

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

“模式”铸就高增长蓝筹

公司公布 2015 年中报，报告期实现营业收入 168.72 亿元 (+48.23%)，净利润 30.31 亿元 (+31.71%)，EPS1.15 元(+32.18%)；扣非后净利润 28.45 亿元 (+24.01%)，加权 ROE26.36%，同比增加 5.52 个百分点。

投资要点：

- ◇ **产业新城开发规模化拓展，城市地产高速增长。**上半年公司实现营业收入 168.7 亿元，同比增 48.2%，主业中产业新城开发建设营业收入 130.2 亿元，同比增 25.4%，城市地产及其他收入 38.6 亿元，同比大增 286%。**分具体产品来看：**园区配套住宅收入 52.6 亿元 (+18.9%)、产业发展服务收入 45.2 亿元 (+26.7%)、城市地产开发收入 37.7 亿元 (+311%)、土地整理收入 28.0 亿元 (+22.5%)，其中产业发展服务的毛利率高达 96%左右，成为带动利润增长的主要推力。**分地区来看：**环北京仍是最主要收入来源，占比近 90%，但随着业务拓展至环上海的无锡、镇江、嘉善及全国范围内的沈阳、川渝等地，京津冀之外的来源占比将提升。
- ◇ **随着其独特的 PPP 模式建设产业新城的广泛应用，园区建设的扩张带动配套住宅、产业发展服务和相关配套服务的规模实现快速拓展。**15 年 1-6 月，公司签约销售额共计 301.1 亿元 (+24%) 其中地产开发业务共完成 253.7 亿元，同比增长 33%，增速同期中国房地产企业销售金额 TOP20 中位居前三，远高于行业平均水平，销售金额在国内房企中排第十。地产中包含 197.9 亿元配套住宅和 55.8 亿元城市地产，同比增速分别为 23%和 91%，而园区开发回款 44.1 亿元，同比-7%。我们预计公司全年有望实现 650 亿元销售额 (+24%)，高于公司 615 亿的目标值。
- ◇ **垄断环北京 1800 平方公里土地开发权，畅想京津冀风口红利。**据我们初步统计，公司当前累计委托开发区域面积近 2300 平方公里，其中环北京 1840 平方公里，成为承接北京人口和产业转移最受益标的。**以通州为例**，北京市政府东迁和通州限购后，公司在隶属河北行政区但距通州核心区仅 5-30 公里的大厂、香河区域有近 160 平方公里的土地开发权，仅现有规划作为地产开发的项目可开发销售房屋货值近 300 亿，开发价值极为凸显。同样，受益于交通一体化提速和公共服务外溢，京南廊坊、固安、保定、霸州等区域的开发也迎来新的历史机遇。
- ◇ **产业发展促进服务升级，进而推动估值上移。**上半年产业园新增入园企业 65 个，签约投资额 253.4 亿元，较去年同期同比上涨 19.6%，至此累计签约投资额高达 1900 多亿。同时公司不断创新产业服务手段，通过产学研合作的模式搭建孵化器，运用资本干预等方式加速创新成果转化，并通过投资入园企业分享企业成长收益，如对北京鼎材科技有限公司、固安翌光科技有限公司等进行投资。公司也加速对外合作，如与太库科技合作共建产业创新模式、孵化器运营，在全球范围内建设孵化器，打通创新技术“孵化—加速—产业化—产业服务”的价值链条，加速产业形成与发展。根据协议，公司一般可获得落地固定投资额的 45%作为回报，若干亿级签约投资最终能有部分转为实际投资，则收益相当可观。
- ◇ **财务风险可控，多渠道融资助力业务拓展。**截至 6 月末，公司货币资金年基本覆盖短期借款和一年内到期负债，净负债率 102%有所上升，扣除不构成实际偿债压力的预收款后资产负债率为 47%，维持上年水平。公司已成功非公开发行 10 亿元 3 年期债券 (利率 5.99%)，并拟继续非公开发行 20 亿债券 (于 8 月 27 日收到上交所挂牌无异议函)、公开发 75 亿公司债、以及非公开发 70 亿 (已获证监会反馈)。债券融资相对顺畅，且随多次降息资金成本有望显著下降。
- ◇ **我们认为，在“房地产开发+产业发展+京津冀协同”多重概念下，华夏幸福是最**

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

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35

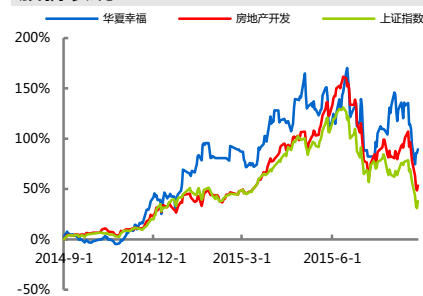
当前股价： 24.09

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,646
流通股本(百万股)	2,646
总市值(亿元)	637
流通市值(亿元)	637
成交量(百万股)	28.77
成交额(百万元)	678.71

股价表现



相关报告

《华夏幸福-卡位京津冀锁定优质资源，业务结构升级推动估值上移》

2015-03-26

《华夏幸福-畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音》2014-12-26

有优势、前景最好的标的，其股价在 7-8 月“股灾”中的坚挺表现也体现了投资者对公司的认可，其当前的估值仅高于万科、保利等地产龙头，在“转型”概念公司中仍垫底。我们认为，公司建设产业新城的 PPP 模式已经在固安得到检验，并且受发改委和多个地方政府认同，开发业务逐步“复制”拓展至环上海等京津冀之外的区域，这种独树一帜的开发“模式”为公司形成对手难以逾越的市场化垄断优势。尤其是受京津冀一体化提速推进及产业发展服务落地催化，其应有别于传统房地产企业的价值正受市场认可，股价仍有很大提升空间。根据公司近况及利润分配后股本变化，我们调整了估值模型，预计 15-17 年最新摊薄 EPS1.79、2.35、3.11 元，对应当前股价 PE 17/13/10 倍，维持“强烈推荐”评级。

- ✧ **风险提示：**京津冀一体化低于预期；项目拓展进度落后；产业投资落地周期长存在不确定性；业务规模扩张过快可能带来的人才管理压力。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26886	36427	48115	62134
收入同比(%)	28%	35%	32%	29%
归属母公司净利润	3538	4736	6230	8228
净利润同比(%)	30%	34%	32%	32%
毛利率(%)	35.8%	35.8%	35.2%	35.3%
ROE(%)	36.1%	29.9%	28.2%	27.1%
每股收益(元)	1.34	1.79	2.35	3.11
P/E	18.73	16.76	12.74	9.65
P/B	6.76	5.01	3.60	2.62
EV/EBITDA	10	8	7	5

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 2015 年中报财务与经营等指标

图 1：经营情况

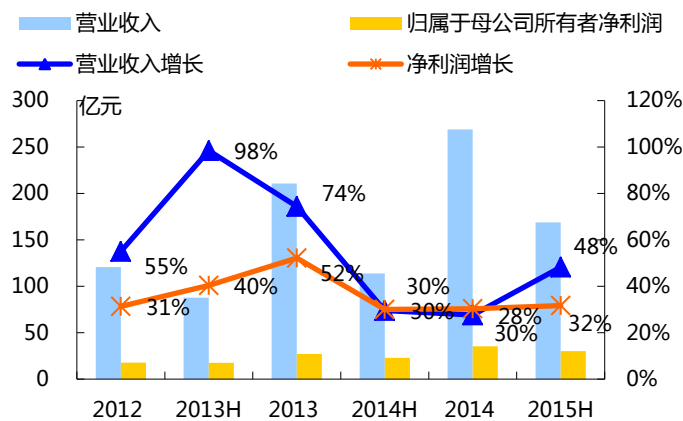


图 2：EPS 和 ROE

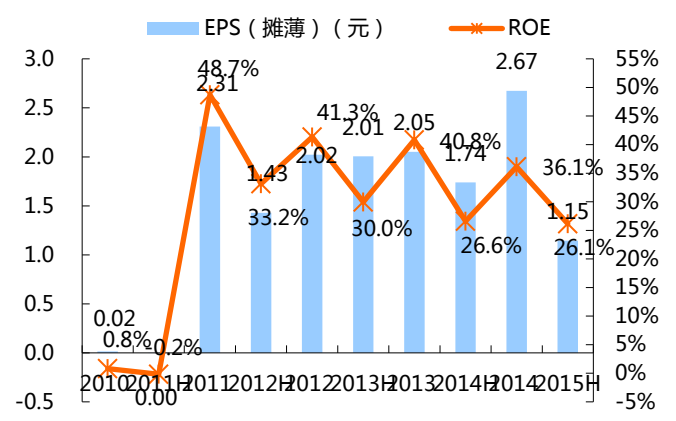


图 3：综合毛利率和净利率

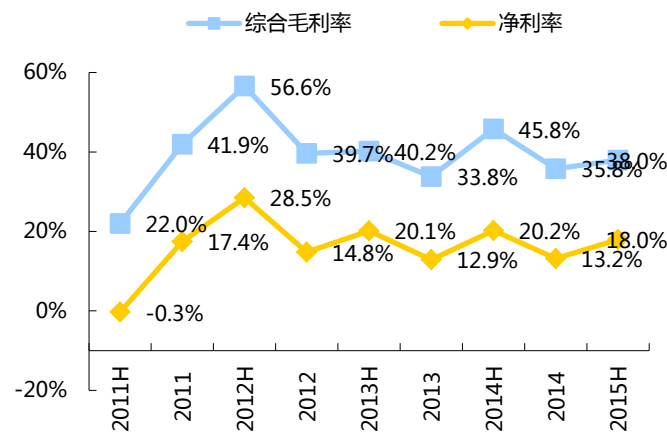


图 4：三费水平

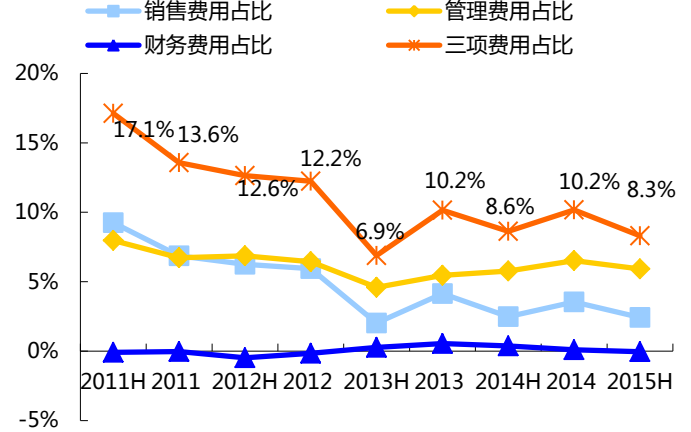


图 5：货币资金与短期负债

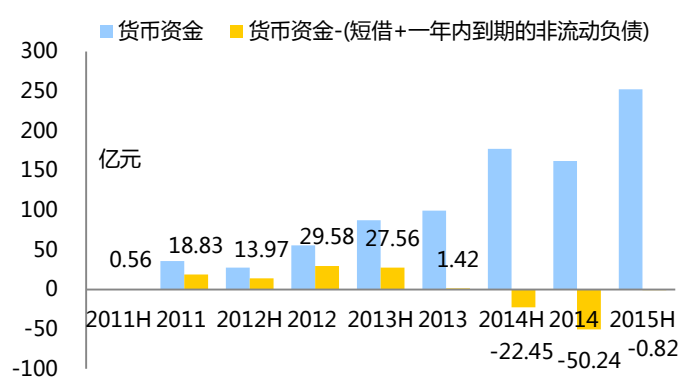
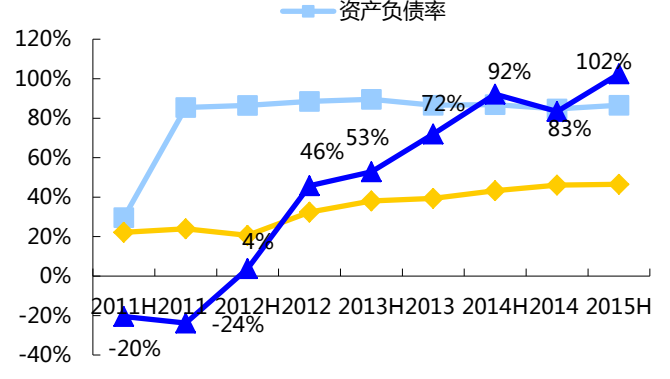


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	10767	13727	16659	19187
现金	16194	16610	16276	25891
应收账款	5137	5137	5137	5137
其它应收款	947	947	947	947
预付账款	2983	2983	2983	2983
存货	78316	107500	137152	152818
其他	4095	4095	4095	4095
非流动资产	6292	4248	5137	4891
长期投资	17	17	17	17
固定资产	1646	2198	2336	2267
无形资产	455	455	455	455
其他	4174	1578	2328	2152
资产总计	113964	141521	171727	196762
流动负债	84783	101923	121463	133750
短期借款	7938	0	0	0
应付账款	11791	11791	11791	11791
其他	65055	90132	109672	121959
非流动负债	11784	15784	19784	23784
长期借款	9489	13489	17489	21489
其他	2296	2296	2296	2296
负债合计	96568	117707	141248	157535
少数股东权益	7603	7960	8397	8917
股本	1323	2646	2646	2646
资本公积	21	21	21	21
留存收益	8449	13186	19416	27644
归属母公司股东权益	9794	15853	22083	30311
负债和股东权益	113964	141521	171727	196762

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-4954	3109	-4383	5466
净利润	3801	5094	6667	8748
折旧摊销	125	182	231	255
财务费用	28	165	48	-52
投资损失	-90	-90	-100	-100
营运资金变动	-8836	-4119	-11235	-3388
其它	18	1877	6	3
投资活动现金流	-2728	87	96	96
资本支出	856	0	0	0
长期投资	-661	0	0	0
其他	-2533	87	96	96
筹资活动现金流	12055	-2780	3952	4052
短期借款	4543	-7938	0	0
长期借款	2185	4000	4000	4000
普通股增加	0	1323	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他	5322	-165	-48	52
现金净增加额	4374	416	-334	9615

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26886	36427	48115	62134
营业成本	17269	23375	31178	40224
营业税金及附加	1867	2529	3272	4163
营业费用	954	1292	1707	2204
管理费用	1754	2376	3138	4052
财务费用	28	165	48	-52
资产减值损失	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	90	90	100	100
营业利润	5064	6780	8873	11643
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	5060	6780	8873	11643
所得税	1258	1686	2207	2895
净利润	3801	5094	6667	8748
少数股东损益	264	358	436	520
归属母公司净利润	3538	4736	6230	8228
EBITDA	5217	7127	9152	11846
EPS (元)	2.67	1.79	2.35	3.11

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	27.7%	35.5%	32.1%	29.1%
营业利润	41.4%	33.9%	30.9%	31.2%
归属于母公司净利润	30.3%	33.9%	31.5%	32.1%
获利能力				
毛利率	35.8%	35.8%	35.2%	35.3%
净利率	13.2%	13.0%	12.9%	13.2%
ROE	36.1%	29.9%	28.2%	27.1%
ROIC	13.5%	16.2%	15.5%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	84.7%	83.2%	82.3%	80.1%
净负债比率	31.80	22.74	21.78	22.07
流动比率	1.27	1.35	1.37	1.43
速动比率	0.35	0.29	0.24	0.29
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.29	0.31	0.34
应收账款周转率	8	7	9	12
应付账款周转率	1.96	1.98	2.64	3.41
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.79	2.35	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.87	1.18	-1.66	2.07
每股净资产(最新摊薄)	3.70	5.99	8.35	11.46
估值比率				
P/E	18.73	16.76	12.74	9.65
P/B	6.76	5.01	3.60	2.62
EV/EBITDA	10	8	7	5

相关报告

报告日期	报告标题
2015-03-26	《华夏幸福-卡位京津冀锁定优质资源，业务结构升级推动估值上移》
2014-12-26	《华夏幸福-畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音》

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,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 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、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

郑彬彬,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学软件与微电子学院,软件工程硕士。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434