



向 500 亿市值快步迈进

买入 维持

目标价格: 50.00 元

事件:

公司公布 2013 半年报。公司上半年实现营业收入 87.84 亿元 (YOY98.47%), 实现净利润 17.69 亿元 (YOY40.37%), 每股 EPS2.01 元 (YOY40.56%)

我们点评如下:

业绩靓丽, 大幅增长来源于园区住宅结算增加

公司一季度产业发展结算 16.04 亿, 和去年同期 15.46 亿元相比, 增幅微弱, 区别在于结算时间大幅度提前到一季度。半年业绩增速来自于园区住宅和城市地产的 61 亿结算 (YOY223%), 由于公司加大回笼力度, 园区住宅毛利率下降 2 个百分点, 城市地产毛利率基本持平。

半年报报经营性现金流为负, 融资需求强烈

一季度公司经营性现金流为-4.04 亿元, 二季度有所改善, 但是仍然为-2.14 亿元。公司的模式前期需要垫付较大资金, 目前再融资放开需求下, 公司应该有强烈的融资需求。

应收账款比年初增加 5.44 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, 目前看风险在可控的范围。

估值与投资建议:

- 报告期内公司新获取了嘉善和霸州两个园区项目 (年初廊坊永清项目还没有正式确实协议公告), 沈阳苏家屯项目已经有招商引资体现, 公司园区累计增加到 15 个, 显示出公司模式良好的可复制性。
- 公司全年计划销售 280 亿元 (含结算) 目前上半年已经完成 159 亿元, 公司计划下半年完成 122 亿销售。
- 我们预计公司 2013/14/15 盈利预测至 2.62/3.34/4.29 元, 未来还有上调业绩的空间。坚定看好公司的未来发展, 维持“买入”评级, 目标价格提升到 50 元, 对应 500 亿的市值。

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

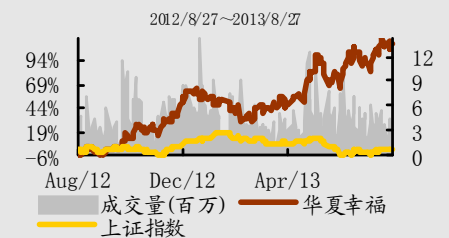
分析师:

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话: 021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

新华都长沙项目调研纪要

2013/8/18

7 月份行业数据点评

2013/8/18

三湘股份调研纪要

2013/8/14

万科: 7 月份公司动态情况点评

2013/8/7

保利地产: 7 月份公司动态情况点评

2013/8/7

估值分化和多元转型下的机会

2013/8/1

政治局会议要求保持房地产市场平稳健康发展点评

2013/8/1

表 1: 华夏幸福各季度销售情况

	2012-2 季度	2012-3 季度	2012-4 季度	2013-1 季度	2013-2 季度	本季度同比	本季度环比
园区结算回款 (亿元)	6.30	5.23	11.23	12.48	21.97	248.73%	76.04%
产业园区销售额 (亿元)	40.22	40.67	47.43	37.52	55.24	37.34%	47.23%
城市地产销售额 (亿元)	5.88	9.27	14.06	19.51	11.57	96.77%	-40.70%
其他业务(亿元)	0.19	0.35	0.40	0.31	0.49	157.89%	58.06%
销售额小计(亿元)	52.59	55.52	73.12	69.82	89.27	69.75%	27.86%
产业园区销售面积 (万平方米)	69.61	57.57	64.85	45.57	65.85	-5.40%	44.50%
城市地产销售面积 (万平方米)	9.44	12.94	19.33	27.67	16.78	77.75%	-39.36%
小计(万平方米)	79.05	70.51	84.18	73.24	82.63	4.53%	12.82%
产业园区销售均价 (元/平方米)	5778	7064	7314	8233	8388.76	45.19%	1.89%
城市地产销售均价 (元/平方米)	6229	7164	7274	7051	6895.11	10.70%	-2.21%
平均销售均价 (元/平方米)	5832	7083	7305	7787	8085.44	38.65%	3.84%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 华夏幸福目前园区情况

园区名称	签约时间	权益	规划面积(平方公里)	首期规划(平方公里)	委托期限(年)	园区定位	结算方式
固安新兴产业示范区	2012	51%	86.74	—	50	电子信息、汽车零部件、装备制造、生物医药	按投资比例进行收益分配。甲方委托区域内所产生的财政收入县级留成部分作为支付新公司垫付的投资及投资回报的资金来源,全部安排支付新公司用于区域开发建设的各项支出
大厂潮白河工业园(含大厂新兴创业示范区)	2007	100%	83.15	16	50	石油装备、新能源	基建、土地整理 10%, 产业发展按照落地投资额 45% 返还
张家口怀来生态园	2010	100%	121.72	7.4	50	科技、新能源、新材料、旅游	基建、土地整理 15%, 产业发展按照落地投资额 45% 返还
香河园区	2012	—	40	—	—	汽车产业园	未披露
承德滦平县金山岭长城文化旅游园	2012	100%	225	—	50	休闲时代长坡度假运动旅游	未披露

区								
廊坊广阳九州现代经济	2011	100%	15	—	—	现代服务业	未披露	
河北秦皇岛昌黎园区	2011	100%	15	—	—		未披露	
沈阳沈北蒲河智慧产业园	2011	100%	10	5	20	“国际科技城”、“活力智慧核”、“生态宜居地”	未披露	
沈阳于洪园区	2011	100%	—	—	—	智慧产业、科技创意、商务商业、生态栖居	未披露	
沈阳苏家屯区	2012	100%	34.85	10	30		基建、土地整理 15%，产业发展按照落地投资额 45%返还	
青岛河套街道区域整体合作开发项目	2012	—	8	—	—		未披露	
江苏无锡南长区	2012	100%	3.52	0.93338	15	感知设备、精密设备制造园	合作开发区域内所新产生的收入的区级留成部分优先支付乙方各具体委托事项投资成本及保本收益（税后 10%）后，剩余部分按照 45%的比例支付乙方	
镇江市京口区大禹山创意新社区项目	2012	100%	2.5	0.6667	15	高端制造、智慧服务科技园	合作开发区域内所新产生的收入的区级留成部分优先支付乙方各具体委托事项投资成本及保本收益（税后 10%）后，剩余部分按照 45%的比例支付乙方	
浙江省嘉兴市嘉善县	2013	100%	12	4	18		基建、土地整理 15%，产业发展按照落地投资额 45%返还;规划设计、咨询等服务费由双方按照成本费用的 110%计算	
河北省廊坊市霸州市	2013	100%	14	5.22	18		基建、土地整理 15%，产业发展按照落地投资额 45%返还;规划设计、咨询等服务费由双方按照成本费用的 110%计算	

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	27580	43193	52261	66463	85088
流动负债	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
长期负债	2261	6287	6238	6238	6238
长期借款	929	5228	5228	5228	5228
其他	1332	1059	1010	1010	1010
负债合计	23571	38235	44891	56031	70732
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
负债及权益合计	27580	43193	52261	66463	85088

现金流量表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(755)	(2640)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(755)	(2640)	0	0	0
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	821	1738	75	3656	2488

利润表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	1742	2520	3215	4083	5232
所得税	463	653	804	1021	1308
净利润	1279	1867	2411	3062	3924
少数股东损益	(79)	83	100	120	144
母公司所有者净利润	1358	1784	2311	2942	3781
EPS (元)	2.31	2.02	2.62	3.34	4.29

主要财务比率

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
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
估值比率					
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。

重点覆盖公司: 保利地产、万科 A、招商地产、金地集团、华夏幸福、苏宁环球、荣盛发展、金科股份、阳光城、中茵股份、莱茵置业、大名城、泰禾集团、三湘股份、滨江集团、华业地产、国兴地产、荣丰控股等。

机构销售团队

类别	姓名	手机号	座机号	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。