

# 受益区域经济发展 公司逆势增长

——华夏幸福（600340）2014年中报点评

2014年08月18日

推荐/维持

华夏幸福

财报点评

|     |                        |                        |
|-----|------------------------|------------------------|
| 郑闵钢 | 分析师                    | 执业证书编号: S1480510120012 |
|     | zhengmgdxs@hotmail.com | 010-66554031           |
| 张鹏  | 分析师                    | 执业证书编号: S1480512060003 |
|     | zhangpeng@dxzq.net.cn  | 010-66554029           |
| 杨骞  | 分析师                    | 执业证书编号: S1480514060001 |
|     | yangqian@dxzq.net.cn   | 010-66554021           |

## 事件:

公司日前发布2014年中报。2014年半年度公司实现营业收入113.82亿元,比上年同期增长29.58%;实现营业利润36.48亿元,同比增长56.21%;实现归属于母公司所有者的净利润23.01亿元,同比增长30.06%。基本每股收益1.739元,同比增长30.07%。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2012Q4  | 2013Q1    | 2013Q2  | 2013Q3  | 2013Q4 | 2014Q1  | 2014Q2  |
|------------|---------|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 5174.45 | 1219.35   | 7565.02 | 4977.99 | 7297.4 | 3161.73 | 8220.76 |
| 增长率(%)     | 107.61% | 56.71%    | 107.38% | 101.01% | 41.03% | 159.30% | 8.67%   |
| 毛利率(%)     | 29.60%  | 80.40%    | 33.72%  | 28.68%  | 29.62% | 48.97%  | 44.56%  |
| 期间费用率(%)   | 12.28%  | 21.41%    | 4.55%   | 9.27%   | 14.70% | 12.05%  | 7.32%   |
| 营业利润率(%)   | 10.30%  | 53.61%    | 22.23%  | 13.13%  | 8.11%  | 32.80%  | 31.76%  |
| 净利润(百万元)   | 389.37  | 472.04    | 1286.98 | 458.63  | 468.72 | 758.90  | 1939.46 |
| 增长率(%)     | 96.64%  | 11838.42% | 05.01%  | 85.08%  | 20.38% | 60.77%  | 50.70%  |
| 每股盈利(季度,元) | 0.33    | 0.53      | 1.47    | 0.51    | 0.38   | 0.47    | 1.27    |
| 资产负债率(%)   | 88.52%  | 90.07%    | 89.55%  | 89.62%  | 86.56% | 86.76%  | 86.92%  |
| 净资产收益率(%)  | 7.85%   | 9.55%     | 21.36%  | 7.07%   | 4.71%  | 7.08%   | 14.98%  |
| 总资产收益率(%)  | 0.90%   | 0.95%     | 2.23%   | 0.73%   | 0.63%  | 0.94%   | 1.96%   |

## 观点:

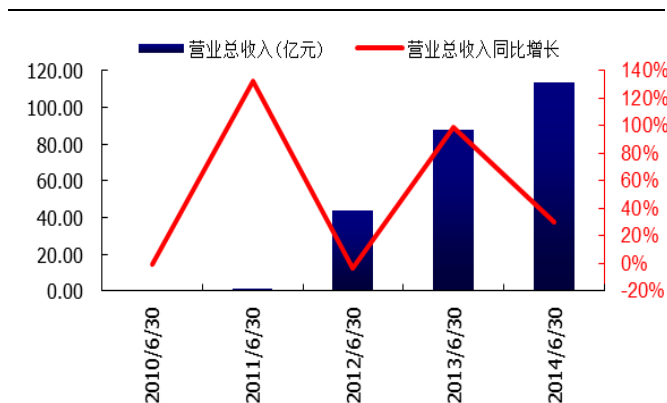
- 公司强于市场,销售业绩保持大幅增长。**上半年公司销售额共计242.13亿元,较上年同期增长52.20%。产业新城业务销售额共计208.91亿元(含园区开发业务结算回款47.66亿元,产业园区配套住宅签约销售额161.25亿元),城市地产签约销售额29.15亿元,其他业务(物业、酒店)销售额4.07亿元。上半年度公司实现营业收入113.82亿元,比上年同期增长29.58%;实现营业利润36.48亿元,同比增长56.21%;实现归属于母公司所有者的净利润23.01亿元,同比增长30.06%。基本每股收益1.739元,同比增长30.07%。

**表 1: 主营业务分地区情况**

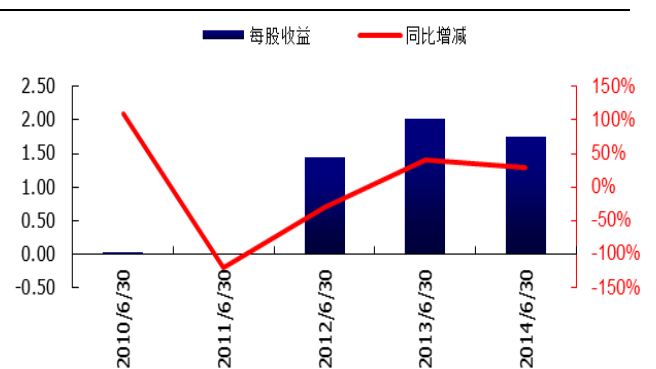
| 地区    | 营业收入              | 营业收入比上年增减 (%) |
|-------|-------------------|---------------|
| 环北京地区 | 10,705,470,130.53 | 22.13         |
| 沈阳地区  | 677,019,677.68    |               |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

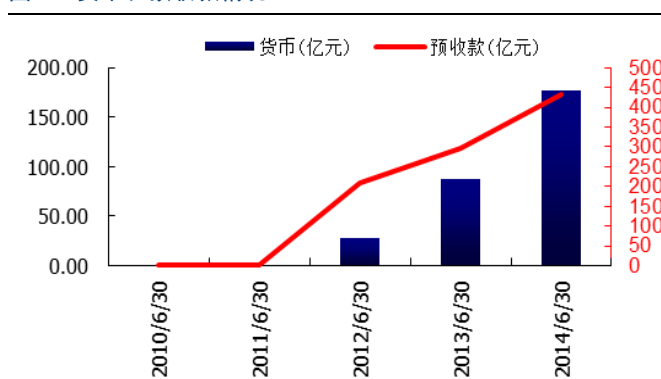
- 经营良好, 业务拓展有新进展。**上半年公司产业新城业务经营良好, 园区结算回款额47.66亿元, 园区内新开工配套住宅面积383.47万平方米, 竣工配套住宅面积66.70万平方米, 签约销售面积209.47万平方米, 签约销售额161.25亿元。公司城市地产业务, 新开工面积66.51万平方米, 竣工面积4.73万平方米, 签约销售面积35.52万平方米, 签约销售额29.15亿元。上半年公司投资运营的园区新增签约入园企业36家, 新增签约投资额211.8亿元。在区域拓展方面聚焦环北京、巩固环上海, 实现北京房山、河北任丘、保定科技新城、南京溧水等区域签约。截止报告期末, 公司期末储备开发用地规划建筑面积约为585万平方米。预计下半年园区住宅配套、城市地产施工面积合计约1,628.93万平方米, 预计竣工面积合计约187.89万平方米。

**图 1: 营业收入情况**


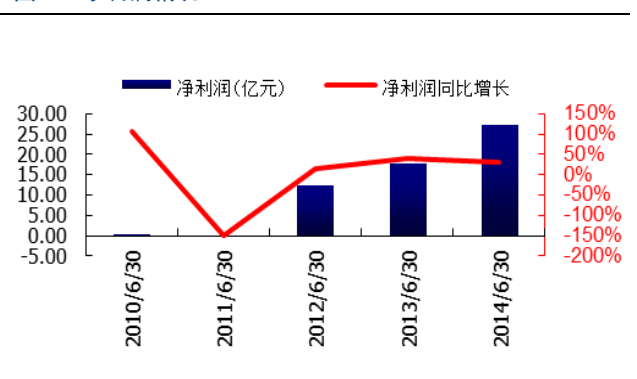
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 2: 每股收益情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

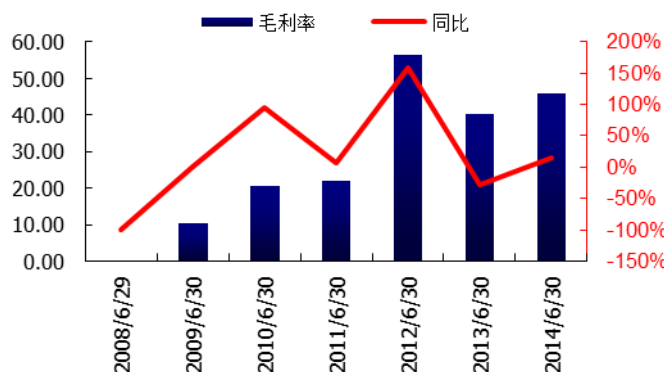
**图 3: 货币和预收款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 4: 净利润情况**


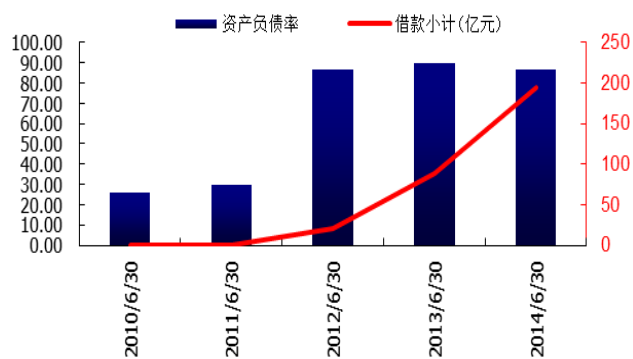
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



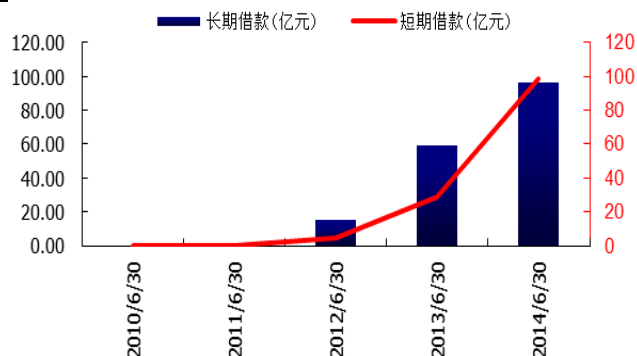
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



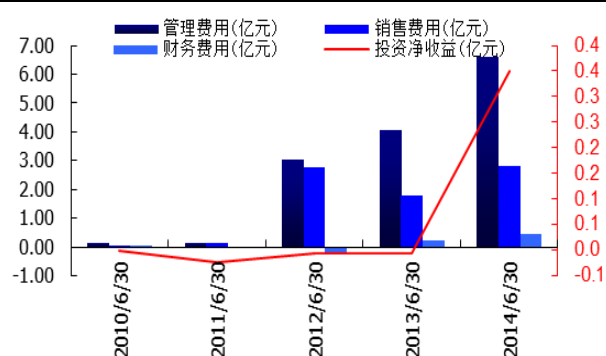
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

**结论：**

公司以区域聚焦和“2+1”增长策略，事业版图遍及大北京区域和泛上海区域以及沈阳城市群，在全国重点区域的战略布局初见雏形。公司通过“加速聚焦大北京，夯实发展龙头地位”、“加速做大环上海，巩固提升市场地位”、“开拓沈阳城市群，复制产业新城模式”等进行产业促进和资源整合而取得快速增长。我们预计公司营业收入分别为265.76亿元、352.57亿元和458.73亿元，每股收益分别为2.73元、3.87元和4.95元，对应PE分别为9.81、6.94和5.42，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表          | 单位:百万元 |        |        |        |        | 利润表              | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2012A  | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |                  | 2012A  | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 41924  | 69348  | 87042  | 114025 | 149341 | <b>营业收入</b>      | 12077  | 21060  | 26576  | 35257  | 45873  |
| 货币资金           | 5556   | 9944   | 11959  | 15866  | 20643  | <b>营业成本</b>      | 7288   | 13939  | 17540  | 22917  | 29817  |
| 应收账款           | 1411   | 1744   | 2184   | 1932   | 2514   | 营业税金及附加          | 785    | 1413   | 1595   | 2115   | 2752   |
| 其他应收款          | 1375   | 1006   | 1270   | 1685   | 2192   | 营业费用             | 718    | 873    | 1063   | 1410   | 1927   |
| 预付款项           | 1300   | 2396   | 4150   | 6442   | 9424   | 管理费用             | 777    | 1151   | 1382   | 1833   | 2385   |
| 存货             | 32280  | 54058  | 67278  | 87901  | 114368 | 财务费用             | -18    | 115    | 175    | 164    | 270    |
| 其他流动资产         | 0      | 200    | 200    | 200    | 200    | 资产减值损失           | 11.15  | 13.08  | 10.00  | 10.00  | 10.00  |
| <b>非流动资产合计</b> | 1270   | 4745   | 2682   | 2397   | 2111   | 公允价值变动收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 18     | 18     | 18     | 18     | 18     | 投资净收益            | -1.11  | 24.83  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 固定资产           | 204.43 | 759.63 | 1847.3 | 1596.4 | 1345.6 | <b>营业利润</b>      | 2515   | 3581   | 4831   | 6827   | 8731   |
| 无形资产           | 83     | 349    | 314    | 279    | 244    | 营业外收入            | 6.48   | 10.89  | 10.00  | 10.00  | 10.00  |
| 其他非流动资产        | 0      | 1777   | 0      | 0      | 0      | 营业外支出            | 1.63   | 5.44   | 4.00   | 4.00   | 4.00   |
| <b>资产总计</b>    | 43193  | 74094  | 89724  | 116422 | 151451 | <b>利润总额</b>      | 2520   | 3586   | 4837   | 6833   | 8737   |
| <b>流动负债合计</b>  | 31948  | 54415  | 67476  | 90193  | 121156 | 所得税              | 653    | 900    | 1209   | 1708   | 2184   |
| 短期借款           | 670    | 3395   | 695    | 3467   | 5375   | <b>净利润</b>       | 1867   | 2686   | 3628   | 5124   | 6553   |
| 应付账款           | 2678   | 5816   | 6247   | 5023   | 6535   | 少数股东损益           | 83     | -29    | 10     | 10     | 10     |
| 预收款项           | 24253  | 34981  | 50927  | 72081  | 99605  | 归属母公司净利润         | 1784   | 2715   | 3618   | 5114   | 6543   |
| 一年内到期的非流       | 1928   | 6407   | 6407   | 6407   | 6407   | EBITDA           | 2613   | 4085   | 5292   | 7277   | 9287   |
| <b>非流动负债合计</b> | 6287   | 9723   | 9162   | 9962   | 9962   | <b>BPS (元)</b>   | 2.02   | 2.05   | 2.73   | 3.87   | 4.95   |
| 长期借款           | 5228   | 7304   | 8104   | 8904   | 8904   | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 2012A            | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |        |
| <b>负债合计</b>    | 38235  | 64139  | 76638  | 100155 | 131118 | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 642    | 3305   | 3315   | 3325   | 3335   | 营业收入增长           | 55.03% | 74.38% | 26.19% | 32.66% | 30.11% |
| 实收资本(或股本)      | 882    | 1323   | 1323   | 1323   | 1323   | 营业利润增长           | 43.76% | 42.38% | 34.93% | 41.30% | 27.90% |
| 资本公积           | 16     | 16     | 894    | 894    | 894    | 归属于母公司净利润        | 33.27% | 41.36% | 33.27% | 41.36% | 27.93% |
| 未分配利润          | 3169   | 4936   | 6673   | 9127   | 12268  | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 4316   | 6650   | 9771   | 12942  | 16999  | 毛利率(%)           | 39.65% | 33.81% | 34.00% | 35.00% | 35.00% |
| <b>负债和所有者权</b> | 43193  | 74094  | 89724  | 116422 | 151451 | 净利率(%)           | 15.46% | 12.76% | 13.65% | 14.53% | 14.29% |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |        | <b>总资产净利润(%)</b> |        |        |        |        |        |
| 单位:百万元         |        |        |        |        |        | ROE(%)           |        |        |        |        |        |
| 2012A          | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2012A  | 2013A            | 2014E  | 2015E  | 2016E  |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 218    | -3474  | 4187   | 2432   | 5616   | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 1867   | 2686   | 3628   | 5124   | 6553   | 资产负债率(%)         | 89%    | 87%    | 85%    | 86%    |        |
| 折旧摊销           | 116.77 | 389.09 | 0.00   | 285.71 | 285.71 | 流动比率             | 1.31   | 1.27   | 1.29   | 1.26   |        |
| 财务费用           | -18    | 115    | 175    | 164    | 270    | 速动比率             | 0.30   | 0.28   | 0.29   | 0.29   |        |
| 应收账款减少         | 0      | 0      | -440   | 252    | -582   | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0      | 0      | 15946  | 21154  | 27524  | 总资产周转率           | 0.34   | 0.36   | 0.32   | 0.34   |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -2640  | -3076  | 1787   | 10     | 10     | 应收账款周转率          | 14     | 13     | 14     | 17     |        |
| 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率          | 6.91   | 4.96   | 4.41   | 6.26   |        |
| 长期股权投资减少       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b>   |        |        |        |        |        |
| 投资收益           | -1     | 25     | 20     | 20     | 20     | 每股收益(最新摊薄)       | 2.02   | 2.05   | 2.73   | 3.87   |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 4161   | 11104  | -3958  | 1464   | -848   | 每股净现金流(最新)       | 1.97   | 3.44   | 1.52   | 2.95   |        |
| 应付债券增加         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊)       | 4.89   | 5.03   | 7.39   | 9.78   |        |
| 长期借款增加         | 0      | 0      | 800    | 800    | 0      | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 294    | 441    | 0      | 0      | 0      | P/E              | 13.28  | 13.09  | 9.81   | 6.94   |        |
| 资本公积增加         | -227   | 0      | 878    | 0      | 0      | P/B              | 5.48   | 5.34   | 3.63   | 2.74   |        |
| <b>现金净增加额</b>  | 1738   | 4554   | 2016   | 3906   | 4777   | EV/EBITDA        | 9.92   | 10.44  | 7.32   | 5.28   |        |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

### 张鹏

金融学硕士，2011年进入东兴证券研究所。

### 杨骞

北京大学城市与区域规划系硕士，3年证券行业从业经验。2014年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。