

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

发力珠三角，产业发展模式重要升级

公司公告与伙伴公司等签署合作协议,下属子公司签署 OLED 项目投资协议等。

投资要点：

- ◇ **区域布局上首入珠三角，并通过收购及增资方式获取本地服务商既有优势迅速增强区域招商和产业拓展能力。**2016年5月底公司签订合作备忘录拟参与江门高新技术产业开发区、江海区产业新城政府和社会资本合作项目，委托区域占地面积约24.8km²，这是公司首次进入珠三角区域。7月4日公司拟与深圳市伙伴房地产经纪有限公司（简称“伙伴公司”）等签署协议，通过收购及增资的方式取得伙伴公司60%股权。**强大的招商能力是公司在城市群周边发展产业新城的重要依托，对于新入的珠三角区域合作关系初立，产业导入无疑会是短期的短板，而伙伴公司在珠三角较强的客户资源和招商能力则很好的弥补了这一不足，加速公司在珠三角区域的业务扩张，同时配合华夏幸福产业新城业务扩张将伙伴公司“产业+大数据”业务协同向全国拓展。**
- ◇ 伙伴公司自2003年设立以来致力于珠三角区域的制造业产业招商和促进，具有较为强大的产业招商/租能力，目前已经构建了从投资咨询、顾问策划、营销推广、招商代理、园区运营的综合服务平台，在深圳、东莞开设了近70家线下服务机构，有近千人的招商团队，为超过100万家企业客户提供专业的投资办厂选址咨询服务。其下属伙伴行网络科技公司，2010年进入工业地产互联网行业，致力于打造工业地产网络平台，下属中工招商网目前已积累200多万条产业需求数据，百度收录页面超过200万条。根据协议，16-17、18年前伙伴公司为华夏幸福成功招商引资落地项目应不少于10、25个，签约投资额≥10、25亿元，19年及以后年度年递增30%；线下推广要求，16-18年线下门店在在珠三角其他区域/环北京及长三角区域分别布局20个，全国其他重点城市布局50个；17年应完成>800个潜在可招商落地或战略合作的产业企业/项目资源储备，实际落地30个/签约投资30亿元；18年起年递增20%。
- ◇ **产业发展模式突破，携手昆山国显光电加码 OLED 产业。**日前公告公司拟在固安、霸州分别投资建设第6代 AMOLED 面板生产线和年产8000万片 OLED 显示模组项目，前者总投资约300亿元，其中落地投资额约258亿元，后者总投资约60亿元，其中落地投资额约41.2亿元，公司投资分别不超过40/10亿元，项目力争18年底投产。OLED是继液晶显示之后的新一代主流显示技术，契合智能终端轻薄、节能、柔性的发展趋势，AMOLED技术优势凸显，特别是轻薄、低功耗以及柔性的技术优势能够满足移动终端产品对待机时间，产品便携度的要求。我们认为技术升级趋势已成，下游市场需求旺盛，国产大规模替代国外厂商也是未来趋势。**公司获益：**1) 产业发展服务收入，公司预计固安/霸州分别可实现产业发展服务费收入约116.1/18.54亿元；2) 促进产业集群的形成，2014年以来固安新兴产业示范区已有鼎材 OLED 有机发光材料产业化项目、京东方“京东方触控一体化显示模组项目”等具有较高技术水平和代表性项目入驻园区。本项目的投产有助于进一步吸引 OLED 领域上下游企业落户固安新兴产业示范区。3) 待项目投产后可分享项目收益，增加公司营业收入，**这也是我们跟踪公司以来首次看到公司拟大规模资金投入园区的产业项目。**利用公司在产业园区建设中的资金、政策等优势帮助国显光电在园区的 OLED 项目迅速投产，分享高增长行业的红利，有可能获得远超产业发展服务的收益。

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

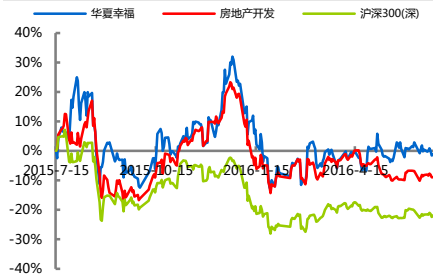
当前股价： 25.02

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)	739
流通市值(亿元)	662
成交量(百万股)	8.21
成交额(百万元)	205.43

股价表现



相关报告

《华夏幸福-高增长开门红》2016-04-26

《华夏幸福-业绩高增长兑现，产业新城多点开花》2016-03-31

《华夏幸福-如期完成定增，海外再下一城》2016-01-25

- ◇ **产业新城落地海外，模式输出取得实质性进展，并且所在区域都是位于大城市群近郊，顺应当地快速的城镇化和工业化趋势，发展潜力较大。**继年初先后与印度尼西亚 AS 公司、印度哈里亚纳邦政府建立合作以来，在国外合作开发产业新项目取得阶段性进展。**1) 首个海外产业新城落地印尼：**在印尼约定与当地 AS 公司合作开发万丹省唐格朗县内巴沙凯密斯项目，距其首都雅加达市中心约 30km，距雅加达国际机场 20km，大雅加达及周边地区人口规模超 3000 万人，过去十年间人口年均增长率 3.98%，是东南亚地区规模最大的城市群。华夏印尼负责投入资金对合作区域进行开发建设和管理，AS 公司负责按照双方约定的开发进度依法按照商定价格供地（预计合作区域在未来 10 年内将拥有不少于 500 公顷的净地进行工业、住宅、商业地产开发）并协助华夏印尼对合作区域进行开发建设和管理。**2) 印度：**华夏新加坡公司与印度哈里亚纳邦政府、哈里亚纳邦工业和基础设施开发公司（简称“HSI IDC”）建立战略合作关系，拟开发 Sohna 及 Manesar 地块范围内的合计约 10.6km²土地，并在不少于 4 个月（经协商可延长）的排他期中由华夏新加坡启动在合作区域的尽职调查。合作区域位于哈里亚纳邦古尔冈市，古尔冈地处印度首都南部 30km，是印度第三大资本流入城市、北部区域重要的商业和经济中心，也是印度人均收入第三高的金融工业中心城市。
- ◇ **“产业新城”模式畅享核心城市产业及人口外溢红利。**依靠独特“产业新城”模式形成壁垒，排他性地拥有中国最具发展潜力的城市群核心城市周边区域的独家开发权。截至目前，受托开发区域 3300km²，其中环京津冀区域 2400 km²、长三角区域 550 km²、长江经济带的川鄂及沈阳等 286km²，新进入珠三角 25 km²。公司陆续通过 PPP 模式与地方政府合作，凭借强大的招商能力在核心城市周边区域拓展产业建设新城，承接人口转移和产业外溢，有望成为后城镇化进程中大城市向周边郊区/卫星城拓展这一过程中最受益的公司。
- ◇ **志在千里，大有可为！战略布局京津冀、长三角、珠三角三大经济圈和长江经济带和一带一路，业务模式优化，产业新城加速扩张，业绩与估值双赢。作为独特的园区开发运营商投资价值有别于传统房企，长期价值发掘与提升值得期待。**预测 16-18 EPS 2.17/2.85/3.66 元，对应 PE11/9/7 倍，6 个月目标价 35 元，再次“强烈推荐”。
- ◇ **风险提示：**OLED 产业资金密集，更新换代快，产品面临降价和被替代的风险；京津冀一体化不及预期，产业发展的不确定性；布局及投资过大的风险。

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	6419	8434	10815
净利润同比(%)	36%	34%	31%	28%
毛利率(%)	34.5%	36.0%	37.2%	37.1%
ROE(%)	35.5%	25.3%	26.4%	26.9%
每股收益(元)	1.62	2.17	2.85	3.66
P/E	15.36	11.49	8.74	6.82
P/B	5.45	2.90	2.31	1.83
EV/EBITDA	13	9	7	6

资料来源：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	178547	210602	244092
现金	36802	32842	34098	31067
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	192646	224444	257640
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	13287
股本	2646	2955	2955	2955
资本公积	459	7044	7044	7044
留存收益	10388	15412	21920	30205
归属母公司股东权益	13527	25410	31919	40204
负债和股东权益	168623	192646	224444	257640

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7450	-871	5295	754
净利润	4987	6699	8866	11287
折旧摊销	315	252	320	354
财务费用	1	183	153	-556
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	-3726	-4078	-3974
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	-1611	-2078	-1974
现金净增加额	20956	-3960	1256	-3031

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	183	153	-556
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	9288	12308	15681
营业外收入	85	85	85	85
营业外支出	39	39	39	39
利润总额	6949	9333	12354	15726
所得税	1961	2635	3487	4439
净利润	4987	6699	8866	11287
少数股东损益	186	280	432	472
归属母公司净利润	4801	6419	8434	10815
EBITDA	7219	9722	12781	15479
EPS (元)	1.81	2.17	2.85	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%	34.5%	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%	25.3%	26.4%	26.9%
ROIC	16.3%	17.8%	21.3%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	84.8%	80.4%	80.1%	79.2%
净负债比率	27.85%	19.90%	16.04%	13.14%
流动比率	1.35	1.40	1.36	1.35
速动比率	0.47	0.41	0.37	0.32
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	2.85	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	-0.29	1.79	0.26
每股净资产(最新摊薄)	4.58	8.60	10.80	13.61
估值比率				
P/E	15.36	11.49	8.74	6.82
P/B	5.45	2.90	2.31	1.83
EV/EBITDA	13	9	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-26	《华夏幸福-高增长开门红》
2016-03-31	《华夏幸福-业绩高增长兑现，产业新城多点开花》
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、城投控股、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,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

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