



家用电器业/可选消费品

华夏幸福 (600340)

布局通航产业，畅享一片蓝海

——公司拟建立中国通用航空企业联盟点评

	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:

- 公司公告拟建立“中国通用航空企业联盟”。1) 公司公告拟与多个合作伙伴建立“中国通用航空企业联盟”并签署《战略合作框架协议》。2) 合作内容包括在全国范围内建设和运营集飞机制造、销售、维修、运营、服务等一体化的通航园区，以及打造综合通航运营网络等。
- 通用航空产业未来十年预计万亿产出规模，前景巨大。据中国科协等预测，未来10年我国通用航空飞机需求约10000架，按产业拉动比1:10计算，全产业产出规模约1.5万亿；未来10年通航机场需求3000个，而当前只有399个。公司有望受益于通航产业爆发式发展。
- 合作伙伴多元且实力雄厚，后续发展前景可期。建立联盟的合作伙伴包括：1) 北京通用航空公司，北汽集团与北航的合资公司，研发、制造实力雄厚；2) 山东通用航空服务公司，国内农化飞防作业标杆企业；3) 湖北蔚蓝国际航空学校，国内第二大飞行员培训学校；4) 上海捷德航空技术公司，国内民用航空器材销售排名第一；5) 北京华商创想科技，整合航空行业资源的专业信息化企业。均实力雄厚。
- “产业联盟”拓展实现模式创新，预计后续可进一步推广到其他产业。该模式有助高效打造产业集群并快速形成巨大产值，优势独特。
- 维持增持评级。公司园区模式独特，环北京周边1500平方公里受托开发园区，京津冀一体化最佳标的；沪港通受益。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
- 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	10.6	11.8	8.0	6.1	5.7
市盈率	20.9	13.7	9.8	7.3	5.6
股息率 (%)	0.3%	0.5%	1.5%	2.0%	2.6%

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: 28.15

2014.11.11

交易数据

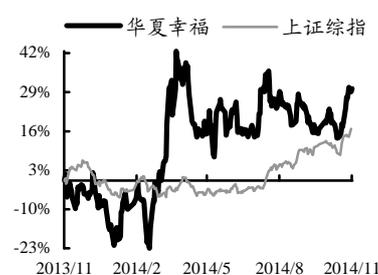
52周内股价区间 (元)	16.21-31.31
总市值 (百万元)	37,239
总股本/流通A股 (百万股)	1,323/1,323
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8.42
日均成交额 (百万元)	223.75

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	4.0
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	8%	1%	28%
相对指数	4%	-12%	11%

相关报告

《创新模式以致远，高成长铸就新蓝筹》
2014.11.03

《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

模型更新时间: 2014.11.11

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: 28.15

公司网址

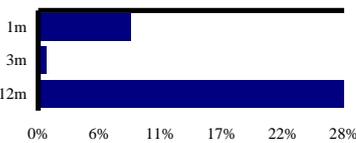
www.cflfcn.com

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)

37,239

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	20.9	13.7	9.8	7.3	5.6
PB	5.8	5.6	3.8	2.6	1.9
EV/EBITDA	10.6	11.8	8.0	6.1	5.7
P/S	2.1	1.8	1.5	1.4	1.2
股息率	0.3%	0.5%	1.5%	2.0%	2.6%

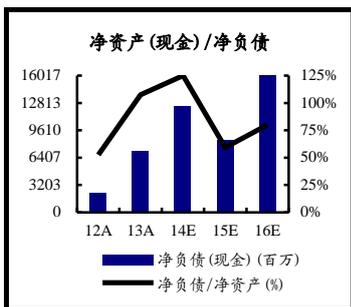
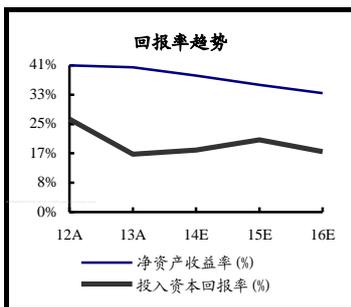
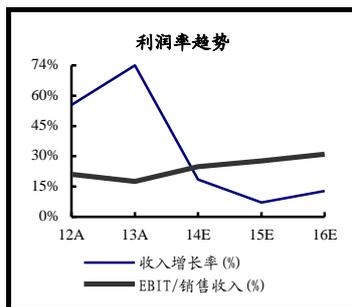


表 1: 公司 2014 年前三季度收入、净利润同增 30%、27%，表现靓丽

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 2: 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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		