”“城际铁路”等模式串联起燕郊、通州及中心城等。”
- 另外，总投资超200亿元的北京环球主题公园项目于2014年正式获国家发改委批准，建设地点在通州区文化旅游区，预计2019年建成营业。项目周边市政设施、交通路网、环境绿化等配套设施将加快建设和完善，同时连接北京核心区和通州新城南部的轨道交通方案已提上日程，紧邻通州的大厂、香河园区将直接受益。

公司十余年来深耕京津冀，目前在京津冀地区拥有逾1700平方公里的委托面积，在重要节点廊坊市（香河、大厂）拥有超过160平方公里的委托开发区域，与京津冀发展的关键轴线高度契合；通州行政副中心确立标志着公司加速兑现京津冀协同发展利好的开始，后续京津冀协同发展规划逐步落地将是公司不断将政策红利转化为业绩的过程。

另外，公司携手太库，与清华大学联合成立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”，与北京电影学院打造“北京东部影视产业集群”，并与众多研究机构（中国航天科工信息技术研究院等）、孵化基地（清华大学重大科技项目中试孵化基地）达成战略合作关系，公司的“产学研+孵化”的平台效应愈发明显，对于资源的攫取和整合能力更强，可以给予中小企业、创业者更多的支持。在“大众创业，万众创新”的“飓风”风口上，公司的“产业新城”模式前景广阔！

### ■ 固安工业园新型城镇化项目入选 PPP 项目库，“产业新城”模式获国家背书

为加快推广 PPP 模式，更好地鼓励和引导社会投资，经各省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革委推荐，国家发展改革委审核，现建立国家发展改革委 PPP 项目库。由固安县人民政府和公司倾力打造的“固安工业园新型城镇化项目”因其整体式外包、“产城融合”整体开发机制、工业园区和区域经济发展综合解决方案等多个创新点入选，并作为 13 个案例之一：

- **整体式外包。**在政企双方合作过程中，固安县政府实际上是购买了华夏幸福公司提供的一揽子建设和外包服务。这种操作模式避免了因投资主体众多而增加的投资、建设、运营成本，而且减少了分散投资的违约风险，形成规模经济效应和委托代理避险效应。
- **“产城融合”整体开发机制。**在“产城融合”整体开发机制下，政府和社会资本有效地构建了互信平台，从“一事一议”变为以 PPP 机制为核心的协商制度，减少了操作成本，提高了城市建设与公共服务的质量和效率。
- **工业园区和区域经济发展综合解决方案。**政企双方坚持以“产业高度聚集、城市功能完善、生态环境优美”作为共同发展目标，以市场化运作机制破解园区建设资金筹措难题，以专业化招商破解区域经济发展难题、以构建全链条创新生态体系破解开发区转型升级难题，使兼备产业基地和城市功能的工业园区成为新型城镇化的重要载体和平台。

公司的“产业新城”模式在固安的实践得到了国家背书，影响力和品牌效应也因此得到了急剧放大，预计在未来的项目拓展中拥有较为明显的优势地位，攫取资源的能力更强悍。

### ■ 3 亿元员工持股计划，彰显对未来发展的信心和决心

公司 7 月 15 日公告总规模为 3 亿元的员工持股计划，参与者为包括公司董事、高级管理人员及核心岗位员工在内的不超过 300 人。本员工持股计划运作体现为资产管理计划，按照 1:1.5 设立劣后级份额和优先级份额：优先级份额由资产管理计划的管理人依法募集；劣后级份额由参与本次员工持股计划的公司员工全额认购，存续期为 24 个月。员工持股计划的股票来源为二级市场购买。

员工持股计划的设立，将有助于公司吸引和留住优秀管理人才和业务骨干，绑定公司、员工和股东的利益，营造多赢局面，彰显了管理层和核心员工对未来发展的信心和决心，同时也有助于增强资本市场对公司发展的信心。

### ■ 维持“买入”评级

不同于单一住宅开发模式，公司产业新城模式着眼于京津冀城市群整体布局，着力于产业升级转移和产业集群培育，具有发展的可持续性和可复制性，符合行政副中心规划要求和城市卫星城深层发展规律，将全方位、多层次受益人口与产业转移带来的区域增值。预计 15-17 年 EPS 分别为 1.78/2.35/3.00 元，对应 PE 为 15.0/11.3/8.8X，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	16194	25964	30633	36999
应收款项	6084	6847	7641	8803
存货净额	78316	90047	124250	151627
其他流动资产	6172	5365	7421	9404
<b>流动资产合计</b>	<b>107672</b>	<b>129129</b>	<b>170851</b>	<b>207739</b>
固定资产	3108	308	225	204
无形资产及其他	455	437	419	400
投资性房地产	2711	2711	2711	2711
长期股权投资	17	17	17	17
<b>资产总计</b>	<b>113964</b>	<b>132602</b>	<b>174224</b>	<b>211071</b>
短期借款及交易性金融负债	21218	2600	2704	2731
应付款项	13890	12880	17404	20792
其他流动负债	49675	83613	115775	144056
<b>流动负债合计</b>	<b>84783</b>	<b>99093</b>	<b>135883</b>	<b>167578</b>
长期借款及应付债券	9489	10289	10789	10789
其他长期负债	2296	2296	2296	2296
<b>长期负债合计</b>	<b>11784</b>	<b>12584</b>	<b>13084</b>	<b>13084</b>
<b>负债合计</b>	<b>96568</b>	<b>111678</b>	<b>148967</b>	<b>180663</b>
少数股东权益	7603	7841	8141	8526
股东权益	9794	13083	17116	21883
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>113964</b>	<b>132602</b>	<b>174224</b>	<b>211071</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.34	1.78	2.35	3.00
每股红利	1.13	0.53	0.82	1.20
每股净资产	3.70	4.94	6.47	8.27
ROIC	10%	17%	51%	66%
ROE	36%	36%	36%	36%
毛利率	36%	38%	38%	38%
EBIT Margin	19%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	19%	20%	20%	20%
收入增长	28%	30%	33%	28%
净利润增长率	30%	33%	32%	28%
资产负债率	91%	90%	90%	90%
息率	4%	2%	3%	5%
P/E	19.9	15.0	11.3	8.8
P/B	7.2	5.4	4.1	3.2
EV/EBITDA	32.3	25.7	23.3	21.1

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>26886</b>	<b>34951</b>	<b>46485</b>	<b>59501</b>
营业成本	17269	21775	29007	37188
营业税金及附加	1867	2272	2859	3701
销售费用	954	1783	2557	3213
管理费用	1754	2290	3003	3856
财务费用	28	99	105	108
投资收益	90	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(41)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	5064	6733	8955	11435
营业外净收支	(4)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>5060</b>	<b>6733</b>	<b>8955</b>	<b>11435</b>
所得税费用	1258	1683	2284	2893
少数股东损益	264	351	467	596
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3538</b>	<b>4699</b>	<b>6204</b>	<b>7946</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>3538</b>	<b>4699</b>	<b>6204</b>	<b>7946</b>
资产减值准备	28	3245	376	300
折旧摊销	121	248	332	377
公允价值变动损失	41	0	0	0
财务费用	28	99	105	108
营运资本变动	(12742)	24486	8	1448
其它	13	(3007)	(76)	85
<b>经营活动现金流</b>	<b>(9001)</b>	<b>29672</b>	<b>6844</b>	<b>10155</b>
资本开支	(1106)	(674)	(607)	(637)
其它投资现金流	(906)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2012)</b>	<b>(674)</b>	<b>(607)</b>	<b>(637)</b>
权益性融资	3515	0	0	0
负债净变化	2185	800	500	0
支付股利、利息	(2996)	(1410)	(2172)	(3178)
其它融资现金流	<b>15370</b>	<b>(18618)</b>	<b>104</b>	<b>27</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>17264</b>	<b>(19228)</b>	<b>(1568)</b>	<b>(3151)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>6250</b>	<b>9770</b>	<b>4669</b>	<b>6366</b>
货币资金的期初余额	9944	16194	25964	30633
货币资金的期末余额	16194	25964	30633	36999
企业自由现金流	(9938)	29184	6482	9809
权益自由现金流	7617	11292	7008	9756

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告:

- 《华夏幸福-600340-重大事件快评: 全球技术, 华夏加速, 中国创造》 ——2015-05-05
- 《华夏幸福-600340-重大事件快评: 京津冀落地拉开投资巨幕, 公司千亿市值可期》 ——2015-05-04
- 《华夏幸福-600340-2014 年年报点评: 继续迈向“全球产业新城引领者”》 ——2015-03-26
- 《华夏幸福-600340-重大事件快评: 再融资为京津冀龙头腾飞助力, 维持“买入”评级》 ——2015-02-16
- 《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

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。