

华夏幸福 (600340)

强烈推荐

行业：房地产开发

粤蜀再下两城，PPP 产业新城舍我其谁

公司与广东清远、四川成都蒲江政府签署备忘录，将新增委托开发区域 127km²。

投资要点：

- ✧ **深耕超大城市周边布局，完成战略卡位。**公司 2002 年起步固安，而真正快速扩张始于 2014 年，14 年至今累计新增委托开发区域面积超 2700 平方公里，并且在传统京津冀区域之外进入了以上海为中心的长三角、以广深为核心的珠三角和长江经济带的武汉、成渝。相比 10 年前的贫困农业县固安，能快速拓展发达经济区域的产业新城项目，一方面说明公司的产业新城模式竞争力突出，得到该地区充分认可；另一方面，可见公司的整体操盘能力达到了一定程度，敢于迈出更大的步伐。本次公司再拓广东清远和成都蒲江县产业新城 127 平方公里。继拿下江门产业园区后，今又拿下珠三角一小时经济圈链接内地重要经济走廊的清远市 41.3 平方公里燕湖新城，和成都半小时经济圈西南门户——蒲江县 85.9 平方公里产业新城。
- ✧ **再度拓展珠三角区域布局，是产业新城开拓能力和布局重大升级的里程碑。**2002 年开始围绕京津冀拓展，2012 年拓展至长三角，但直到 2016 年才得以进入珠三角区域。广东政府对开发企业的条件要求严格，然而公司的实力仍得到认可。今年 3 月份在珠三角的第一个项目——江门高新区，委托开发区域 24.8 km²；短短 5 个月后又获得清远燕湖新城项目，委托区域占地面积约为 41.3km²。清远项目位于清远市区中东部的燕湖新城，是广东省清远市未来的城市中心，广清城际轨道清远 TOD 中心终点站将坐落在燕湖新城西部，是城市南拓发展，对接广佛的战略高地；片区定位为珠三角城镇群的北极交通换乘中心、广佛大都市区副中心的新市镇、清远市级商业中心、燕湖生态宜居新城的门户。江门、清远之于广深，类似固安和北京，区域优势显著，但相比后者珠三角区域具备更好的产业基础、便捷的交通、丰富的资源，公司有望借助既有优势发挥自身所长，迅速取得标杆性的新城建设成果。
- ✧ **布局成渝城市群，与中游的武汉新洲园区、长三角的南京溧水园区、安徽来安园区、安徽和县园区、浙江嘉善园区等相互呼应，打造全面覆盖长江经济带卫星城集群，加大挖掘和获取长江经济带的区域升值潜力。**2015/16 年公司已经在四川眉山获取 2 个项目、委托开发区域占地约 143 km²，本次拟合作区域蒲江县隶属于成都市，占地 85.9km²，地处成都、雅安、乐山等大中城市的交汇地带和四川省大旅游环线发展带，距成都市核心区约 50 公里，距成都双流国际机场约 50 公里，是成都市半小时经济圈城市。按照国家战略布局，四川地区将形成以特大城市成都为核心，沿江沿线为发展带的城市群格局，这是我国西部唯一的国家级城市群。根据公司调研，委托区域内销售均价与成都市中心城区商品房销售均价相比存在较大的价差，易于吸引中心城区购房需求外溢；同时蒲江县政府具有发展高端先进产业、引入优质龙头企业的发展诉求。这有助于发挥公司在城市规划建设、产业发展、城市运营推广等方面的优势，同时与固安、大厂园区相比，这次签约条件更优，开发难度更小，优势突出。
- ✧ **模式致胜，保持靓丽业绩，产业发展结算收入贡献占比大幅提升突出其有别于传统地产开发商的优势。**2016H 实现营收 176.05 亿元同比+4.3%，归母净利润 39.57 亿元同比+30.5%，增速均高于行业平均水平。账面预收款 886 亿元，基本锁定未来 2-3 年的结算收入。分业务看，上半年产业发展服务实现收入 76.59 亿元同比大幅增长 69.4% (2015 年同比增长 26.7%)，实现毛利 71.33 亿元同比大幅增长 64.6%，产业发展服务在毛利贡献占比 80.5%比上年同期增加 12.9 个百分点，产

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

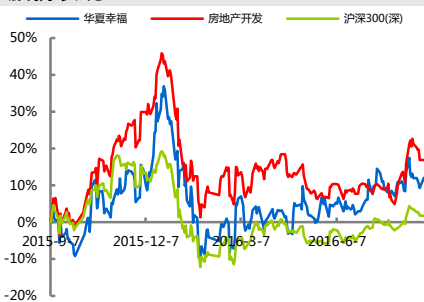
当前股价： 26.65

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)	787
流通市值(亿元)	705
成交量(百万股)	16.42
成交额(百万元)	439.91

股价表现



相关报告

《华夏幸福-梯队加速崛起，模式和能力再升级》2016-08-16

《华夏幸福-发力珠三角，产业发展模式重要升级》2016-07-06

《华夏幸福-高增长开门红》2016-04-26

业发展服务毛利率高达 93%，直接促成了利润的大幅增长。产业发展服务加速增长的良好势头，上半年新增签约投资额 581.53 亿元，同比大幅增长 129%，超过 2015 年全年新增签约额，累计签约投资额超过 2500 亿元，其中部分将在 3-5 年内转化成为落地投资。**持续验证了我们的判断，公司 2015 年园区配套住宅+城市地产开发在毛利中的占比仅占 52%，随着公司园区拓展产业发展服务进入规模结算期，非地产销售业务的盈利贡献将继续提升。**

- ◇ **夯实京津冀区域，卡位核心城市经济圈持续突破。**根据我们统计，目前公司累计受托开发区域超 3500 km²，其中环京津冀近 2200 km²、长三角近 550 km²、珠三角 66km²、长江经济带约 349 km²、其他近 380 km²，初步完成对国家级城市群和长江经济带核心城市周边的卡位。**新区域的加速成功开拓表明公司的产业新城实践已经获得多地政府的认可与青睐，而上半年的销售来看，第二梯队园区正快速崛起，香河、永清、嘉善等第二梯队园区实现销售额达公司总销售额 30%以上，不断验证公司园区布局的区位优势性及发展模式的可复制性。**
- ◇ **我们认为，地产行业的发展转入结构性和区域性机会，而发展潜力将集中于人口和资源沿轨道交通向核心城市及其周边集聚形成的经济圈和经济带，五大国家级城市群，特别是京、沪、广深几个超大城市周边的卫星城将有大的发展机遇。从这个角度看，华夏幸福已经并将继续完成对这些区域的卡位，其独特的产业新城模式也得到固安的实践检验并且在全国初步成功复制。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，公司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，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 PE12/9/7 倍，公司业务发展迅猛，盈利将再超预期。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；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	16.41	12.27	9.34	7.28
P/B	5.82	3.10	2.47	1.96
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源：中国中投证券研究总部

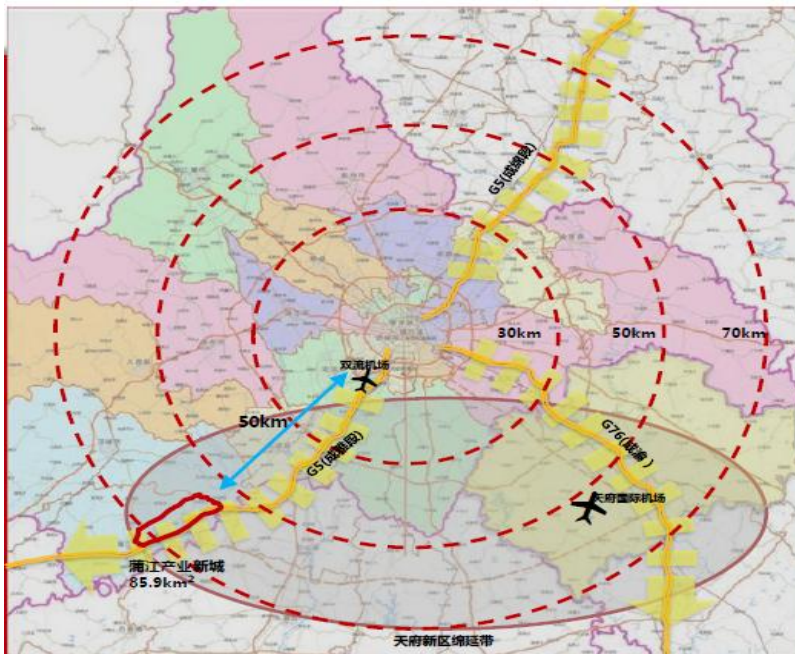
附：新城概况

图 1 清远位置



资料来源：中国中投证券研究总部

图 2 成都浦江产业新城位置



资料来源：上市公司、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	16.41	12.27	9.34	7.28
P/B	5.82	3.10	2.47	1.96
EV/EBITDA	13	10	8	6

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-16	《华夏幸福-梯队加速崛起，模式和能力再升级》
2016-07-06	《华夏幸福-发力珠三角，产业发展模式重要升级》
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