

华夏幸福 (600340)
买入/维持评级

股价: RMB24.16

分析师

周雅婷
SAC 执业证书编号:s1000511090011
(0755)8212 5148
zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

鱼晋华
SAC 执业证书编号:S1000510120035
(0755)8249 2232
yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

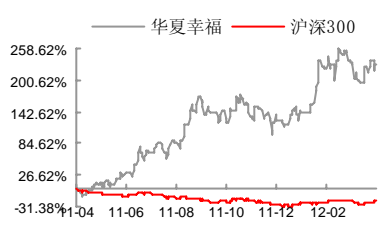
相关研究

公司研究-华夏幸福 (600340) 120229: 年报无惊喜, 业绩保障度仍较高-2011 年报点评 (买入)
公司研究-华夏幸福 (600340) 111102: 与政府共赢, 走在幸福的大道上 (买入)

基础数据

总股本 (百万股)	588
流通 A 股 (百万股)	588
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	14,205

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

幡动还是心动

—2011 年一季度报点评

- 公司公布一季报, 2012 年一季度实现营业收入 7.8 亿, 归属母公司净利润 0.15 亿。实现 EPS0.03 元。公司一季度并未结算房地产项目, 营收的主要贡献为园区结算收入 7.4 亿元。由于房地产销售和管理费用季度内支出不可平滑, 导致公司一季度结算利润表现平平。
- 公司一季度实现房地产业务签约销售面积 40.1 万平米, 同比上升 2.15%, 销售额 22.6 亿, 为去年全年销售额的 18%, 同比下滑 20%。销售额的同比下滑主要来自去年下半年以来实施的“以价换量”策略, 分别两次对产品价格进行下调, 合计幅度在 20%以上。公司在售项目的平均地价大约为 910 元/平米, 平均项目售价大约为 6453 元/平米, “以价换量”的策略随对毛利有所损害, 但由于公司十分低廉的土地成本, 在必须降价走量的恶劣市场竞争中仍具备相对优势。
- 由于期内并未结算房地产项目, 公司预收账款较 2011 年末继续上升 26 亿至 195 亿, 是我们预测的 2012 年地产结算收入的 3.5 倍。公司的业绩保障度十分稳固。预收账款主要集中于永定河孔雀城棠墅园、叠翠园、大卫城 4 号线 1、2 期, 毛利在 50%左右。我们认为对于公司今明两年的房地产结算收入仍无须担心, 业绩的结算进度对股价的影响只是幡不动而心动的反应。而由于累积的高毛利已售项目较多, 去年降价销售对公司结算毛利的影响或较别的公司更晚反映。公司“工业+地产”的拿地模式可以保证低价获取土地模式的长期运转。我们认为在房地产行业盈利空间、ROE 趋势下降的过程中, 公司这种具备有效长期低价拿地模式以及资金状况安全的企业应享受更高的估值溢价。
- 公司期末短期借款 2.94 亿, 一年内到期非流动负债 10 亿, 账面现金 33.9 亿, 对年内到期债务覆盖率为 2.6 倍。现金状况仍属稳健
- 我们预计公司 2012、2013 年 EPS 为 2.99 元和 3.86 元, 分别对应 PE 为 8X 和 6X。公司预收账款丰厚可保证业绩, 资金和估值安全, 具备投资价值。我们维持对公司的买入评级。
- 风险提示: 房地产市场调整影响公司销售表现。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7790.0	9628	12616	17005
(+/-%)	2983.8	24	31	35
归属母公司净利润(百万元)	1358.0	1757	2268	2963
(+/-%)	61212.5	29	29	31
EPS(元)	2.31	2.99	3.86	5.04
P/E(倍)	10.5	7.9	6.1	4.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	26712	40229	5190	63559	营业收入	7790	9628	12616	17005
现金	3574	7312	9664	10114	营业成本	4524	5440	7172	9840
应收账款	306	382	500	675	营业税金及附加	459	558	744	1003
其他应收款	660	722	999	1323	营业费用	534	645	833	1105
预付账款	1506	1850	1793	2755	管理费用	524	626	820	1088
存货	20665	29964	3895	48692	财务费用	-2	4	9	4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	5	6	6
非流动资产	868	715	761	800	公允价值变动	-0	-0	-0	-0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	214	197	177	156	营业利润	1749	2349	3031	3958
无形资产	40	39	38	38	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动	594	459	526	587	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	27580	40944	5267	64359	利润总额	1742	2343	3025	3951
流动负债	21310	30088	3914	46969	所得税	463	586	756	988
短期借款	289	1000	1000	300	净利润	1279	1757	2268	2963
应付账款	816	1110	1407	1956	少数股东损益	-79	0	0	0
其他流动负	20205	27978	3673	44713	归属母公司净	1358	1757	2268	2963
非流动负债	2261	3140	5142	6043	EBITDA	1777	2376	3064	3985
长期借款	929	3129	5129	6029	EPS (元)	2.31	2.99	3.86	5.04
其他非流动	1332	11	13	14					
负债合计	23571	33228	4428	53012	主要财务比率				
少数股东权	1222	1222	1222	1222	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	588	588	588	588	成长能力				
资本公积	243	593	593	593	营业收入	2983.8%	23.6%	31.0%	34.8%
留存收益	1955	3712	5981	8944	营业利润	1158290.1	34.3%	29.0%	30.6%
归属母公司	2786	4893	7162	10125	归属母公司净	61212.5%	29.4%	29.1%	30.6%
负债和股东	27580	40944	5267	64359	获利能力				
					毛利率(%)	41.9%	43.5%	43.2%	42.1%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%
					ROE(%)	48.7%	35.9%	31.7%	29.3%
					ROIC(%)	51.7%	32.2%	39.8%	35.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	85.5%	81.2%	84.1%	82.4%
					净负债比率(%)	11.12%	16.65	17.01	14.58
					流动比率	1.25	1.34	1.33	1.35
					速动比率	0.28	0.34	0.33	0.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.28	0.27	0.29
					应收账款周转	43	28	28	29
					应付账款周转	10.46	5.65	5.70	5.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	2.31	2.99	3.86	5.04
					每股经营现金	0.41	0.54	0.68	0.48
					每股净资产(最)	4.74	8.32	12.18	17.22
					估值比率				
					P/E	10.24	7.91	6.13	4.69
					P/B	4.99	2.84	1.94	1.37
					EV/EBITDA	8	6	4	3

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。