

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

业绩高增长兑现，产业新城多点开花

公司公告 2015 年业绩，实现营业收入 383.3 亿元 (+42.6%)，归母净利润 48.0 亿元 (+35.7%)，基本 EPS1.81 元 (+35.1%)。每 10 股派息 5.4 元。

投资要点：

- ◇ **业绩高增长兑现。**2015 年实现营业收入 383.3 亿元同比+42.6%，归母净利润 48.0 亿元同比+35.7%，扣非净利润 45.4 亿元同比+30.5%，基本符合预期。账面预收款 672.6 亿元同比增 53%，基本锁定未来 2-3 年的结算收入。2015 年销售额共计 723.5 亿元，较上年同期增长 41.2%；其中产业新城业务销售额共计 593.7 亿元同比增 38% (含园区开发业务结算回款 98.3 亿元同比增 30%，产业园区配套住宅签约销售额 495.4 亿元同比增 40%)，城市地产签约销售额 120.7 亿元同比增 60%。营业收入来源中，园住宅配套仍为主要收入来源，占比近 53%较上年下滑 6 个百分点；产业发展服务占比 16.5%小幅提高 3 个百分点，而毛利贡献中住宅配套占比持平但产业发展服务提高近 10 个百分点至 45.5%，我们曾预期高毛利的产业发展服务进入了规模结算期将成为主要利润来源，得到初步验证。公司区域布局卡位洼地资源，政策红利催化。**根据中指院数据**，公司重点布局的环京区域量价齐涨：商品住宅销售面积突破 1,500 万平方米，同比增长 36%；销售额 1,143 亿元，同比增长 46%，销售价格 7,464 元/平方米，同比增长 7%。**而公司新进入的安徽、江苏等区域也是发展潜力强劲的环上海经济圈**，从公司 15 年的业绩也可以发现，销售面积方面京津冀区域占比仍超 90%，但环上海的镇江、无锡、嘉善地区开始持续贡献销售，**2015 年镇江、嘉善和无锡累计销售面积达 37 万方同比增 21%，即将成为继固安、大厂廊坊等公司固有基地之外的高成长新锐。**公司 2016 年目标销售额 870 亿元 (+20%)。
- ◇ **产业新城多点开花。**2015 年新增签约投资额 537 亿元、签约入园企业 173 家，均创历史新高，累计签约投资额超 2000 亿元、签约入园企业超 800 家。公司坚决落实“产业优先”重大战略，不断创新产业服务手段，一方面与中国卫通集团、北京电影学院、乐视 VR、韩国文化产业振兴院等行业龙头开展跨领域战略合作，一方面加快与清华大学等高校院所的“产学研”合作，并与太库科技战略合作于硅谷及国内一线城市积极布局创新孵化器，搭建全球科技孵化平台，打造产业自生能力，实现“全球技术 - 华夏加速 - 中国创造”。
- ◇ **模式致胜，2016 征程再启。区域拓展上公司持续深耕京津冀，同时积极开拓长江经济带、布局“一带一路”等热点区域。**公司 2015 年累计新增京津冀和长江经济带多个委托开发区域，合计新增委托开发土地超 800 平方公里。2016 年以来又新拓展安徽六安、河南焦作、四川眉山三个项目累计区域面积 280.5 平方公里，至此国内累计委托开发区域超 2900 平方公里，其中环京津冀近 2200 平方公里、长三角近 500 平方公里。值得一提的是，**公司在项目招商、园区运营方面的卓越实力得国外认可，在印尼和印度哈里亚纳邦政府取得合作开发伙伴以推广华夏幸福的开发模式，表明公司产业园运营的能力具备了承接国际合作项目的能力和视野。**
- ◇ **充分利用融资窗口对房企放开带来的机会，大手笔融资使得资金成本大幅降低。**2015 年公司加权平均利率率为 7.92% (14 年：9.64%)，其中银行贷款的平均利息成本 5.25% (14 年：7.22%)，公司债券平均成本为 5.42%，信托、资管等其他

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

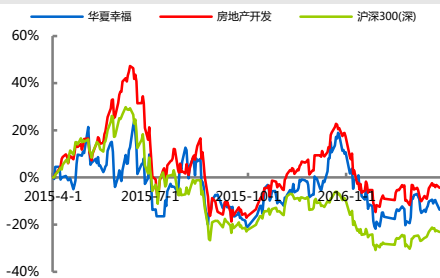
当前股价： 24.13

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,955
流通股本(百万股)	2,646
总市值(亿元)	695
流通市值(亿元)	623
成交量(百万股)	7.07
成交额(百万元)	166.84

股价表现



相关报告

《华夏幸福-如期完成定增，海外再下一城》2016-01-25

《华夏幸福-独特模式助高增长，二次创业与腾飞在即》2016-01-14

《华夏幸福-志在千里！全球产业新城引领者初显》2015-12-29

融资的平均利息成本 9.60% (14 年 : 10.43%)。2015 年来公司成功非公开发募 70 亿元, 优化资本结构; 15 年以来公开发行 75 亿元公司债和 98 亿元非公开债券, 利率区间 4%-6%, 我们预计这 173 亿融资为公司节省利息支出不少于 3 亿元, 按 14 年 48 亿净利润计算大约可提高利润 6 个百分点。

- ◇ **志在千里, 大有可为!** 公司业绩下有稳增长传统地产业务护航, 上有产业孵化育新增长极, 借力国家战略之风实现产业升级之梦, 有望实现业绩与估值的双赢。**公司独特的园区开发运营商投资价值有别与传统房地产开发企业, 长期价值发掘与提升值得期待。** 预测 16-18 年 EPS 元 2.17/2.86/3.66 元, 对应 PE11/8/6 倍, 6 个月目标价 35 元, 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。

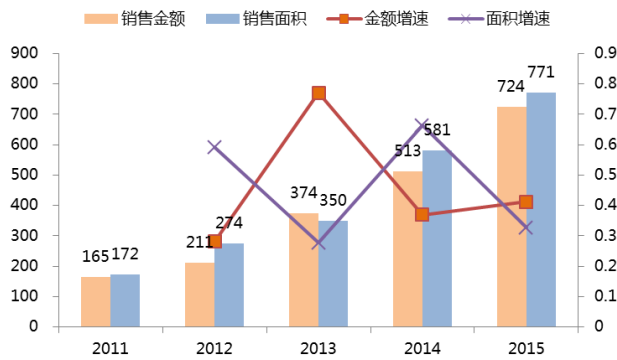
主要财务指标

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	38335	49287	61137	73988
收入同比(%)	43%	29%	24%	21%
归属母公司净利润	4801	6420	8437	10819
净利润同比(%)	36%	34%	31%	28%
毛利率(%)	34.5%	36.0%	37.2%	37.1%
ROE(%)	35.5%	23.9%	25.3%	26.0%
每股收益(元)	1.62	2.17	2.86	3.66
P/E	14.48	10.83	8.24	6.43
P/B	5.14	2.59	2.08	1.67
EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源: 中国中投证券研究总部

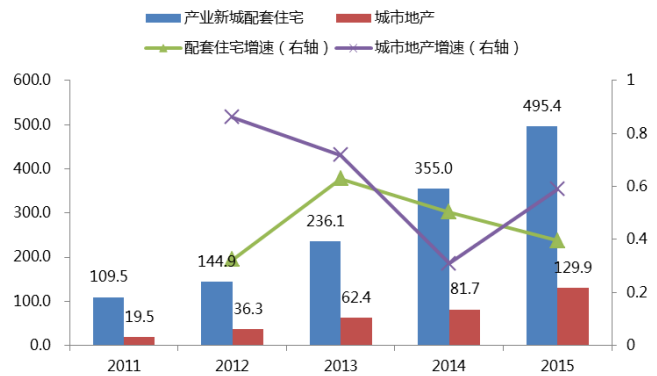
附：公司 15 年主要经营指标

图 1 2015 年整体销售额 723 亿元同增 41%



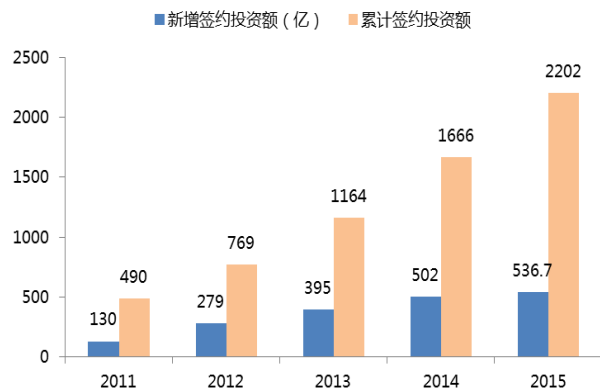
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 配套住宅签约销售额 495.4 亿元同比增 40%



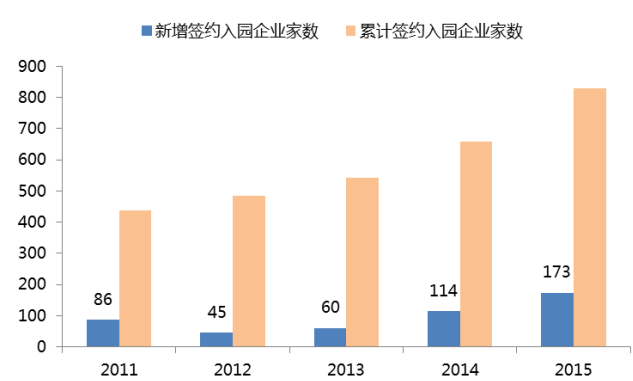
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 2015 年新增签约投资 537 亿元



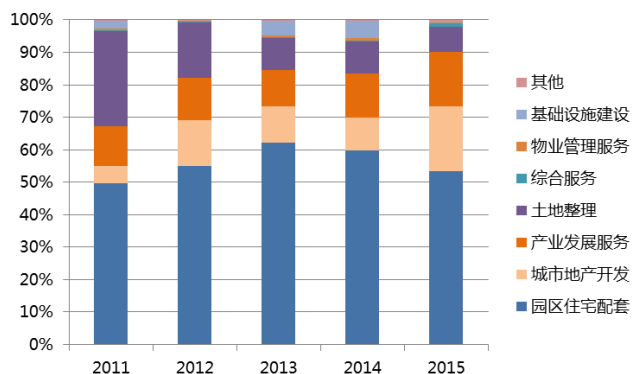
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 2015 年新增签约入园企业 173 家



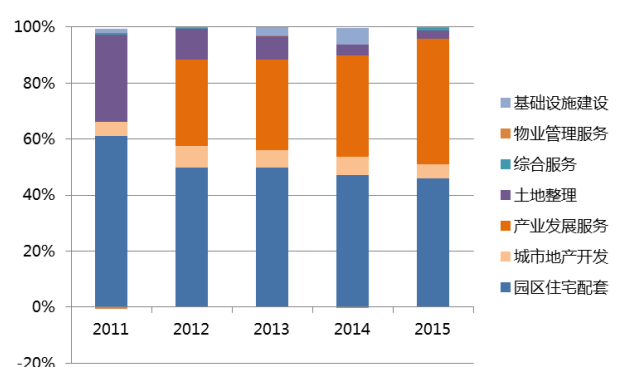
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 2015 年主营收入中配套住宅占比 53%、产业发展服务占比 17%



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 2015 年毛利中配套住宅占比 47%、产业发展服务占比 46%



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

主要财务指标

图 1：经营情况

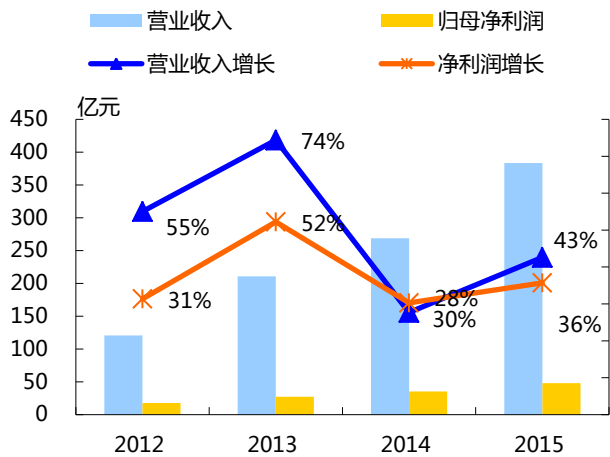


图 2：EPS 和 ROE

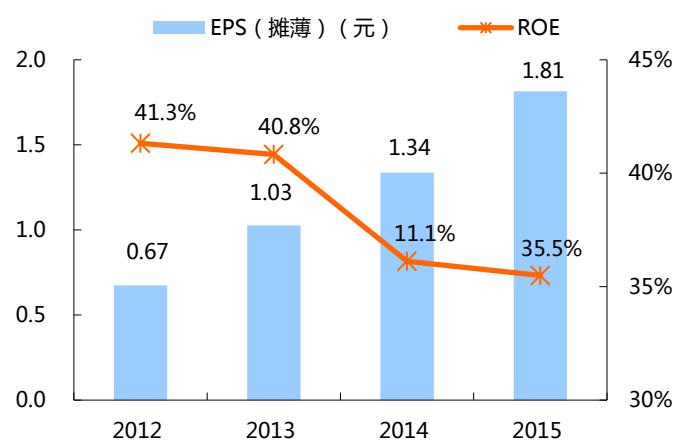


图 3：综合毛利率和净利率

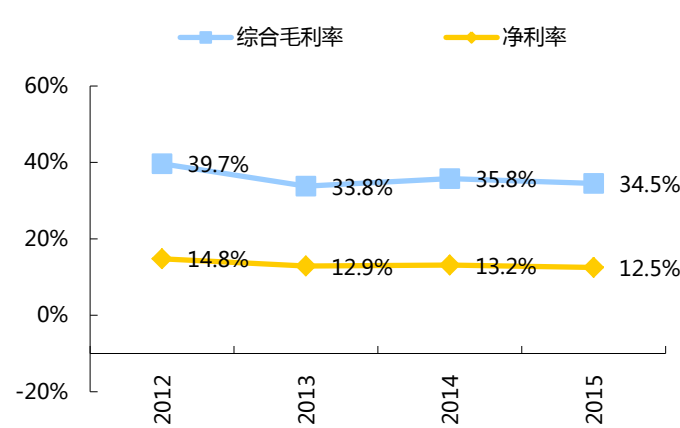


图 4：三费水平

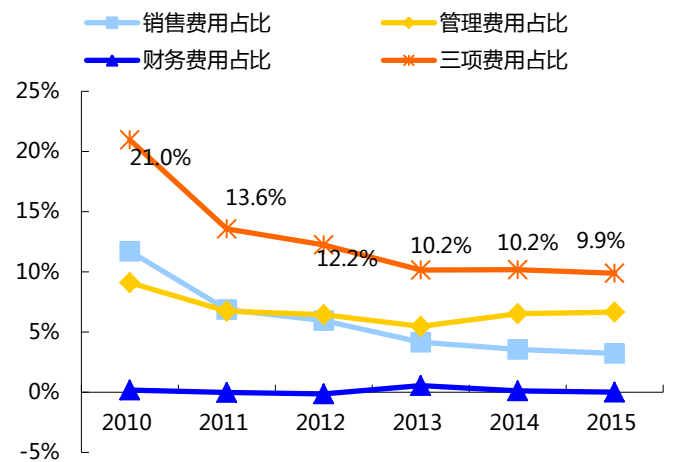


图 5：货币资金和短期负债

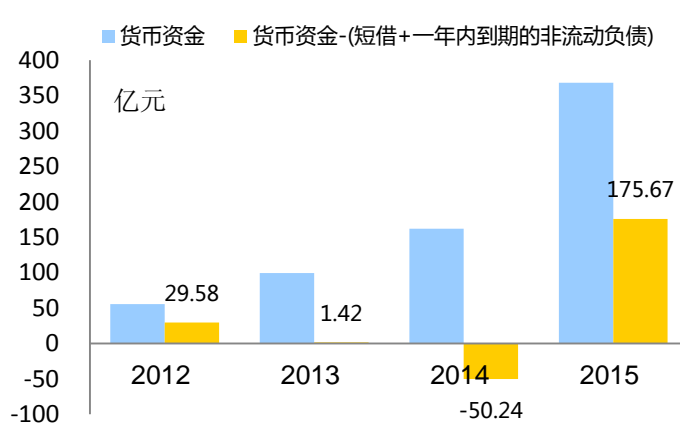
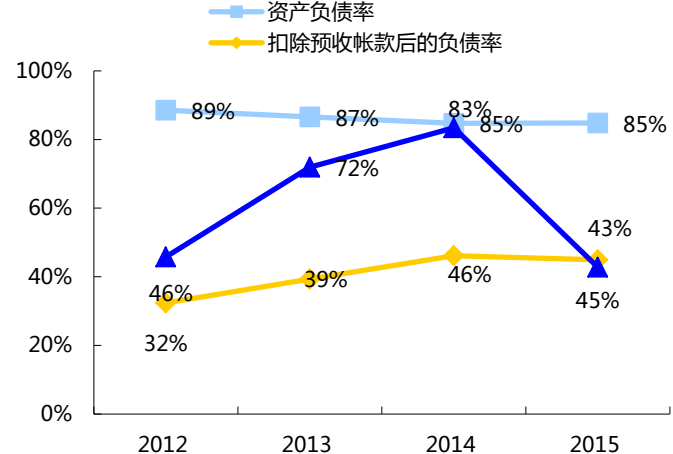


图 6：负债水平



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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	153765	179977	212036	245528
现金	36802	34272	35531	32503
应收账款	7177	9228	11447	13853
其它应收款	2013	2588	3210	3885
预付账款	2539	3191	3881	4706
存货	100621	126088	153356	185970
其他	4613	4611	4611	4611
非流动资产	14858	14100	13841	13549
长期投资	131	131	131	131
固定资产	2379	3247	3493	3426
无形资产	4512	4512	4512	4512
其他	7836	6210	5706	5479
资产总计	168623	194077	225877	259076
流动负债	113839	127701	154557	180996
短期借款	7008	0	0	0
应付账款	16027	20606	25560	30933
其他	90804	107096	128997	150064
非流动负债	29154	27152	25152	23153
长期借款	20595	18595	16595	14595
其他	8559	8557	8558	8558
负债合计	142993	154853	179709	204149
少数股东权益	12103	12383	12816	13288
股本	2646	2955	2955	2955
资本公积	459	7044	7044	7044
留存收益	10388	16842	23354	31641
归属母公司股东权益	13527	26841	33352	41639
负债和股东权益	168623	194077	225877	259076

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7450	-872	5294	753
净利润	4987	6700	8870	11290
折旧摊销	315	252	320	354
财务费用	1	180	148	-561
投资损失	-304	-80	-50	-200
营运资金变动	3025	-7987	-4065	-10209
其它	-575	62	71	78
投资活动现金流	-5796	637	39	189
资本支出	1182	0	0	0
长期投资	-3800	-528	0	0
其他	-8414	109	39	189
筹资活动现金流	19296	-2295	-4074	-3970
短期借款	-930	-7008	0	0
长期借款	11106	-2000	-2000	-2000
普通股增加	1323	309	0	0
资本公积增加	438	6584	0	0
其他	7358	-180	-2074	-1970
现金净增加额	20956	-2530	1259	-3028

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	38335	49287	61137	73988
营业成本	25103	31543	38365	46524
营业税金及附加	2709	3483	4320	5229
营业费用	1236	1590	1972	2386
管理费用	2552	3281	4069	4925
财务费用	1	180	148	-561
资产减值损失	134	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	304	80	50	200
营业利润	6903	9290	12313	15686
营业外收入	85	85	85	85
营业外支出	39	39	39	39
利润总额	6949	9336	12359	15731
所得税	1961	2635	3489	4441
净利润	4987	6700	8870	11290
少数股东损益	186	280	433	472
归属母公司净利润	4801	6420	8437	10819
EBITDA	7219	9722	12781	15479
EPS (元)	1.81	2.17	2.86	3.66

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	42.6%	28.6%	24.0%	21.0%
营业利润	36.3%	34.6%	32.5%	27.4%
归属于母公司净利润	35.7%	33.7%	31.4%	28.2%
获利能力				
毛利率	34.5%	36.0%	37.2%	37.1%
净利率	12.5%	13.0%	13.8%	14.6%
ROE	35.5%	23.9%	25.3%	26.0%
ROIC	16.3%	17.8%	21.3%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	84.8%	79.8%	79.6%	78.8%
净负债比率	27.85%	19.90%	16.04%	13.14%
流动比率	1.35	1.41	1.37	1.36
速动比率	0.47	0.42	0.38	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.27	0.29	0.31
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	1.80	1.72	1.66	1.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.17	2.86	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	-0.30	1.79	0.25
每股净资产(最新摊薄)	4.58	9.08	11.29	14.09
估值比率				
P/E	14.48	10.83	8.24	6.43
P/B	5.14	2.59	2.08	1.67
EV/EBITDA	12	9	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2016-01-25	《华夏幸福-如期完成定增，海外再下一城》
2016-01-14	《华夏幸福-独特模式助高增长，二次创业与腾飞在即》
2015-12-29	《华夏幸福-志在千里！全球产业新城引领者初显》
2015-12-15	《华夏幸福-定增再启腾飞，创新加码未来》
2015-11-12	《华夏幸福-定增获批产业提速，足球冲超幸福时刻》
2015-10-30	《华夏幸福-规模发展高增长,联盟创新助孵化》
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,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20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、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

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。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

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