

证券研究报告

地产

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王琳
投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃
投资咨询资格编号
S10605140800023
0755-22621493
Yangkan0342@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

华夏幸福 (600340)

PPP 模式订制央企智慧城市，开启业务发展发展新起点

事项：公司公告与任丘市政府、华北石油管理局签署《关于整体合作开发建设华油智慧新城的框架协议》，三方协议在大广高速南连接线以北选定合作区域，并结合油田矿区的改造具体需求，按照PPP模式，共同打造华油智慧新城。

平安观点：

- **首次以“PPP”模式订制央企智慧城市，开启公司业务发展新起点。**本次合作首次将大型央企中国石油引入 PPP 合同参与方，是公司与央企战略合作的重大创新实践。标志着公司 PPP 模式实现跨模式复制。未来将开启业务发展广阔新空间。近日，公司固安工业园获得国务院办公厅公开表扬，也从侧面印证公司 PPP 工业园模式除了获得地方政府高度认可外，也得到大型央企的肯定和合作。
- **把握历史机遇，顺应环首都城市群发展规划。**2014 年公司与任丘市政府签订合作协议，受托开发委托面积为 240 平方公里的任丘园区。任丘华油智慧新城与原有任丘园区共同构成任丘产业新城群。发展任丘有利于增加优先承接首都功能疏散和经济辐射的深度和广度。随着京津冀一体化的不断推进，将为公司布局的北京南部区域提供提升区域价值的历史发展机遇。公司以 PPP 模式作为切入点，相比其他园区企业，具有更好的发展优势。
- **增强公司挖掘和获取环首都区域升值潜力。**任丘产业新城群是公司以固安、霸州为核心的京南城市群的再次向南延伸，进一步扩大了公司在京津冀区域的优势，也增强了公司未来承接首都功能疏散的能力。为公司日后与任丘市政府的后续合作奠定基础。在京津冀协同发展投资即将大规模落地的时间点，公司不断通过创新模式提升自身竞争力。
- **京津冀协同发展进入加速推进阶段，维持公司“强烈推荐”评级。**华夏幸福深耕京津冀区域，目前在京津冀地区拥有约 1700 平方公里委托面积，随着京津冀协同发展进入加速推进阶段，公司业绩将不断受益。预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.77 元和 2.35 元，当前股价对应 PE 分别为 13 倍和 10 倍，公司产业发展平台价值逐步凸显，近期员工持股提出彰显长期发展信心，持续受益京津冀协同发展带来的政策发展机遇，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**产业新城新模式拓展进度不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	69348	107672	142170	195745	营业收入	21060	26886	34398	44029
现金	9944	16194	20392	26356	营业成本	13939	17269	21906	27783
应收账款	1744	5126	2091	2517	营业税金及附加	1413	1867	2064	2731
其他应收款	1006	1931	2216	2945	营业费用	873	954	1720	2276
预付账款	2396	2983	3797	5040	管理费用	1151	1754	1892	2367
存货	54058	78316	113557	158979	财务费用	115	28	176	155
其他流动资产	200	3121	117	-92	资产减值损失	13	41	13	13
非流动资产	4745	6292	3901	3880	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	25	0	0	0
固定资产	760	1646	1501	1487	营业利润	3581	5064	6628	8705
无形资产	349	455	318	302	营业外收入	11	14	11	11
其他非流动资产	3619	4173	2064	2073	营业外支出	5	18	5	5
资产总计	74094	113964	149290	202843	利润总额	3586	5060	6634	8711
流动负债	54415	84784	114187	159618	所得税	900	1258	1658	2178
短期借款	3395	7938	0	0	净利润	2686	3801	4975	6533
应付账款	5816	11791	8897	11233	少数股东损益	-29	264	290	319
其他流动负债	45205	65055	105290	148385	归属母公司净利润	2715	3538	4685	6214
非流动负债	9723	11784	12500	14500	EBITDA	3761	5215	6979	9060
长期借款	7304	9489	12489	14489	EPS (元)	1.02	1.34	1.77	2.35
其他非流动负债	2420	2296	12	12					
负债合计	64139	96568	126687	174118					
少数股东权益	3305	7603	7893	8212	主要财务比率				
股本	1323	1323	2646	2646	会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
资本公积	16	366	366	366	成长能力				
留存收益	5312	8651	13021	18824	营业收入(%)	74.4	27.7	27.9	28.0
归属母公司股东权益	6650	9794	14710	20513	营业利润(%)	42.4	41.4	30.9	31.3
负债和股东权益	74094	113964	149290	202843	归属于母公司净利润(%)	52.2	30.3	32.4	32.6
					获利能力				
					毛利率(%)	33.8	35.8	36.3	36.9
					净利率(%)	12.9	13.9	15.0	12.9
					ROE(%)	40.8	36.1	31.8	30.3
					ROIC(%)	18.6	12.3	31.5	36.6
					偿债能力				
					资产负债率(%)	86.6	83.8	84.9	85.8
					净负债比率(%)	26.7	31.8	14.9	12.0
					流动比率	1.27	1.27	1.25	1.23
					速动比率	0.28	0.35	0.25	0.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.29	0.26	0.25
					应收账款周转率	13	8	10	19
					应付账款周转率	3.28	1.96	2.12	2.76
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.02	1.34	1.77	2.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	-7.44	13.72	3.46
					每股净资产(最新摊薄)	5.03	6.95	11.12	15.51
					估值比率				
					P/E	23.2	17.6	13.4	10.1
					P/B	4.61	3.34	2.08	1.49
					EV/EBITDA	21	15	11	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	-3474	-9845	18146	4579
净利润	2686	3801	4975	6533
折旧摊销	65	124	175	200
财务费用	115	28	176	155
投资损失	-25	0	0	0
营运资金变动	-6237	-15127	13570	-2177
其他经营现金流	-80	1330	-750	-132
投资活动现金流	-3076	-223	131	-49
资本支出	714	0	0	0
长期投资	-894	220	-134	46
其他投资现金流	-3256	-2	-3	-3
筹资活动现金流	11104	12222	-9984	1434
短期借款	2725	4543	-7938	0
长期借款	2076	2185	3000	2000
普通股增加	441	0	0	0
资本公积增加	0	350	0	0
其他筹资现金流	5863	5144	-5046	-566
现金净增加额	4554	2155	8294	5963

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号
荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金
融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融
街中心北楼 15 层

邮编：100033