



买入

43% ↑

目标价格: 人民币 33.54

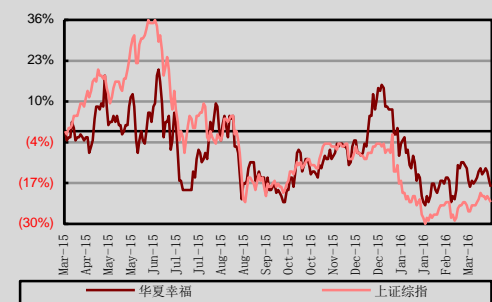
600340.CH

价格: 人民币 23.53

目标价格基础: 16倍 2015年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.6)	5.1	(24.1)	(10.2)
相对上证综指	5.2	(3.5)	(6.0)	10.7

发行股数(百万)	2,955
流通股(%)	90
流通股市值(人民币 百万)	62,255
3个月日均交易额(人民币 百万)	292
16年末净负债率(%)	37
16年末每股重估净资产值(人民币)	27.19
主要股东(%)	
华夏幸福基业控股股份公司	61.67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券

以2016年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

华夏幸福

响应国家战略, 铸就高成长典范

华夏幸福依靠独特的产业新城模式顺应时代发展的呼唤, 在我国产业变革升级、新型城镇化深入和京津冀一体化推进等时代大背景下, 焕发出极强的生命力, 持续展现出领先行业的业绩和销售表现, 15年公司净利润和整体销售分别同比增长36%和41%, 均远好于行业表现, 并且目前丰富的预收款项以及签约投资额可以锁定1年半以上的业绩, 同时公司拟每10股送10股派5元; 而固安产业的PPP模式受国务院及发改委高度认可, 政府背书利于公司的异地扩张; 另外, 公司后续将继续优化和升级公司的业务模式, 大力发展公司产业投资业务, 符合国家科创中国的号召, 最终形成孵化-加速-产业化-产业服务的价值链, 打开新的成长空间; 此外, 公司前年区域委托面积超2,000平方公里, 其中环通州委托面积达162平方公里, 为京津冀一体化和通州副中心的双重受益标的。我们维持公司2016-17年的每股收益预测为2.08和2.68元, 维持目标价33.54元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **净利润同比增长36%, 每10股派8元。**15年营业收入383亿、净利润48亿, 分别同比增43%和36%, 符合我们预期; 基本每股收益1.81元; 毛利率和净利率分别为34.5%和12.5%, 分别下降1.3和0.6个百分点, 毛利率下降主要源于低毛利率的城市地产开发业务的结算占比提升以及毛利率的下降; 三项费用率小降至9.9%, 其中财务费用大降95%; 净资产收益率42.1%, 仍远高于地产行业平均水平; 拟每10股派5元。
- **销售实现高位高增长, 预收款锁定率高达1年半。**15年销售金额724亿元, 完成年初计划的118%, 同比增长41%, 4年复合增长45%。其中, 地产销售616亿元, 同比增长43%, 好于行业水平; 计划16年整体销售870亿元, 同比增长20%。报告期末, 预收款项673亿元分别锁定16-17年地产业务预测收入的100%和60%, 高预收款锁定未来1年半地产业绩, 锁定表现高于行业。
- **PPP模式受高度认可, 政府背书利于异地扩张。**15年7月20日, 国务院办公厅通报表扬固安PPP模式, 7月27日, 国家发改委推出13个PPP示范案例, 固安模式再次榜上有名。此外, 江苏省财政厅报送公司的无锡市南长项目作为唯一产业新城案例入选2015年PPP项目库。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方位认可和肯定, 并赋予公司一个更优势的地位向异地扩张。
- **响应国际科创中国号召, 致力于助推中国产业升级。**15年初与清华大学签署了“共建XIN产业技术联合研究中心”战略合作协议, 12月与乐视VR达成战略合作将创新科技与文化产业进行跨界融合; 此外, 15年5月与太库科技达成战略合作, 目前在北京、上海、深圳、固安、美国硅谷、韩国首尔、以色列特拉维夫、德国柏林等全球创业圣地设立孵化器; 12月公司收购苏州火炬创新创业孵化管理有限公司。
- **紧扣国家战略, 加速布局国内外经济热点区域。**1) 坚持深耕京津冀、卡位布局长江经济带的区域拓展策略, 截至报告期末, 已签署区域20余个, 其中15个位于京津冀区域, 8个位于长江经济带; 2) 依托“一带一路”国家战略, 积极走出去, 将产业新城模式推广至海外。目前, 公司先遣队已扎根5个目标国家, 已与印度尼西亚、印度等国家达成战略框架合作协议, 16年内计划继续推进其他有合作意向的国家签约。

评级面临的主要风险

- 行业销售复苏低于预期; 政府对于返还款支付意愿度降低。

估值

- 我们维持公司2016-17年的每股收益预测为2.08和2.68元, 维持目标价33.54元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	26,886	38,335	50,955	67,941	89,062
变动(%)	27.7	42.6	32.9	33.3	31.1
净利润(人民币 百万)	3,538	4,801	6,153	7,927	10,063
全面摊薄每股收益(人民币)	1.197	1.625	2.082	2.683	3.406
变动(%)	30.3	35.7	28.2	28.8	26.9
市盈率(倍)	19.7	14.5	11.3	8.8	6.9
每股现金流量(人民币)	(1.9)	2.8	(1.0)	(0.4)	(0.4)
价格/每股现金流量(倍)	(12.6)	8.4	(23.6)	(56.6)	(57.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	23.9	23.8	22.8	22.3
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
股息率(%)	1.7	2.1	2.7	3.5	4.5

资料来源: 公司数据, 中银证券预测

图表 1. 华夏幸福 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	26,886	38,335	42.6
营业成本	(17,269)	(25,103)	45.4
营业税	(1,867)	(2,709)	45.1
毛利润	7,750	10,522	35.8
其他收入	(41)	(134)	226.4
销售费用	(954)	(1,236)	29.7
管理费用	(1,754)	(2,552)	45.5
营业利润	5,002	6,601	32.0
投资收益	90	304	237.0
财务费用	(28)	(1)	(95.3)
营业外收支	(4)	46	(1211.6)
税前利润	5,060	6,949	37.3
所得税	(1,258)	(1,961)	55.9
少数股东权益	(264)	(186)	(29.4)
归属上市公司股东净利润	3,538	4,801	35.7
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	35.8	34.5	(1.3)
毛利率(税后)	28.8	27.4	(1.4)
经营利润率	18.6	17.2	(1.4)
净利率	13.2	12.5	(0.6)

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 2. 华夏幸福 2015 年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 占比(%)	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业收入 占比增减百分点	毛利率 增减百分点
1、房地产开发业务	279.7	73.4	24.6	50.9	3.4	(3.1)
- 园区住宅配套	203.1	53.3	30.5	28.5	(6.4)	2.0
- 城市地产开发	76.6	20.1	9.1	180.7	9.8	(14.3)
2、园区非地产开发业务	98.9	26.0	66.6	25.7	(3.7)	11.3
- 产业发展服务	63.4	16.7	95.0	77.8	3.2	(1.9)
- 基础设施建设	0.4	0.1	40.8	0.0	(5.3)	2.2
- 土地整理	30.1	7.9	12.8	14.3	(2.0)	(1.5)
- 综合服务	3.8	1.0	37.9	431.1	0.7	24.1
- 物业管理服务	1.2	0.3	14.9	(28.8)	(0.3)	41.6
3、其他	2.3	0.6	(115.0)	190.2	0.3	(0.9)
合计	380.9	100.0	34.7	43.8	0.0	(0.8)

资料来源: 公司数据, 中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	26,886	38,335	50,955	67,941	89,062
销售成本	(19,136)	(27,812)	(37,626)	(50,405)	(66,433)
经营费用	(2,707)	(3,788)	(5,035)	(6,714)	(8,801)
息税折旧前利润	5,168	7,049	8,728	11,246	14,243
折旧及摊销	(125)	(315)	(434)	(424)	(414)
经营利润 (息税前利润)	5,043	6,734	8,294	10,822	13,828
净利息收入/(费用)	(12)	29	(115)	(191)	(239)
其他收益/(损失)	29	185	344	349	349
税前利润	5,060	6,949	8,523	10,980	13,939
所得税	(1,258)	(1,961)	(2,131)	(2,745)	(3,485)
少数股东权益	(264)	(186)	(239)	(308)	(391)
净利润	3,538	4,801	6,153	7,927	10,063
核心净利润	3,538	4,801	6,153	7,927	10,063
每股收益(人民币)	1.197	1.625	2.082	2.683	3.406
核心每股收益(人民币)	1.337	1.815	2.326	2.996	3.804
每股股息(人民币)	0.400	0.500	0.641	0.826	1.048
收入增长(%)	28	43	33	33	31
息税前利润增长(%)	37	34	23	30	28
息税折旧前利润增长(%)	38	36	24	29	27
每股收益增长(%)	30	36	28	29	27
核心每股收益增长(%)	30	36	28	29	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	5,060	6,949	8,523	10,980	13,939
折旧与摊销	125	315	434	424	414
净利息费用	12	(29)	115	191	239
运营资本变动	(8,836)	3,025	(9,593)	(9,775)	(12,014)
税金	(1,258)	(1,961)	(2,131)	(2,745)	(3,485)
其他经营现金流	(56)	(849)	(299)	(304)	(304)
经营活动产生的现金流	(4,954)	7,450	(2,950)	(1,229)	(1,211)
购买固定资产净值	(719)	(1,099)	0	0	0
投资减少/增加	(564)	(3,494)	291	388	509
其他投资现金流	(1,444)	(1,202)	2,736	(5,547)	(1,757)
投资活动产生的现金流	(2,728)	(5,796)	3,027	(5,159)	(1,249)
净增权益	3,515	7,900	0	0	0
净增债务	13,624	16,611	12,605	30,425	27,264
支付股息	(2,996)	(5,126)	(1,696)	(2,184)	(2,773)
其他融资现金流	(2,089)	(90)	2,736	(5,547)	(1,757)
融资活动产生的现金流	12,055	19,296	13,645	22,693	22,734
现金变动	4,373	20,950	13,721	16,305	20,274
期初现金	9,866	14,240	35,196	48,917	65,224
公司自由现金流	(7,682)	1,654	77	(6,388)	(2,459)
权益自由现金流	5,942	18,265	12,681	24,037	24,805

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	16,194	36,802	48,917	65,224	85,500
应收帐款	6,084	9,192	12,218	16,291	21,356
库存	78,316	100,621	137,579	183,440	240,467
其他流动资产	7,078	7,150	3,482	4,665	6,152
流动资产总计	107,672	153,765	202,196	269,620	353,475
固定资产	3,110	4,602	4,389	6,400	8,411
无形资产	455	4,552	4,326	4,112	3,909
其他长期资产	2,726	5,704	7,112	9,008	11,366
长期资产总计	6,292	14,858	15,827	19,520	23,685
总资产	113,964	168,623	218,024	289,140	377,161
应付帐款	17,389	24,771	33,962	45,505	60,015
短期债务	21,218	19,235	31,840	62,265	89,529
其他流动负债	46,176	69,834	92,218	122,994	161,245
流动负债总计	84,783	113,839	158,020	230,763	310,788
长期借款	9,489	28,532	28,532	20,595	20,595
其他长期负债	2,296	622	849	1,135	1,494
股本	1,323	2,646	2,955	2,955	2,955
储备	8,471	10,881	15,392	21,193	28,547
股东权益	9,794	13,527	18,346	24,147	31,502
少数股东权益	7,603	12,103	12,276	12,499	12,782
总负债及权益	113,964	168,623	218,024	289,140	377,161
每股帐面价值(人民币)	3.70	5.11	6.21	8.17	10.66
每股有形资产(人民币)	1.18	1.74	1.49	2.17	2.85
每股净负债/(现金)(人民币)	5.49	4.14	3.88	5.97	8.33

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.2	18.4	17.1	16.6	16.0
息税前利润率(%)	18.8	17.6	16.3	15.9	15.5
税前利润率(%)	18.8	18.1	16.7	16.2	15.7
净利率(%)	13.2	12.5	12.1	11.7	11.3
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	434.1	(232.6)	72.1	56.6	57.9
净权益负债率(%)	83.4	42.8	37.4	48.1	55.6
速动比率(倍)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	19.7	14.5	11.3	8.8	6.9
核心业务市盈率(倍)	17.6	13.0	10.1	7.9	6.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.1	18.5	14.4	11.2	8.8
市净率(倍)	6.4	4.6	3.8	2.9	2.2
价格/现金流(倍)	(12.6)	8.4	(23.6)	(56.6)	(57.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	23.9	23.8	22.8	22.3
周转率					
存货周转天数	1,262.5	1,174.2	1,155.3	1,162.3	1,164.5
应收帐款周转天数	60.0	72.7	76.7	76.6	77.1
应付帐款周转天数	179.0	200.7	210.4	213.5	216.2
回报率					
股息支付率(%)	29.9	27.6	27.6	27.6	27.6
净资产收益率(%)	36.1	35.5	33.5	32.8	31.9
资产收益率(%)	4.0	3.4	3.2	3.2	3.1
已运用资本收益率(%)	13.7	11.4	10.4	10.7	10.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371