

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 规模发展高增长,联盟创新助孵化

公司公布 2015 年三季报, 报告期实现营业收入 250.3 亿元 (+39.6%), 归母净利润 37.6 亿元 (+33.4%), 扣非后净利润 35.8 亿元 (+27.9%), EPS1.42 元 (+33%)。

### 投资要点:

- 业绩高增长符合预期。前三季度实现营收 250.3 亿元、净利润 37.6 亿元, 同比分别增 39.6%、33.4%, 扣除非经常损益后净利润 35.8 亿元, 同比增 27.9%。除业务扩展带来的产业发展服务、土地整理收入、园区住宅配套和城市地产开发等收入增加, 公司对自有资金的运作也贡献不少利润, 主要包括: 一是存款利息收入增加财务费用为-0.66 亿元 (-389%), 二是理财产品收益和委托他人投资或管理资产的收益达 2.6 亿元 (+372%)。账面预收款 600 亿元, 加上四季度预计至少 150 亿的销售回款, 基本锁定 15-17 年结算收入。
- 毛利率、三费率同比小幅下降。综合毛利率 36.8%, 同比下降 2.5 个百分点, 但比去年全年仍高 1 个百分点; 净利润率 15.0% 同比下滑 0.7 个百分点, 但仍比 14 年全年高 1.8 个百分点, 也维持在行业高位水平。除财务费用, 销售费用占营业收入的比例也下降 (同比-0.2pc、比去年全年-0.4pc), 管理费用占营收的比例提高 0.4pc。三项费用合计占营业收入的比例为 8.9%, 比去年同期降 0.2 个百分点。
- 净负债大幅提升, 但资金状况良好。截至 9 月底公司净负债率 101%, 分别超去年同期和全年 11、17 个百分点, 账面货币资金超短债 81 亿元。业务扩张及增加债券融资带来负债增加, 至期末中长期借款 237 亿 (+123%) 并有应付债券 40 亿元, 但受益于降息降准及融资渠道放开, 成本大幅下行。公司已发行 4 期共 70 亿元公司债, 最近一期公开发行的 40 亿元 7 年期债券利率仅 5.1%, 证监会核准公开发行债券的额度尚有 35 亿, 公司拟再非公开发 180 亿元; 定增审批也有望取得突破。
- 业务多点开花, 规模化成长可期。1-9 月份公司已完成整体销售额 449 亿元(同比+20%) 其中配套住宅销售 310 亿元(同比+18%), 城市地产 69 亿元(同比+35%), 高于行业平均增速。新城开发建设业务在环北京之外的无锡、镇江、嘉善等地开花结果, 2015 上半年嘉善和无锡贡献全部营收的 10% 左右。
- 产业联盟不断壮大, 创新服务、助力孵化。公司既与京东、航天科技等行业龙头组建创新发展产业联盟, 利用各自优势共建产业生态圈, 又与清华大学等“产学研”模式合作, 搭建科技成果孵化转化平台, 加速成果对接转化。近日, 公司与中国科技产业化促进会战略合作, 后者可注入知识专利保护平台、科技专家等资源, 公司则为联盟提供科技成果转化和产学研合作的政策、人才、金融、咨询等全方位服务。资源上的相互促进, 优势互补, 公司短期可享受产业落地投资带来的收益, 长期则能够共享产业成长创造的价值。
- 对于拥有独特经营壁垒垄断环北京约 2000km<sup>2</sup>土地委托开发权、产业服务结构不断升级的高增长公司, 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, 股价仍有很大提升空间。维持预测 15-17 年 EPS1.87、2.41、3.14 元, 对应当前股价 PE13/10/8 倍, 6-12 月目标价 35 元, 对应 15 年 PE19 倍, 中长期应和园区开发及创新型公司估值接近, 再次“强烈推荐”。
- 风险提示: 京津冀一体化不及预期, 产业发展的不确定性, 模式的复制性待检验。

### 作者

署名: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与: 王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 35

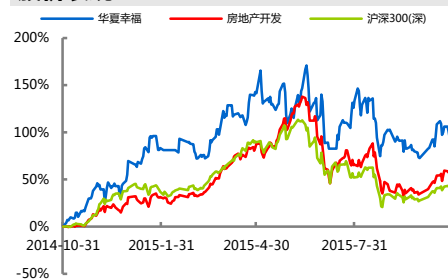
当前股价: 25.00

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)	660
流通市值(亿元)	660
成交量(百万股)	10.28
成交额(百万元)	255.13

### 股价表现



### 相关报告

《华夏幸福-志在千里, 大有可为》

2015-10-16

《华夏幸福-“模式”铸就高增长蓝筹》

2015-08-31

《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

## 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26886	36285	47698	61387
收入同比(%)	28%	35%	31%	29%
归属母公司净利润	3538	4936	6383	8308
净利润同比(%)	30%	40%	29%	30%
毛利率(%)	35.8%	36.6%	35.8%	35.6%
ROE(%)	36.1%	36.1%	31.8%	29.3%
每股收益(元)	1.34	1.87	2.41	3.14
P/E	18.65	13.37	10.34	7.94
P/B	6.74	4.83	3.29	2.33
EV/EBITDA	16	12	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

✧

附：公司 2015 年三季度报财务与经营等指标

图 1：经营情况

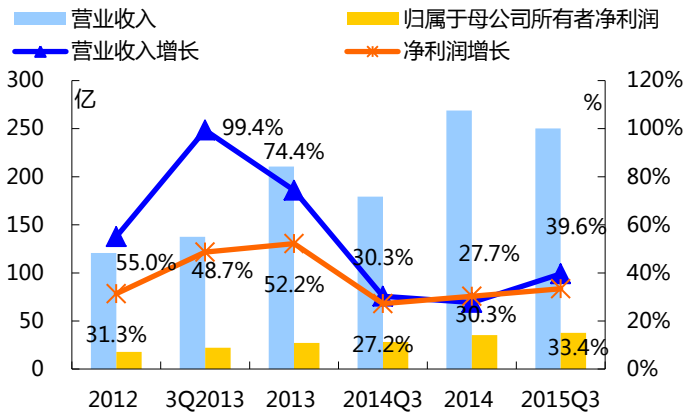


图 2：EPS 和 ROE

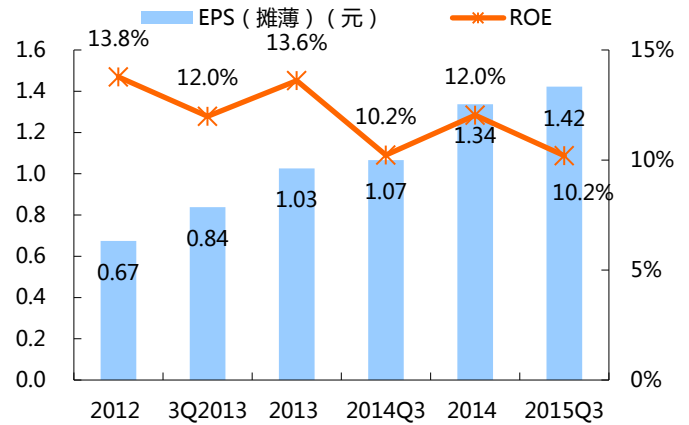


图 3：综合毛利率和净利率

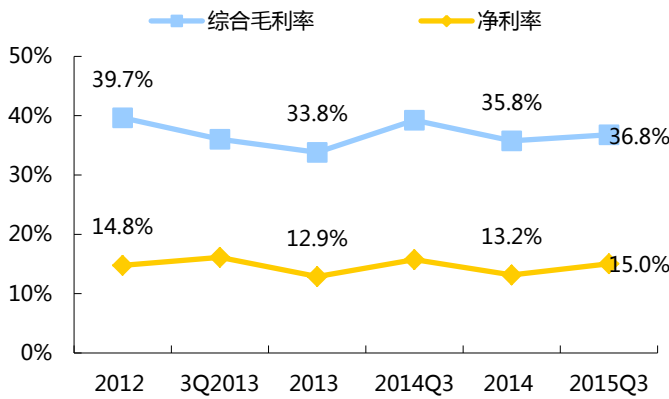


图 4：三费水平

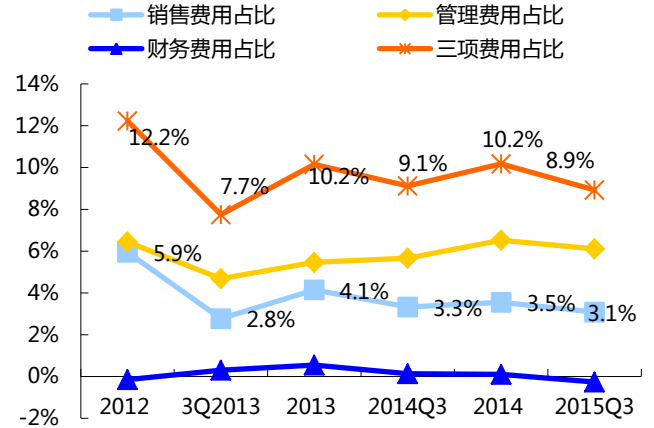


图 5：货币资金与短期负债

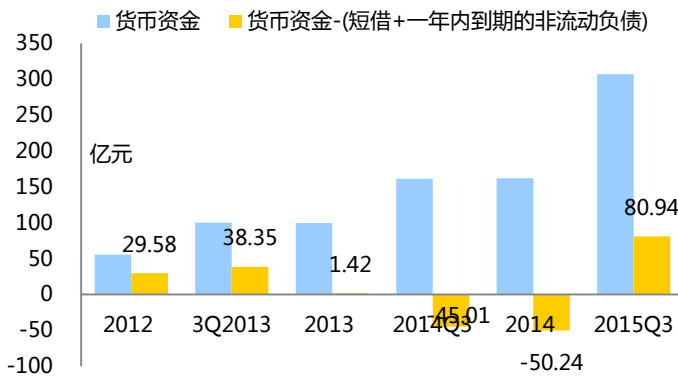
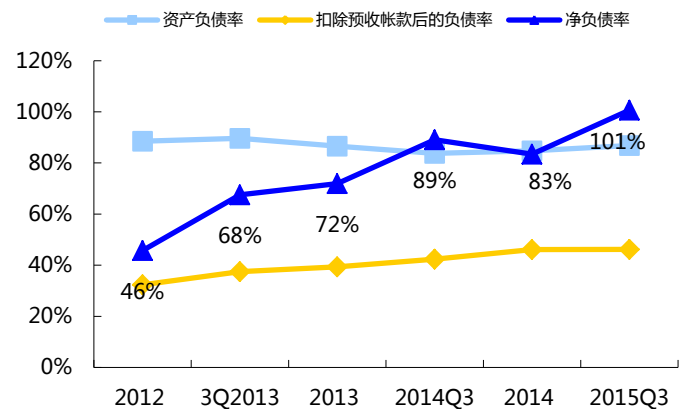


图 6：负债水平



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
<b>流动资产</b>	107672	135231	166225	192327
现金	16194	16325	18296	29049
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	105743	134767	150115
其他	4095	4095	4095	4095
<b>非流动资产</b>	6292	4248	4027	3781
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	1218	1042
<b>资产总计</b>	113964	139479	170252	196108
<b>流动负债</b>	84783	102065	122022	135056
短期借款	7938	0	0	0
应付账款	11791	11791	11791	11791
其他	65055	90274	110231	123265
<b>非流动负债</b>	11784	15784	19784	23784
长期借款	9489	13489	17489	21489
其他	2296	2296	2296	2296
<b>负债合计</b>	96568	117850	141807	158841
少数股东权益	7603	7959	8391	8905
股本	1323	2646	2646	2646
资本公积	21	21	21	21
留存收益	8449	11005	17388	25696
归属母公司股东权益	9794	13671	20055	28363
<b>负债和股东权益</b>	113964	139479	170252	196108

### 现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	-4954	5206	-2081	6595
净利润	3801	5292	6816	8822
折旧摊销	125	182	231	255
财务费用	28	166	45	-61
投资损失	-90	-90	-100	-100
营运资金变动	-8836	-2220	-9079	-2324
其它	18	1877	6	3
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	12055	-5162	3955	4061
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	-2547	-45	61
<b>现金净增加额</b>	4374	131	1971	10753

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
<b>营业收入</b>	26886	36285	47698	61387
营业成本	17269	22993	30635	39513
营业税金及附加	1867	2519	3243	4113
营业费用	954	1287	1692	2177
管理费用	1754	2367	3111	4004
财务费用	28	166	45	-61
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
<b>营业利润</b>	5064	7044	9072	11742
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	5060	7044	9072	11742
所得税	1258	1752	2256	2920
<b>净利润</b>	3801	5292	6816	8822
少数股东损益	264	356	433	513
<b>归属母公司净利润</b>	3538	4936	6383	8308
EBITDA	5217	7392	9348	11936
EPS (元)	2.67	1.87	2.41	3.14

### 主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.7%	35.0%	31.5%	28.7%
营业利润	41.4%	39.1%	28.8%	29.4%
归属于母公司净利润	30.3%	39.5%	29.3%	30.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.8%	36.6%	35.8%	35.6%
净利率	13.2%	13.6%	13.4%	13.5%
ROE	36.1%	36.1%	31.8%	29.3%
ROIC	13.5%	17.8%	17.5%	21.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	84.7%	84.5%	83.3%	81.0%
净负债比率	31.80%	22.71%	21.70%	21.89%
流动比率	1.27	1.32	1.36	1.42
速动比率	0.35	0.29	0.26	0.31
<b>营运能力</b>				
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	1.95	2.60	3.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.87	2.41	3.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.87	1.97	-0.79	2.49
每股净资产(最新摊薄)	3.70	5.17	7.58	10.72
<b>估值比率</b>				
P/E	18.65	13.37	10.34	7.94
P/B	6.74	4.83	3.29	2.33
EV/EBITDA	16	12	9	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-10-16	《华夏幸福-志在千里，大有可为》
2015-08-31	《华夏幸福-“模式”铸就高增长蓝筹》
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