华夏幸福（600340） 强烈推荐

行业：房地产开发

PPP 大单量变到质变，价值发掘蓄势待发

事件：财政部发布《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》，确定第三批 PPP 示范项目 516 个，计划投资额 11708 亿，其中公司“固安和南京”两个产业新城 PPP 项目在列，合计投资额 183 亿。另公司公告 7-9 月经营情况，3 季度整体销售额 308.53 亿元同比+133.05%。

投资要点：

- ✧ **核心逻辑：嫁接全球顶尖资源，深挖产业护城河；加速核心城市周边布局；借力轨道交通和 PPP 模式，产业新城持续升级，幸福业绩蓄势待发。**
- ✧ **针对市场对公司产业新城模式的质疑和可复制性的担忧，我们在 2015 年 10 月深度报告《志在千里，大有可为》中分析了公司 PPP 产业新城模式的独特优越性，认为公司产业新城模式已经形成壁垒，并将在全国范围内快速复制完成从 1 到 10 到 100 的扩张。近年来，公司产业新城在异地复制初见成效并快速扩张，以及中央到地方各级政府对公司产业新城模式的认可和推广验证了我们的判断。**

1）从拓展区域上看，2014-2016 仅 3 年的时间，新拓展区域近 3000 km²，其中今年前 9 个月超过 1000km²，累计受托开发区域超过 3700km²，并且在传统京津冀区域之外新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。此外海外首个项目已正式落址印尼，并先后与印度、越南、埃及签署合作协议即将开展产业新城建设。这种模式受到国内国际的认可，公司也具备了快速扩张的操盘能力。

2）**从量化角度看，公司的产业新城项目基本上都会是百亿级别的超级大单，已有的 40 多个产业新城项目累计将是数千亿级别的订单，可供 30-50 年持续开发。**目前公司签署的均是排他性的委托开发协议，期限大多在 30-50 年。固安从 2002 年至今，投资超 400 亿元，仅开发了 150 km²受托范围内的约 30 km²土地。近期，中国政府采购网信息显示公司中标的邯郸丛台产业新城 PPP 项目金额高达 478 亿元；**今日固安、溧水产业新城同时入选财政部 PPP 示范项目库，得到财政部和发改委双重认可。**在第三批 516 个 PPP 示范项目中，南京溧水新城总投资额 100 亿元、固安高新区综合开发项目 83.4 亿元。仅上述三项目合计金额高达 661 亿元。

3）**第二梯队快速崛起和京津冀之外异地园区开始贡献利润，验证公司产业新城模式的可复制性和盈利模式的可持续性。**公司 7-9 月签约销售 308.53 亿元同比增 133%；其中产业园区配套住宅签约销售 209.2 亿元同比增 87.3%，园区结算收入 19.8 亿元同比增 251.8%，销售面积仅同比增 18.95%，受益区域房价上涨；城市地产签约额 74 亿元同比增 475%。1-9 月签约销售 893 亿元同比增幅 90%，销售面积 731 万方同比增 57.5%；其中园区结算额 125 亿元同比增 43%；配套住宅 593 亿元同比增 92%；城市地产 169 亿元同比增 147%。**前三季度销售额已经超越去年全年的 723 亿元以及年初设定的 870 亿元目标，全年预计 1100-1200 亿元左右同比增 52%-66%，在去年增长 50%的基础上再次超高速增长。**

从前三季度贡献销售的区域上来看，京津冀仍然强势，但外地项目贡献销售额显著提升。香河（北京城市副中心布局）、永清园区（北京新机场布局）、霸州、怀来分别实现销售面积 73 万方、62 万方、46.4、45.9 万方，分别占公司总销售面积 10%、8.5、6%和 6%，成为环北京区域继固安、大厂之后的主要销售贡献点，特别是怀来三季度表现突出。京津冀之外，长三角的嘉善、无锡、镇江逐渐贡献销

作者

署名人：李少明
S0960511080001
010-63222931
lishaoming@china-invs.cn

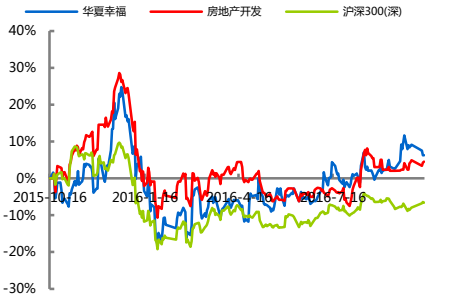
参与人：王修宝
S0960115080019
010-63222861
wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：	35
当前股价：	27.43
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)	811
流通市值(亿元)	726
成交量(百万股)	10.14
成交额(百万元)	278.57

股价表现



相关报告

《华夏幸福-嫁接全球顶尖资源，产业服务国际化重要升级》2016-10-12

《华夏幸福-粤蜀再下两城，PPP 产业新城舍我其谁》2016-09-01

《华夏幸福-梯队加速崛起，模式和能力再升级》2016-08-16

售，前三季度三地销售面积合计 55 万方，超过去年全年水平，同比则增长 5 倍。其中，嘉善实现从 0 到 45 万方的跃增，占公司总销售面积 6%，成为环上海区域快速崛起的产业新城标杆。

- **中国的后城镇化是城市群化进程，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。**中国的城镇化还要经历相当长的过程，城市群的发展是必由之路，公司目前累计受托开发区域超过 3700km²，**且主要分布于北京、上海、广深、武汉和成渝等核心城市周边国家级城市群，是未来人口、资源向核心城市及周边聚集最受益区域。**公司不仅受益于核心城市需求外溢带来的发展，还受益于国务院《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》即将带来的非户籍人口落户需求。我们看到，即使是在 2012-2014 年楼市调整时期，公司房地产销售和经营业绩都实现逆势大增，本轮调控几乎不涉及公司所在开发区域，预计影响小且很大概率将受益于调控区域需求外溢。
- 已经并将继续完成区域卡位，其独特的产业新城模式得到固安的实践检验并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，公司将是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 PE13/10/8 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，超调影响销售；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	16.92	12.66	9.63	7.51
P/B	6.01	3.20	2.54	2.02
EV/EBITDA	14	10	8	6

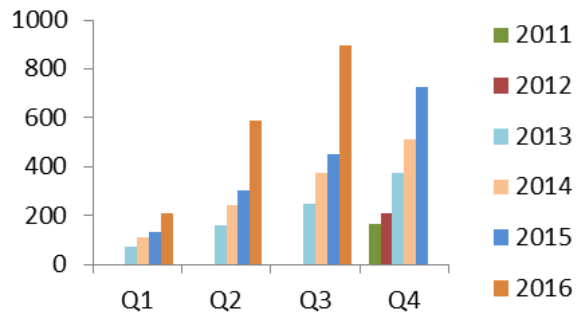
资料来源：中国中投证券研究总部

附表：公司 2016 年前三季度销售和上年同期、上年全年的区域对比

		2016:1-9 月	2015 年 1-9 月	2015 全年	同比	前三季度占 15 全年
京津冀区域	廊坊	205.97	61.45	112.54	235%	183%
	天津	0.08	5.53	7.06	-99%	1%
	北京	2.02	5.61	8.81	-64%	23%
	固安	135.06	149.34	198.09	-10%	68%
	牛驼	12.94	6.53	21.36	98%	61%
	霸州	46.39	8.61	18.79	439%	247%
	怀来	45.91	30.23	46.78	52%	98%
	大厂	87.31	135.46	216.05	-36%	40%
	香河	73.14	50.74	75.62	44%	97%
	永清	62.21		6.74		923%
长三角	镇江	4.19	1.78	7.59	135%	55%
	无锡	5.5	7.38	7.59	-25%	72%
	嘉善	44.92		18.12		248%
	沈阳	5.57	1.63	11.91	242%	47%
		731.21	**464.29**	**757.05**	57%	97%

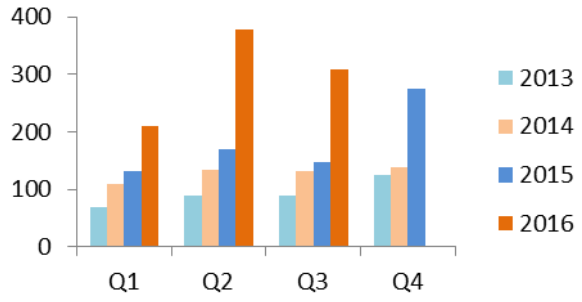
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 1 整体累计销售额（亿元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 单季度销售额（亿元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：本年起将园区结算金额计算口径，由“当期收到政府支付的结算款”调整为“政府已确认的结算收入金额”

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

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	16.92	12.66	9.63	7.51
P/B	6.01	3.20	2.54	2.02
EV/EBITDA	14	10	8	6

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-12	《华夏幸福-嫁接全球顶尖资源，产业服务国际化重要升级》
2016-09-01	《华夏幸福-粤蜀再下两城，PPP 产业新城舍我其谁》
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，旨为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