



家用电器业/可选消费品

华夏幸福 (600340)

创新模式以致远, 高成长铸就新蓝筹

	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	010-59312731	010-59312815
	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880113090015	S0880511010037

本报告导读:

公司园区模式独特, 为产业升级和新型城镇化的推动者和最佳受益标的。环北京周边储备丰富, 销售出色, 是京津冀一体化的最佳标的。

投资要点:

- 维持增持评级。公司园区模式独特, 合作伙伴多元, 为产业升级和新型城镇化的推动者和最佳受益标的之一; 环北京储备丰富, 是京津冀一体化的最佳标的。看好公司成长性, 维持 2014、15 年 EPS2.87、3.85 元的预测。维持目标价 37.31 元, 对应 2014 年 13 倍 PE。
- 环北京受托开发面积估计达 1500 平方公里, 京津冀一体化最佳受益标的。1) 公司当前受托开发园区约 1600 平方公里, 其中环北京约 1500 平方公里, 京津冀一体化最佳受益标的。2) 首都二机场预计 2018 年投入使用, 公司固安等园区距离较近, 受益其带来的区域价值提升。
- 园区开发模式独特, PPP 模式之标杆; 招商能力极强, ROE 水平行业领先, 近两年维持在 40% 左右。1) 公司园区开发与政府共赢, 为 PPP 模式的标杆。2) 利润率水平相对较高, 多个园区基础设施和土地开发利润占投资的 15%, 产业发展回报为落地投资额的 45%。3) 招商能力卓越, 合作伙伴多元, 滚雪球效应预计逐步明显。4) 轻资产模式, ROE 水平行业领先; 近两年维持在 40% 左右。
- 估值享有一定溢价; 沪港通预计可进一步推动价值重估。因为公司独特的模式和稳健的增长, 估值水平也较其他 A 股龙头略高; 公司 2014E PE9.3 倍、PB 3.8 倍、2014E PS0.7 倍, 较万科、保利等估值较高。2) 华夏幸福为沪港通标的。公司模式独特, 经营稳健, 预计为海外投资者偏好的品种之一。沪港通开闸或会推动估值进一步提升。
- 风险提示: 园区后续开发过程存一定不确定性

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	12,077	21,060	24,920	26,692	30,074
(+/-)%	55%	74%	18%	7%	13%
经营利润 (EBIT)	2,509	3,684	6,146	7,340	9,224
(+/-)%	43%	47%	67%	19%	26%
净利润	1,784	2,715	3,800	5,097	6,673
(+/-)%	31%	52%	40%	34%	31%
每股净收益 (元)	1.35	2.05	2.87	3.85	5.04
每股股利 (元)	0.09	0.15	0.42	0.56	0.74

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	20.8%	17.5%	24.7%	27.5%	30.7%
净资产收益率 (%)	41.3%	40.8%	38.4%	35.8%	33.5%
投入资本回报率 (%)	26.2%	16.3%	17.5%	20.3%	17.0%
EV/EBITDA	10.1	11.3	7.7	5.9	5.5
市盈率	19.8	13.0	9.3	6.9	5.3
股息率 (%)	0.3%	0.6%	1.6%	2.1%	2.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 37.31

上次预测: 37.31

当前价格: 25.71

2014.11.03

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.21-31.31
总市值 (百万元)	34,011
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,323/1,323
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	7.50
日均成交值 (百万元)	197.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,198
每股净资产	6.95
市净率	3.7
净负债率	164.32%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.36	0.47
Q2	0.98	1.27
Q3	0.34	0.39
Q4	0.38	0.74
全年	2.05	2.87

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-7%	9%
相对指数	0%	-16%	-4%

相关报告

《销售持续跑赢大市, 模式成就产业蓝海》2014.10.27

《京津冀呼之欲出, 时代成就产业航母》2014.08.18

《销售显著跑赢大市, 模式成就产业蓝海》2014.07.14

《布局由点到面, 高成长依然可期》2014.06.12

《哪里有机会, 哪里就有幸福》2014.05.28

模型更新时间: 2014.11.03

股票研究

可选消费品
家用电器业

华夏幸福 (600340)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 37.31

上次预测: 37.31

当前价格: 25.71

公司网址

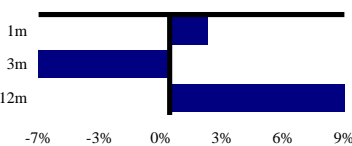
www.cfldcn.com

公司简介

公司是中国领先的开发区投资运营企业集团。

主营业务为产业新城开发建设, 包括基础设施建设、产业发展服务、土地整理、园区综合服务及住宅、生活配套服务, 并辅以城市地产开发、物业酒店经营等业务, 取得均衡发展。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

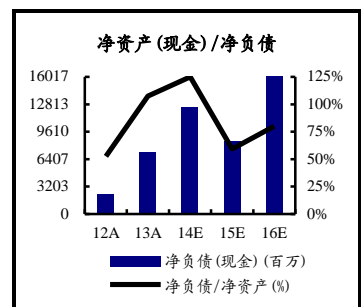
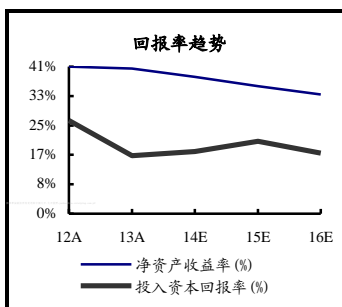
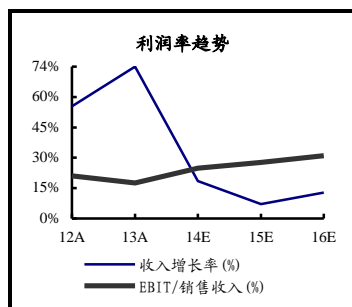
16.21-31.31

市值 (百万)

34,011

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	12,077	21,060	24,920	26,692	30,074
营业成本	7,288	13,939	15,009	14,997	15,790
税金及附加	785	1,413	1,447	1,570	2,093
销售费用	718	873	1,047	1,272	1,348
管理费用	777	1,151	1,271	1,513	1,619
EBIT	2,509	3,684	6,146	7,340	9,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	25	0	0	0
财务费用	-18	115	75	41	54
营业利润	2,515	3,581	6,072	7,299	9,170
所得税	653	900	1,573	1,891	2,376
少数股东损益	83	-29	698	311	121
净利润	1,784	2,715	3,800	5,097	6,673
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,556	9,944	11,214	12,559	11,428
其他流动资产	0	200	0	0	0
长期投资	134	236	236	236	236
固定资产合计	913	2,098	3,229	4,317	5,364
无形及其他资产	86	2,129	2,395	2,660	2,924
资产合计	43,193	74,094	86,983	94,826	111,173
流动负债	31,948	54,415	62,769	62,948	70,475
非流动负债	6,287	9,723	10,316	13,317	16,318
股东权益	4,316	6,650	9,895	14,247	19,946
投入资本(IC)	7,105	16,892	26,080	26,835	40,178
现金流量表					
NOPLAT	1,859	2,760	4,554	5,438	6,834
折旧与摊销	46	65	83	125	167
流动资金增量	-3,409	-7,787	-6,143	406	-12,266
资本支出	-453	-714	-1,479	-1,479	-1,479
自由现金流	-1,957	-5,676	-2,986	4,490	-6,744
经营现金流	218	-3,474	-204	7,271	-3,807
投资现金流	-2,640	-3,076	-1,479	-1,479	-1,479
融资现金流	4,161	11,104	2,952	-4,447	4,155
现金流净增加额	1,738	4,554	1,270	1,345	-1,131
财务指标					
成长性					
收入增长率	55.0%	74.4%	18.3%	7.1%	12.7%
EBIT 增长率	43.5%	46.8%	66.9%	19.4%	25.7%
净利润增长率	31.3%	52.2%	40.0%	34.1%	30.9%
利润率					
毛利率	39.7%	33.8%	39.8%	43.8%	47.5%
EBIT 率	20.8%	17.5%	24.7%	27.5%	30.7%
净利润率	14.8%	12.9%	15.3%	19.1%	22.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	41.3%	40.8%	38.4%	35.8%	33.5%
总资产收益率(ROA)	4.1%	3.7%	4.4%	5.4%	6.0%
投入资本回报率(ROIC)	26.2%	16.3%	17.5%	20.3%	17.0%
运营能力					
存货周转天数	1326	1130	1426	1608	1761
应收账款周转天数	26	27	27	27	27
总资产周转天数	1069	1016	1180	1243	1250
净利润现金含量	0.12	-1.28	-0.05	1.43	-0.57
资本支出/收入	4%	3%	6%	6%	5%
偿债能力					
资产负债率	88.5%	86.6%	84.0%	80.4%	78.1%
净负债率	52.6%	107.7%	125.4%	59.6%	80.3%
估值比率					
PE	19.8	13.0	9.3	6.9	5.3
PB	5.5	5.3	3.6	2.5	1.8
EV/EBITDA	10.1	11.3	7.7	5.9	5.5
P/S	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
股息率	0.3%	0.6%	1.6%	2.1%	2.8%



目 录

1. 环北京储备充足，京津冀一体化和首都二机场建设最佳受益标的 .4
2. 园区开发模式独特，轻资产，高 ROE..... 5
3. 享有估值溢价，沪港通或进一步推动价值重估 7

1. 环北京储备充足，京津冀一体化和首都二机场建设最佳受益标的

公司当前京津冀区域受托开发面积估计已达 1500 平方公里，京津冀一体化最佳受益标的。1) 华夏幸福当前受托开发园区约 1600 平方公里，其中，环北京周边约 1500 平方公里，为京津冀一体化最佳受益标的。2) 新华网曾于 2 月 27 日报道，习近平主席在听取京津冀协同发展工作专题汇报时强调，提出 7 点要求，包括加强顶层设计、抓紧编制规划、加大协同发展和产业对接，调整优化城市布局 and 空间结构等。预计后续规划会逐步落地。

首都二机场预计 2018 年投入使用，公司固安等园区距离较近，受益二机场带来的区域价值提升。首都第二机场预计 2014 年全面开工，2018 年估计可投入使用。固安项目与首都第二机场仅距离 10 余公里，通过京开高速可在 10 分钟内到达。预计二机场可带动京津冀区域价值稳步提升，房地产市场需求更有保障。

表 1: 华夏幸福受托开发园区约 1600 平方公里，环北京周边约 1500 平方公里

序号	项目名称	城市	签订年份	委托期限	委托面积 (平方公里)
1	固安工业园区	河北廊坊	2002	50 年	86.7
2	大厂潮白河工业园	河北廊坊	2007	50 年	70.0
3	大厂新兴产业示范区	河北廊坊	2011	50 年	13.2
4	怀来生态新城	河北张家口	2010	50 年	121.7
5	昌黎工业园区	河北秦皇岛	2011		15.0
6	滦平金山岭园区	河北承德	2011	50 年	225.0
7	文安园区	河北廊坊	2011	30 年	24.2
8	沈北蒲河智慧产业园区	沈阳	2011	20 年	5.0
9	廊坊广阳园区	河北廊坊	2011		15.0
10	沈阳于洪平罗新城	沈阳	2011		13.0
11	沈阳市苏家屯商务城	沈阳	2012	30 年	34.9
12	无锡市南长区	无锡	2012	15 年	3.5
13	固安新兴产业示范区	河北廊坊	2012	50 年	48.6
14	镇江市京口区大禹山创意新社区项目	江苏镇江	2012	15 年	2.5
15	嘉善县委托区域	浙江嘉兴	2013	18 年	12.0
16	霸州市约定区域	河北霸州	2013	18 年	20.0
17	河北省廊坊市永清县约定区域合作协议	河北廊坊	2013	20 年	18.0
18	河北省香河县	河北廊坊	2013	30 年	41.0
19	湖北省葛店经济技术开发区	湖北鄂州	2014		18.0
20	固安农业产业化示范区	河北廊坊	2014	50 年	6.7
21	南京市溧水区约定区域	南京	2014		8.9
22	北京市房山区张坊镇	北京	2014		119.0
23	白洋淀科技城项目	河北保定	2014		300.0
24	河北省任丘市约定区域	河北沧州	2014	50 年	240.0
25	河北省涿鹿县约定区域	河北张家口	2014	50 年	64.0

26	河北省霸州市约定区域	河北廊坊	2014	50年	78.3
合计					1604.1

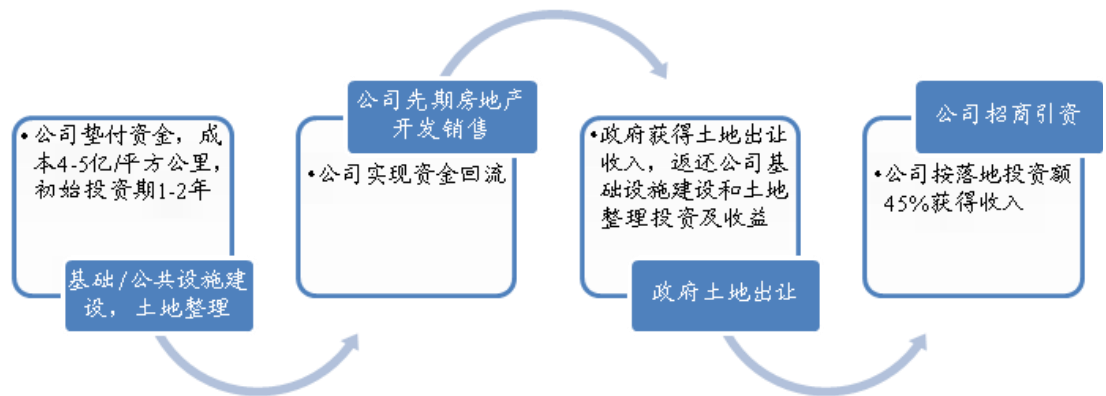
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 园区开发模式独特，轻资产，高 ROE

公司园区开发模式独特，可与政府实现共赢，为 PPP 模式的典型标杆。

1) 公司在与政府合作开发园区的过程中，担任起土地平整、基础设施建设、招商引资、园区配套部分房地产项目开发等职能。政府本身无需任何先期投入，便可获得区域成熟和产业发展。而在这个过程中，公司亦能获得较好的回报，实现双赢。2) 公司这一模式实际为当前要大力推广的 PPP 模式（即 Public-Private-Partnership）的标杆，是指政府与私人组织之间，为了合作建设城市基础设施项目，或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作的顺利完成。预计后续也会得到政策的支持。

图 1: 华夏幸福盈利模式



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

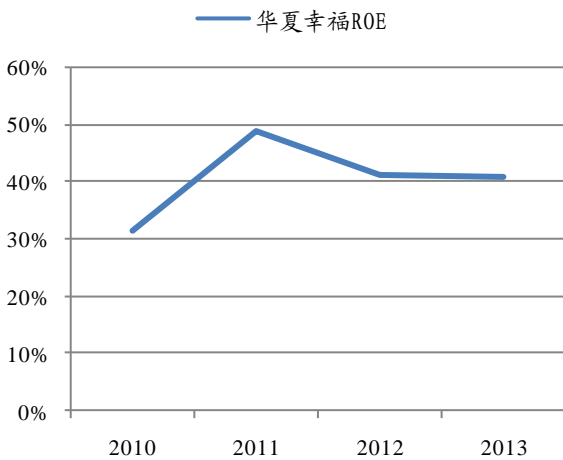
公司园区开发利润率水平相对较高，很多园区基础设施和土地开发有 15% 的利润率，产业发展则可获得落地投资额的 45% 作为回报。根据公司公告，沈阳苏家屯、嘉善、霸州、永清、任丘、涿鹿等都采取了类似的分成模式，即基础设施建设、公共设施建设和土地整理方面，利润为投资/土地整理成本的 15%；而产业发展服务费则按新增固定资产投资额的 45% 计算；规划设计、咨询等服务费是按照成本费用的 110% 计算。

公司招商能力卓越，合作伙伴多元，滚雪球效应预计逐步明显。1) 公司产业拓展能力强，通过有明确产业属性的“四港一基地”产品，可实现更有针对性的客户拓展。2) 根据公司公告，公司携手大型央企等搭建产业合作平台，包括工信部、航天科工、清华大学、京东、AAA、国能集团等，广泛的合作有助于公司为不同园区量身定做不同产业发展路径，切实带动区域发展；此外还可有效形成滚雪球效应，吸引更多企业

落户园区。

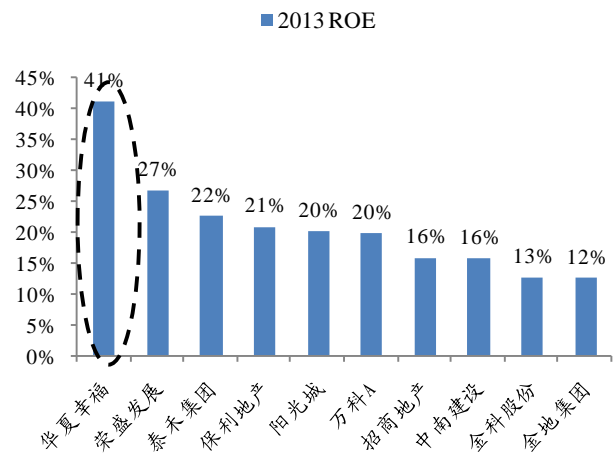
轻资产模式，ROE 水平行业领先；近两年维持 40%左右水平。 1) 由于公司和地方政府合作开发园区，因而可以不必囤积大量土地，按需拿下招拍挂地块即可；模式相对轻资产化。2) 公司利润率、杠杆率和周转水平都相对较高，这合起来铸就公司超高的 ROE，2012、13 年稳定在 40%左右，维持行业领先水平；2014 年前三季度 ROE 也高达 36%。3) 公司经营稳健，增速较高；前三季度累计整体销售 375 亿，同增 51%，大幅跑赢行业。已完成全年 500 亿目标的 75%；四季度平稳发力，预计完成计划无虞。

图 2: 华夏幸福 ROE 近两年维持在 40%的高位



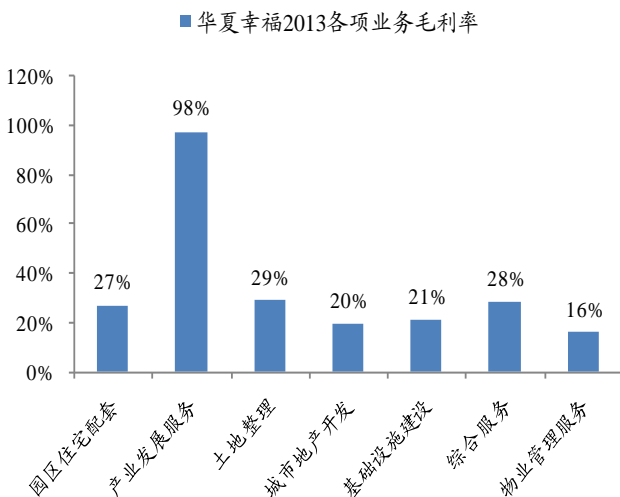
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 华夏幸福的 ROE 水平行业领先



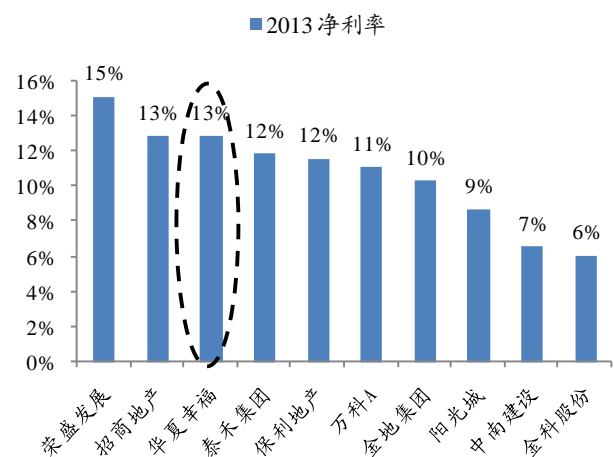
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 华夏幸福产业发展服务毛利率高达 98%



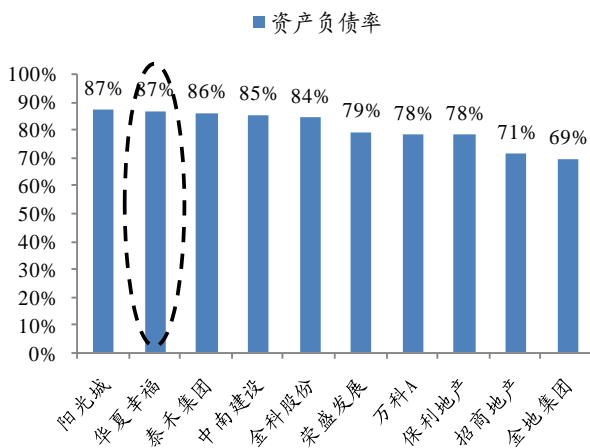
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 华夏幸福净利率相对较高



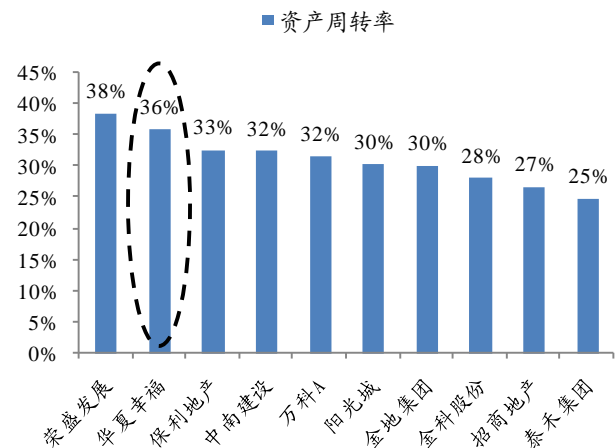
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 华夏幸福杠杆率也相对较足



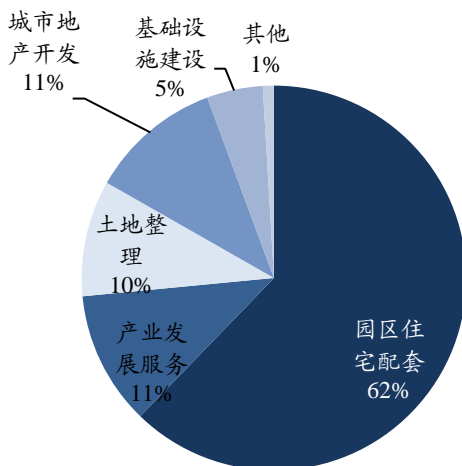
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 华夏幸福轻资产模式, 周转率较高



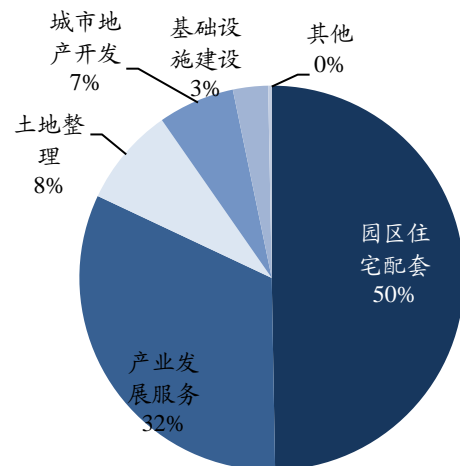
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8: 华夏幸福主营收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 华夏幸福毛利润构成



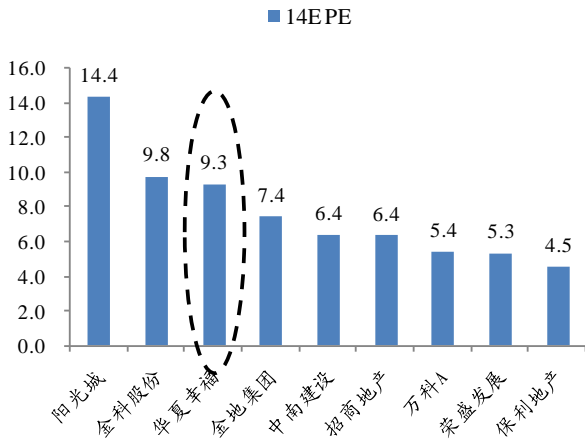
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 享有估值溢价, 沪港通或进一步推动价值重估

因为公司独特的模式和稳健的增长, 公司的估值水平也较其他 A 股龙头略高。1) 华夏幸福 2014E PE9.3 倍, 相比之下, 万科、保利不过 5 倍左右。2) 从 PB 角度来看, 华夏幸福 PB 3.8 倍, 而大部分龙头都在 1-2 倍 PB 之间。3) PS 方面, 公司 2014E PS0.71 倍, 与招商地产类似, 高于万科、保利的 0.4-0.5 倍。

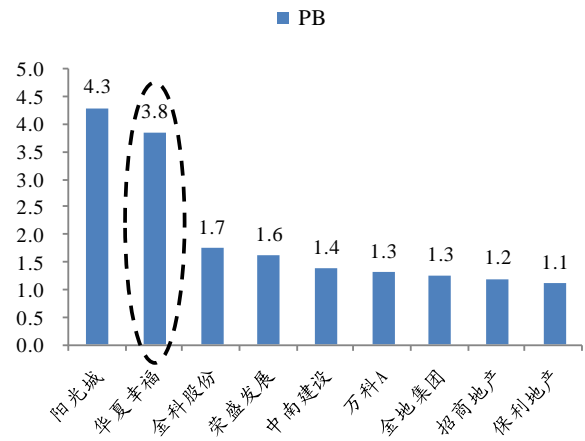
公司为沪港通标的, 预计沪港通可推动公司估值进一步提升。华夏幸福为沪港通标的。公司模式独特, 经营稳健, 预计为海外投资者偏好的品种之一。伴随沪港通开闸, 预计公司估值或许会有进一步的提升。

图 10: 华夏幸福 2014E PE9.3 倍, 相对较高



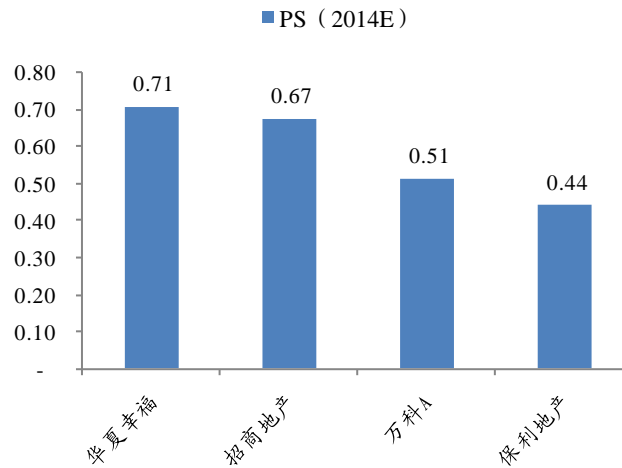
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 11: 华夏幸福 PB 3.8 倍, 相对较高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 华夏幸福 2014E PS0.71 倍, 相对较高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 公司 2014 年前三季度收入、净利润同增 30%、27%, 表现靓丽

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2013Q3	2014Q3
主营业务收入增长率	54.1%	71.6%	76.2%	55.0%	74.4%	99.4%	30.3%
净利润增长率	-99.4%	-16208.8%	225.5%	31.3%	52.2%	48.7%	27.2%
经常性净利润增长率	-91.9%	-1374.2%	223.7%	31.0%	51.2%	48.9%	25.2%
毛利率	30.9%	33.9%	41.9%	39.7%	33.8%	36.0%	39.2%
ROE	-0.4%	31.6%	48.7%	41.3%	40.8%	36.0%	30.7%
三项费用率	16.1%	15.9%	13.6%	12.2%	10.2%	7.7%	9.1%
净利率	-0.1%	6.7%	17.4%	14.8%	12.9%	16.1%	15.7%
存货周转率	0.31	0.27	0.22	0.23	0.26	0.20	0.16

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 公司 2014 年三季度末净负债率 164%，真实资产负债率 42% (单位: 百万元)

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2013Q3	2014Q3
现金	1266.3	2752.2	3574.3	5556.5	9943.8	10027.0	16129.5
每股经营性净现金流	0.02	0.74	0.18	0.16	-2.63	-0.34	-2.88
预售房款	3571.8	9217.0	16964.8	24252.7	34981.4	32579.7	43295.6
银行借款	1668	2352	2620	7826	17106	14408	31244
长期借款/总借款	66.3%	55.3%	35.5%	66.8%	42.7%	57.0%	34.0%
银行借款/负债	22.2%	16.5%	11.1%	20.5%	26.7%	25.7%	35.7%
速动比率	0.33	0.29	0.21	0.26	0.24	0.30	0.35
资产负债率	89.7%	89.4%	85.5%	88.5%	86.6%	89.6%	83.8%
真实资产负债率	47.1%	31.6%	24.0%	32.4%	39.4%	37.5%	42.4%
净负债率	57.9%	-30.4%	-34.2%	52.6%	107.7%	71.1%	164.3%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		