

# 华夏幸福：从未让投资者失望

## 买入 维持

目标价格：31.40 元

### 事件：

公司公布 2013 一季报。公司一季度实现营业收入 12.19 亿元 (YOY56.71%)，实现净利润 4.71 亿元 (YOY2994.93)，每股 EPS0.53 元 (YOY1678.96%)

### 我们点评如下：

- 业绩靓丽，大幅增长来源于一季度园区回款结算增加**
  - 公司一季度营业成本为 2.39 亿元，毛利率 80.39%。季报没有附注，但我们结合公司披露的一季度经营数据，可以推算主要是公司园区结算回款在一季度大幅度确认所致。而 2012 年公司同期相应体现的很少。
- 一季报经营性现金流为负**
  - 一季度公司经营性现金流为-4.04 亿元，虽然去年第三季度单季度也出现过-0.91 亿元，但毕竟前三季度累计仍然为正值。这可能和公司一季度积极拓展项目和支付 6.87 亿元的各项税费有关，对于这项指标还需要观察公司半年报能否转正。
- 应收账款比年初增加 3.77 亿元**
  - 应收账款持续增加，增加了公司财务管理的难度，这也是我们需要持续跟踪的指标。
- 估值与投资建议：**
  - 报告期内公司和河北省永清县签订了 15 平方公里的框架协议，和武汉市黄陂区人民政府签订战略合作意向协议，公司园区累计增加到 15 个。
  - 公司披露的销售均价同比上涨明显，主要和首都 2 机场带来的固安地区房价上涨快速有关，另外近期北京严厉的房地产调控政策，也必将部分需求外迁至廊坊。
  - 我们预计公司 2013/14/15 盈利预测至 2.62/3.34/4.29 元。看好公司的未来发展，维持“买入”评级，目标价格 31.40 元。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	7790	12077	15700	20410	26533
增长率	2983.79%	55.03%	30.00%	30.00%	30.00%
归母净利润(百万)	1358	1784	2311	2942	3781
增长率	61212.46%	31.34%	29.59%	27.29%	28.49%
每股收益	2.31	2.02	2.62	3.34	4.29
当前市盈率	11.36	12.97	10.01	7.86	6.12

### 房地产研究组

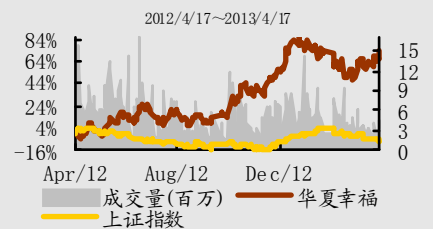
#### 分析师：

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话：021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 3 月份行业数据点评  
2013/4/16
- 保利地产：3 月份销售情况点评  
2013/4/10
- 万科：3 月份销售数据点评  
2013/4/10
- 华夏幸福：一季度经营数据点评  
2013/4/9
- 华夏幸福：模式优异的城镇化实践者  
2013/4/2
- 地方版新国五条细则点评  
2013/4/1

**表 1: 华夏幸福各季度销售情况**

	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度	2012 年 4 季度	2013 年 1 季度	2013 年 1 季度 度同比	2013 年 1 季度 度环比
园区结算回款 (亿元)	7.40	6.30	5.23	11.23	12.48	68.65%	11.13%
产业园区销售额 (亿元)	16.59	40.22	40.67	47.43	37.52	126.16%	-20.89%
城市地产销售额 (亿元)	5.97	5.88	9.27	14.06	19.51	226.80%	38.76%
其他业务(亿元)	0.16	0.19	0.35	0.40	0.31	93.75%	-22.50%
销售额小计 (亿元)	30.13	52.59	55.53	73.10	69.82	131.73%	-4.49%
产业园区销售面 积(万平)	30.53	69.61	57.57	64.85	45.57	49.26%	-29.73%
城市地产销售面 积(万平)	9.57	9.44	12.94	19.33	27.67	189.13%	43.15%
销售面积小计 (万平)	40.10	79.05	70.51	84.18	73.24	82.64%	-13.00%
产业园区销售均 价(元/平)	5434	5778	7064	7314	8233	51.52%	12.57%
城市地产销售均 价(元/平)	6238	6229	7164	7274	7051	13.03%	-3.06%
平均销售均价 (元/平)	5626	5832	7083	7305	7787	38.41%	6.60%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

## 公司财务报表预测

## 资产负债表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	26712	41924	50994	65228	83881
现金	3574	5556	5609	9268	11758
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	306	1411	1876	2439	3171
其它应收款	660	1375	1727	2245	2919
存货	20665	32280	40740	50025	64382
其他	1506	1300	1042	1251	1651
<b>非流动资产</b>	868	1270	1266	1235	1207
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	214	204	206	183	162
无形资产	40	83	75	67	60
其他	594	964	967	966	966
<b>资产总计</b>	<b>27580</b>	<b>43193</b>	<b>52261</b>	<b>66463</b>	<b>85088</b>
<b>流动负债</b>	21310	31948	38653	49793	64494
短期借款	289	670	0	0	0
应付账款	816	2678	2842	3752	4952
预收账款	16965	24253	31266	41271	54477
其他	3240	4347	4545	4770	5064
<b>长期负债</b>	2261	6287	6238	6238	6238
长期借款	929	5228	5228	5228	5228
其他	1332	1059	1010	1010	1010
<b>负债合计</b>	<b>23571</b>	<b>38235</b>	<b>44891</b>	<b>56031</b>	<b>70732</b>
股本	588	882	882	882	882
资本公积金	243	16	16	16	16
留存收益	1955	3419	5730	8673	12453
少数股东权益	1222	642	742	862	1005
母公司所有者权益	2786	4316	6628	9570	13351
<b>负债及权益合计</b>	<b>27580</b>	<b>43193</b>	<b>52261</b>	<b>66463</b>	<b>85088</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	241	218	730	3671	2505
净利润	1358	1784	2311	2942	3781
折旧摊销	0	0	32	29	26
财务费用	0	0	10	15	17
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1717)	563	(1465)
其它	(1117)	(1566)	94	122	147
<b>投资活动现金流</b>	(755)	(2640)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(755)	(2640)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1335	4161	(655)	(15)	(17)
借款变动	0	0	(598)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	1335	4161	(57)	(15)	(17)
<b>现金净增加额</b>	<b>821</b>	<b>1738</b>	<b>75</b>	<b>3656</b>	<b>2488</b>

## 利润表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	7790	12077	15700	20410	26533
营业成本	4524	7288	9474	12506	16508
营业税金及附加	459	785	965	1158	1332
营业费用	534	718	942	1225	1592
管理费用	524	777	1099	1429	1857
财务费用	(2)	(18)	10	15	17
资产减值损失	7	11	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	6	(1)	0	0	0
<b>营业利润</b>	1749	2515	3210	4078	5227
营业外收入	3	6	7	7	7
营业外支出	10	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1742	2520	3215	4083	5232
所得税	463	653	804	1021	1308
<b>净利润</b>	1279	1867	2411	3062	3924
少数股东损益	(79)	83	100	120	144
<b>母公司所有者净利润</b>	1358	1784	2311	2942	3781
<b>EPS (元)</b>	<b>2.31</b>	<b>2.02</b>	<b>2.62</b>	<b>3.34</b>	<b>4.29</b>

## 主要财务比率

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2984%	55%	30%	30%	30%
营业利润	-1158490%	44%	28%	27%	28%
净利润	61212%	31%	30%	27%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.9%	39.7%	39.7%	38.7%	37.8%
净利率	17.4%	14.8%	14.7%	14.4%	14.2%
ROE	48.7%	41.3%	34.9%	30.7%	28.3%
ROIC	19.4%	14.5%	16.5%	17.4%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.5%	88.5%	85.9%	84.3%	83.1%
净负债比率	9.5%	18.1%	13.8%	10.9%	8.5%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	46.7	14.1	9.6	9.5	9.5
应付帐款周转率	10.5	4.2	3.4	3.8	3.8
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	2.31	2.02	2.62	3.34	4.29
每股经营现金	0.41	0.25	0.83	4.16	2.84
每股净资产	4.74	4.89	7.52	10.85	15.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	11.4	13.0	10.0	7.9	6.1
PB	5.5	5.4	3.5	2.4	1.7
EV/EBITDA	24.3	16.9	13.1	10.4	8.1

**作者简介:**

**洪俊骅:** CFA、FRM: 宏源证券研究所房地产行业研究员, 复旦大学管理学硕士, 上海交通大学房地产经营管理与能源工程动力机械双学士, 2013年加盟宏源证券研究所, 曾任职于保利房地产股份有限公司、湘财证券研究所、招商证券研究发展中心, 并曾经在泽熙投资工作过一年半。

**重点覆盖公司:** 保利地产、万科、招商地产、金地集团、华夏幸福、苏宁环球、荣盛发展、金科股份、中茵股份、大名城等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。