

# PPP模式广受认可 发展空间广阔

——华夏幸福（600340）2015年半年报点评

2015年09月01日

推荐/维持

华夏幸福

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn	021-65465582
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

日前,公司发布2015年半年报。报告期内,公司实现营业收入168.72亿元,同比增长48.23%;实现营业利润42.74亿元,同比增长17.17%;归属于母公司所有者的净利润30.31亿元,同比增长31.71%。;基本每股收益1.15元,同比增长32.18%。

## 公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	7297.4	3161.73	8220.76	6549.78	8953.28	3297.03	13575.21
增长率(%)	41.03%	159.30%	8.67%	31.57%	22.69%	4.28%	65.13%
毛利率(%)	29.62%	48.97%	44.56%	27.88%	28.80%	51.56%	34.66%
期间费用率(%)	14.70%	12.05%	7.32%	9.97%	12.28%	16.77%	6.25%
营业利润率(%)	8.11%	32.80%	31.76%	11.22%	7.61%	30.66%	24.04%
净利润(百万元)	468.72	758.90	1939.46	487.91	615.15	778.21	2386.68
增长率(%)	20.38%	60.77%	50.70%	06.38%	31.24%	02.55%	23.06%
每股盈利(季度,元)	0.38	0.47	1.27	0.39	0.54	0.53	0.88
资产负债率(%)	86.56%	86.76%	86.92%	83.76%	84.74%	84.74%	86.59%
净资产收益率(%)	4.71%	7.08%	14.98%	2.87%	3.54%	4.14%	12.86%
总资产收益率(%)	0.63%	0.94%	1.96%	0.47%	0.54%	0.63%	1.72%

## 观点:

- 公司销售势头强劲,历史性进入行业前十。**报告期内,在行业内大部分上市公司业绩纷纷下滑的背景下,华夏幸福逆市上扬。公司销售额共计301.10亿元,较上年同期增长24.35%。产业新城业务销售额共计242.03亿元(含园区开发业务结算回款44.15亿元,产业园区配套住宅签约销售额197.88亿元,签约销售面积267.75万平方米),园区内新开工配套住宅面积159.67万平方米,竣工配套住宅面积422.17万平方米;城市地产签约销售额55.82亿元,签约销售面积53.46万平方米,新开工面积50.85万平方米,竣工面积163.01万平方米,其他业务(物业、酒店)销售额3.25亿元。公司实现营业收入168.72亿元,比上年同期增长48.23%;实现营业利润42.74亿元,同比增长17.17%;实现归属于母公司所有者的净利润30.31亿元,同比增长31.71%。截至报告期末,公司储备开发用地规划建筑面积约为912.65万平方米。随着后续

项目的稳步推进，预计公司下半年将继续保持这种迅猛的发展态势。

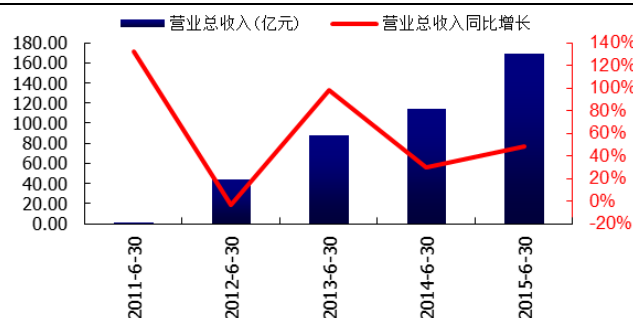
表 1: 主营业务分行业情况 单位：元

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
产业新城开发建设	13015606606.26	6662415205.29	48.81	25.35	26.17	-0.33
城市地产及其他	3856637127.41	3804199442.32	1.36	286.00	327.22	-9.52

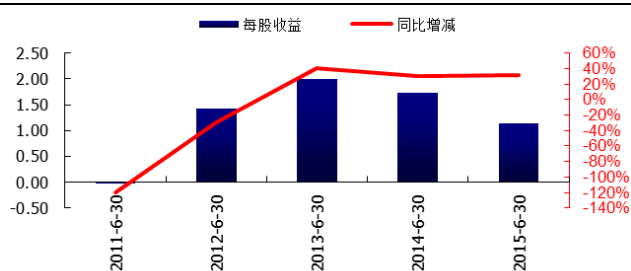
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **PPP 模式受到广泛认可。**2015年上半年，华夏幸福产业新城模式得到各级政府、各个部门的广泛认可和大力支持。7月20日，国务院办公厅通报表扬固安PPP模式，7月27日，国家发展和改革委员会推出13个PPP示范案例，固安工业园区新型城镇化项目再次榜上有名，成为河北唯一入选项目，固安工业园区PPP建设模式再传捷报。公司的“政府主导、企业运作、合作共赢”模式得到从国家到地方各级政府的全面认可和肯定。正是这种独创的产业新城模式推动了近期公司业绩高速增长，目前这种模式的推动力量只是初步显现，未来还有无限的增空间。
- **继续开疆拓土，加速区域布局。**报告期内，公司继续深耕大北京，实现了京津冀卡位，同时积极开拓长江经济带，上半年累计完成4个项目签约，分别为上海金山枫泾、四川天府新区仁寿、沈阳铁西以及固安的马庄与牛驼区域，与国家重点区域振兴规划和发展战略完全契合。除此之外，公司与秦皇岛市人民政府，就采用政府和社会资本合作开发建设运营秦皇岛市约定区域达成《战略意向协议》，正式合作协议目前正在具体落实之中。更加值得一提的是，2015年上半年，华夏幸福在京津冀以外的嘉善、无锡、沈阳苏家屯等园区贡献收入17.24亿元，尤其是其作为标杆重点打造的嘉善园区开始贡献规模化收入，达12.61亿元，这说明华夏幸福的异地复制已呈现多点开花之势。
- **城市运营能力提升。**报告期内，公司不断进行资源引入，通过不断建设与完善基础设施及配套设施，加强城市综合运营及城市营销，整合城市资源、创新城市管理、彰显城市精神，实现城市资源增值和城市发展最优化运作。通过提供就业机会、公共服务、生活服务、商业服务、休闲体验、文化服务、商务服务、生态环境、创业环境等9大幸福触媒，以提升人的幸福感为出发点建设幸福城市。报告期内，华夏幸福承办了“创新中国”峰会，探讨美国硅谷创新模式与中国固安创新实践；大厂幸福学校与北京五中分校签署合作协议，并将于今年9月开学；苏家屯幸福学校与沈阳七中签署合作协议，预计将于2016年9月开学；固安自行车运动公园成功举办“禧玛诺车迷节”及“中国·固安自行车公开赛”，倡导低碳环保生活；怀来度假酒店与Club Med(地中海俱乐部)签订战略框架协议，将共同打造京北休闲度假第一品牌；固安幸福港湾签约主力院线及主力店，打造城市商业核心地标。公司通过不断建设完善基础及配套设施，加强城市综合运营及城市营销，整合城市资源、创新城市管理、彰显城市精神，实现城市资源增值和城市发展最优化运作。
- **产业升级提速、产业联盟快速复制。**报告期内，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，如中国空间技术研究院怀来航天产业基地项目落户怀来园区；牵手中科金财介入互联网金融生态；与太库科技创新孵化体系战略合作，加快打造B2B的创新服务模式；签约中国卫通，打造卫星通信产业园，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%。经过前期对创新模式的探索，华夏

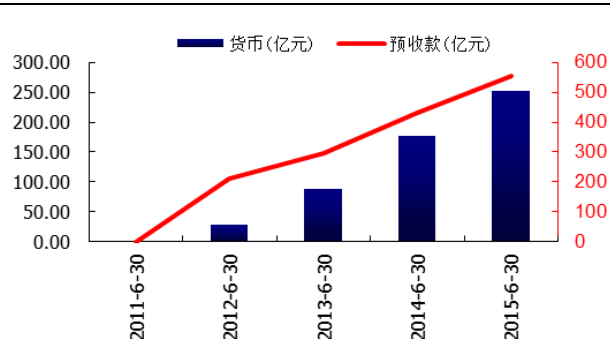
幸福的产业促进已进入创新升级、产业联盟快速复制的高速发展轨道。

**图 1：营业收入情况**


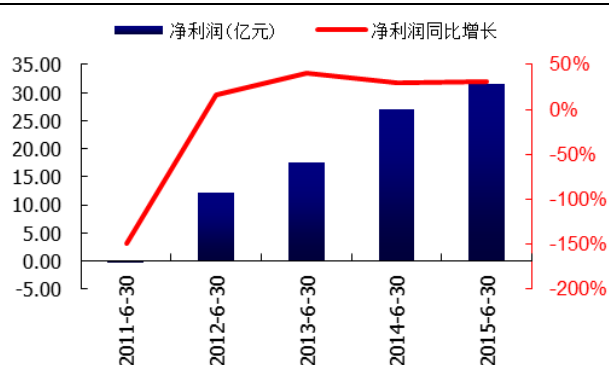
资料来源：公司公告，东兴证券

**图 2：每股收益情况**


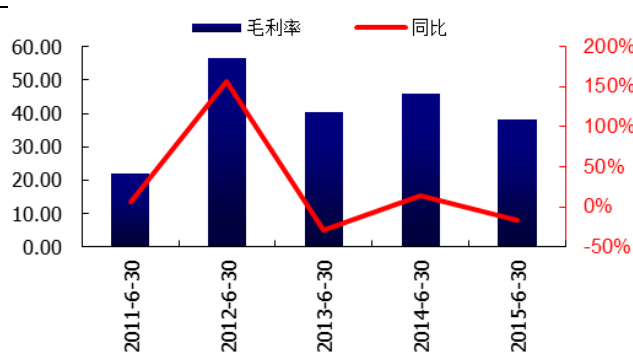
资料来源：公司公告，东兴证券

**图 3：货币和预收款情况**


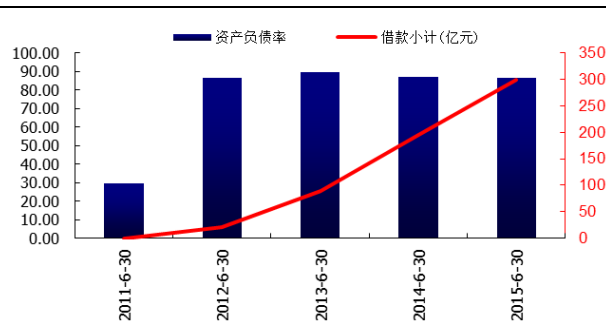
资料来源：公司公告，东兴证券

**图 4：净利润情况**


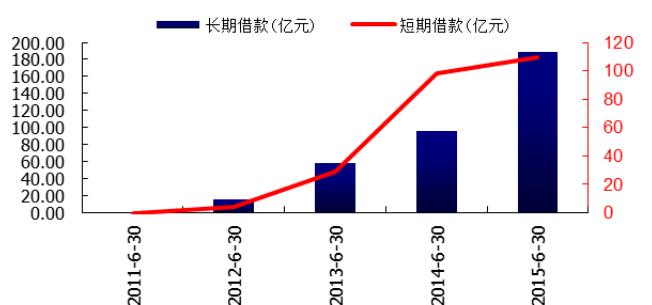
资料来源：公司公告，东兴证券

**图 5：销售毛利率情况**


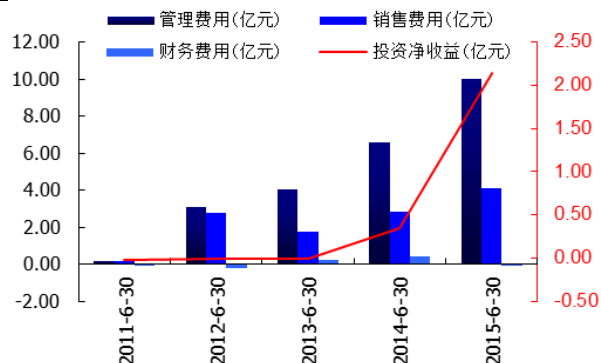
资料来源：公司公告，东兴证券整理

**图 6：资产负债率情况**


资料来源：公司公告，东兴证券

**图 7: 贷款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

**图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

2015 年上半年, 在行业内大部分上市公司业绩纷纷下滑的背景下, 华夏幸福逆市上扬, 不但销售金额历史性进入行业前十强, 净利润增速也一举超过 30%, 高居行业前列。业绩高速增长的背后, 是华夏幸福独创的产业新城模式。随着固安 PPP 模式得到从国家到地方各级政府的全面认可和肯定, 华夏幸福这样一家盈利能力稳步提升、产业促进创新升级、正在积极推动模式创新与战略变革的企业, 想象空间也随之大大打开, 加之众多政策及区域利好, 华夏幸福正面临着前所未有的广阔发展空间。我们预计公司 2015-2017 年的营业收入分别为 342.57 亿元、448.38 亿元和 617.11 亿元, 每股收益分别为 1.62 元、2.33 元和 3.12 元, 对应 PE 分别为 14.55、10.14 和 7.58, 维持公司“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>流动资产合计</b>	69348	107672	126607	161533	209449	<b>营业收入</b>	21060	26886	34257	44873	61711		
货币资金	9944	16194	30115	38259	40214	<b>营业成本</b>	13939	17269	22267	28943	40112		
应收账款	1744	5137	2816	2459	3381	营业税金及附加	1413	1867	2329	3051	4196		
其他应收款	1006	947	1206	1580	2173	营业费用	873	954	1216	1593	2300		
预付款项	2396	2983	3874	5032	6636	管理费用	1151	1754	2203	2885	3968		
存货	54058	78316	85408	111015	153855	财务费用	115	28	214	-117	-160		
其他流动资产	200	3189	3189	3189	3189	资产减值损失	13.08	40.95	50.00	50.00	50.00		
<b>非流动资产合计</b>	4745	6292	4005	3588	3172	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	18	17	17	17	17	投资净收益	24.83	90.16	100.00	100.00	100.00		
固定资产	759.63	1645.7	2737.5	2366.5	1995.5	<b>营业利润</b>	3581	5064	6077	8568	11344		
无形资产	349	455	410	364	319	营业外收入	10.89	13.52	14.00	14.00	14.00		
其他非流动资产	1777	1871	0	0	0	营业外支出	5.44	17.61	15.00	15.00	15.00		
<b>资产总计</b>	74094	113964	130612	165121	212621	<b>利润总额</b>	3586	5060	6076	8567	11343		
<b>流动负债合计</b>	54415	84783	97944	129294	173726	所得税	900	1258	1519	2142	2836		
短期借款	3395	7938	0	0	0	<b>净利润</b>	2686	3801	4557	6425	8507		
应付账款	5816	11791	14031	18238	25276	少数股东损益	-29	264	265	265	265		
预收款项	34981	43980	64534	91458	128484	归属母公司净利润	2715	3538	4292	6160	8242		
一年内到期的非流	6407	13280	13280	13280	13280	EBITDA	4085	5656	6708	8867	11601		
<b>非流动负债合计</b>	9723	11784	11347	12147	12147	<b>BPS (元)</b>	2.05	2.67	1.62	2.33	3.12		
长期借款	7304	9489	10289	11089	11089	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>负债合计</b>	64139	96568	109291	141441	185873	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	3305	7603	7868	8133	8398	营业收入增长	74.38%	27.66%	27.42%	30.99%	37.52%		
实收资本(或股本)	1323	1323	2646	2646	2646	营业利润增长	42.38%	41.42%	20.02%	40.98%	32.40%		
资本公积	16	21	899	899	899	归属于母公司净利润	21.34%	43.51%	21.34%	43.51%	33.80%		
未分配利润	4936	7906	8764	9996	11645	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权	6650	9794	13452	15547	18349	毛利率(%)	33.81%	35.77%	35.00%	35.50%	35.00%		
<b>负债和所有者权</b>	74094	113964	130611	165120	212620	净利率(%)	12.76%	14.14%	13.30%	14.32%	13.79%		
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		3.66%	3.10%	3.29%	3.73%	3.88%		
						<b>ROE(%)</b>							
							40.82%	36.12%	31.91%	39.62%	44.92%		
<b>经营活动现金流</b>	-3474	-4954	20356	11243	7185	<b>偿债能力</b>							
净利润	2686	3801	4557	6425	8507	资产负债率(%)	87%	85%	84%	86%			
折旧摊销	389.09	564.21	0.00	416.46	416.46	流动比率	1.27	1.27	1.29	1.25	1.21		
财务费用	115	28	214	-117	-160	速动比率	0.28	0.35	0.42	0.39	0.32		
应收账款减少	0	0	2322	357	-923	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	20554	26924	37027	总资产周转率	0.36	0.29	0.28	0.30	0.33		
<b>投资活动现金流</b>	-3076	-2728	2827	50	50	应收账款周转率	13	8	9	17	21		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.96	3.05	2.65	2.78	2.84		
长期股权投资减少	0	0	906	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	25	90	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	2.05	2.67	1.62	2.33	3.12		
<b>筹资活动现金流</b>	11104	12055	-9262	-3148	-5280	每股净现金流(最新)	3.44	3.31	5.26	3.08	0.74		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.03	7.40	5.08	5.88	6.94		
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	441	0	1323	0	0	P/E	11.52	8.84	14.55	10.14	7.58		
资本公积增加	0	5	878	0	0	P/B	4.70	3.19	4.64	4.02	3.40		
<b>现金净增加额</b>	4554	4373	13921	8145	1955	EV/EBITDA	9.40	8.09	8.34	5.48	4.02		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4年证券行业相关研究经验。2014年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015年6月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

### 杨浩博

就读于中央财经大学房地产经济学专业，在此报告工作中提供了贡献。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。