



东兴证券
DONGXING SECURITIES

京津冀深入 公司高增长持续

——华夏幸福（600340）2014 年年报点评

2015 年 03 月 25 日

强烈推荐/上调

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	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	

事件:

公司 2014 年实现营业收入 268.86 亿元,比上年同期增长 27.66%;实现营业利润 50.64 亿元,同比增长 41.42%;实现归属于母公司所有者的净利润 35.38 亿元,同比增长 30.30%。公司拟向全体股东每 10 股送 10 股红股,同时向全体股东每 10 股派发现金股利 8 元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入(百万元)	7565.02	4977.99	7297.4	3161.73	8220.76	6549.78	8953.28
增长率(%)	107.38%	101.01%	41.03%	159.30%	8.67%	31.57%	22.69%
毛利率(%)	33.72%	28.68%	29.62%	48.97%	44.56%	27.88%	28.80%
期间费用率(%)	4.55%	9.27%	14.70%	12.05%	7.32%	9.97%	12.28%
营业利润率(%)	22.23%	13.13%	8.11%	32.80%	31.76%	11.22%	7.61%
净利润(百万元)	1286.98	458.63	468.72	758.90	1939.46	487.91	615.15
增长率(%)	05.01%	85.08%	20.38%	60.77%	50.70%	06.38%	31.24%
每股盈利(季度,元)	1.47	0.51	0.38	0.47	1.27	0.39	0.54
资产负债率(%)	89.55%	89.62%	86.56%	86.76%	86.92%	83.76%	84.74%
净资产收益率(%)	21.36%	7.07%	4.71%	7.08%	14.98%	2.87%	3.54%
总资产收益率(%)	2.23%	0.73%	0.63%	0.94%	1.96%	0.47%	0.54%

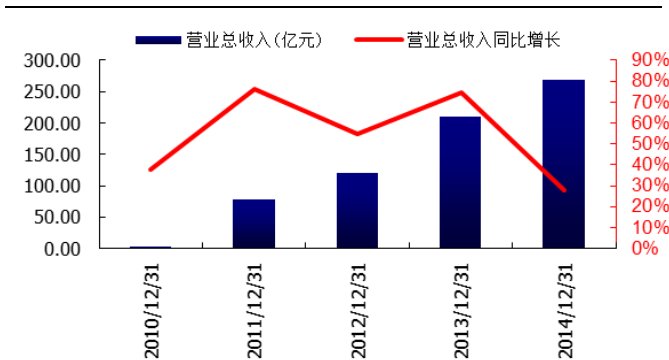
观点:

- **销售业绩保持较高增长。**2014 年公司销售额共计 512.54 亿元,较上年同期增长 36.96%。产业新城业务销售额共计 430.85 亿元(含园区开发业务结算回款 75.83 亿元,产业园区配套住宅签约销售额 355.02 亿元,园区内新开工配套住宅面积 580.56 万平方米,竣工配套住宅面积 249.53 万平方米,签约销售面积 478.88 万平方米),城市地产签约销售额 75.23 亿元(其中新开工面积 168.74 万平方米,竣工面积 43.46 万平方米,签约销售面积 101.90 万平方米),其他业务(物业、酒店)销售额 6.46 亿元。公司实现营业收入 268.86 亿元,比上年同期增长 27.66%;实现营业利润 50.64 亿元,同比增长 41.42%;实现归属于母公司所有者的净利润 35.38 亿元,同比增长 30.30%。
- **区域拓展成果丰硕。**公司继续深耕大北京,同时积极开拓长江经济带,2014 年年度共累计完成 7 个项目签约。公司新拓展 4 个园区进行产业新城的开发建设,分别位于北京房山、河北任丘、河北白洋淀科

技城及河北涿鹿。公司与霸州市人民政府及文安县人民政府签署相关合作协议,将霸州、文安委托区域进行扩区。公司与南京市溧水经济开发区管委会就合作开发建设经营江苏溧水签署合作框架协议。2014年公司投资运营的园区新增签约入园企业114家,新增签约投资额约为502亿元。截止报告期末,公司期末储备开发用地规划建筑面积约为800万平方米。其中:固安工业区在产业发展方面将形成电子信息、汽车零部件、高端装备制造、航天产业、生物医药、节能环保、现代服务、临空经济八大产业集群。报告期内固安工业区新增签约入园企业39家,新增签约投资额212.2亿元。大厂区域包括大厂潮白河工业区、大厂新兴产业示范区两个园区。园区新增签约入园企业13家,新增签约投资额23.2亿元。怀来工业区新增签约入园企业6家,新增签约投资额98.9亿元,目前总部经济商务港一期已竣工,形成生态型总部经济发展区,体现低碳、总部、商务、社区的特点,打造生态总部产业集群。苏家屯园区签约入园企业10家,签约投资额16.7亿元。汽车核心零部件产业园聚焦全球500强企业,打造顶级汽车核心零部件配套产业集群,实现二三产业联动。目前,产业园已初具规模,累积入园建厂企业8家。香河园区新增签约入园企业10家,新增签约投资额49.4亿元。无锡南长滨河新城已建成德式精工标准的传感设备科技港项目44亩、总建筑面积5.3万平方米。新增签约入园企业6家,新增签约投资额2.7亿元。嘉善区域将聚焦电子商务及旅游休闲两大产业,实现双轮驱动,全力推动区域新经济崛起。新增签约入园企业11家,新增签约投资额3.4亿元。另外还有处于建设起步阶段园区和处于规划定位阶段园区有文安园区、广阳园区、昌黎园区、霸州园区、丰台区域、永清园区、保定白洋淀科技城区域、任丘区域、房山区域、溧水区域、溧平金山岭园区、涿鹿园区、镇江园区等。

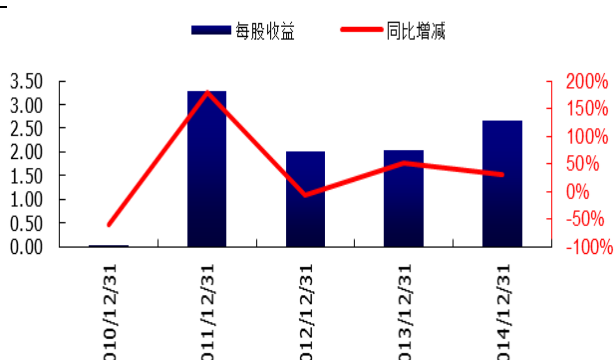


图 1: 营业收入情况



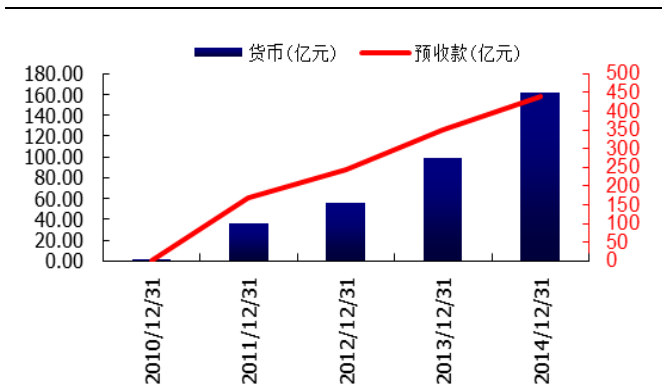
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况



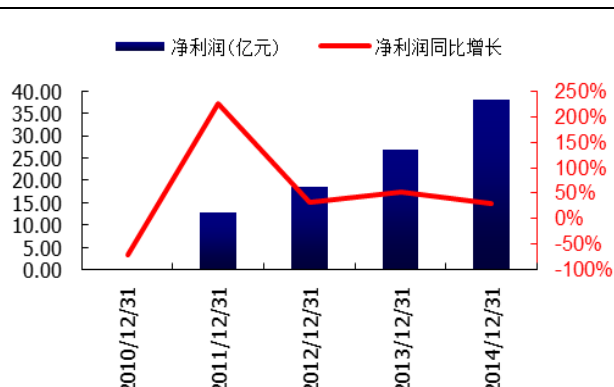
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况

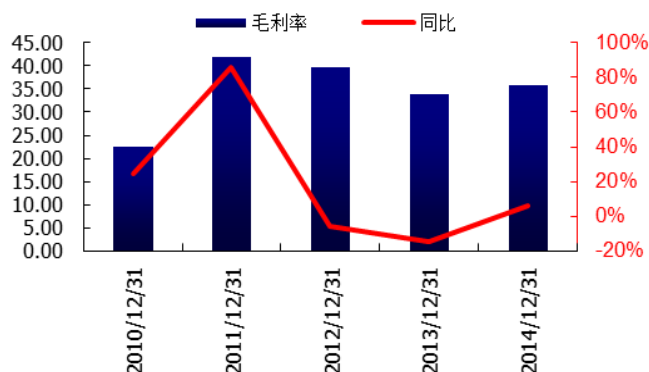


资料来源: 公司公告, 东兴证券

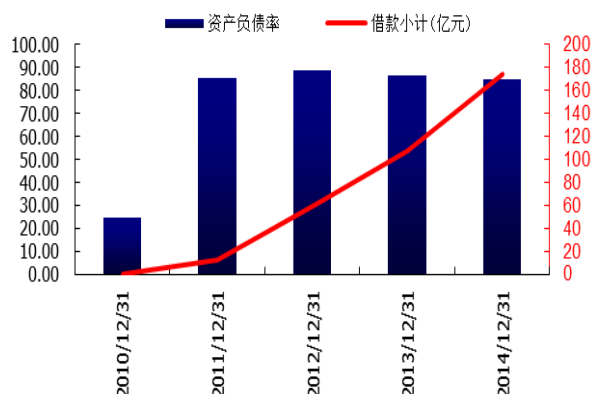
图 4: 净利润情况



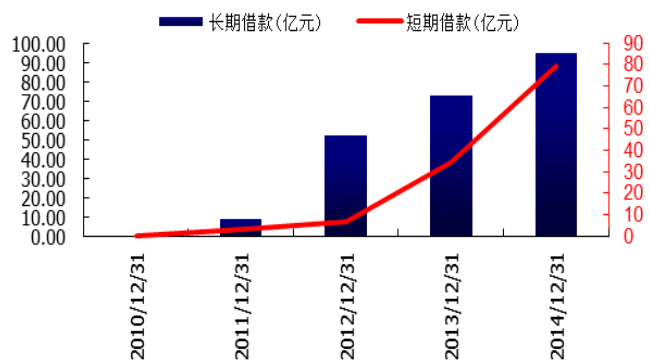
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况


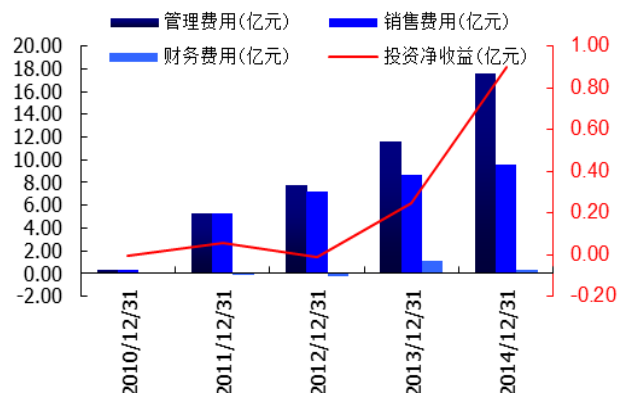
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

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:

公司产业新城业务模式, 在符合“PPP”的业务规则下与政府共谋未来成长空间巨大。公司进一步明晰和聚焦了区域拓展的战略布局, 确定“巩固京津冀、布局长江经济带、谋划一带一路与自贸区”的增长策略, 参与国家战略发展计划享受区域经济增长的红利。公司通过聚焦区域经济发展, 精准定位产业机遇, 全面打造核心能力, 拥有很强的核心竞争力。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 352.57 亿元、458.73 亿元和 642.22 亿元, 每股收益分别为 3.61 元、5.06 元和 6.86 元, 对应 PE 分别为 14.48、10.32 和 7.61, 上调“强烈推荐”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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	69348	107672	127670	165106	217865	营业收入	21060	26886	35257	45873	64222
货币资金	9944	16194	28541	39216	42027	营业成本	13939	17269	22917	29588	41744
应收账款	1744	5137	2898	2514	3519	营业税金及附加	1413	1867	2327	3028	4239
其他应收款	1006	947	1241	1615	2261	营业费用	873	954	1252	1628	2394
预付款项	2396	2983	3900	5084	6753	管理费用	1151	1754	2115	2752	3853
存货	54058	78316	87901	113489	160116	财务费用	115	28	222	-114	-173
其他流动资产	200	3189	3189	3189	3189	资产减值损失	13.08	40.95	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	4745	6292	4005	3588	3172	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	17	17	17	17	投资净收益	24.83	90.16	100.00	100.00	100.00
固定资产	759.63	1645.7	2737.5	2366.5	1995.5	营业利润	3581	5064	6514	9081	12255
无形资产	349	455	410	364	319	营业外收入	10.89	13.52	14.00	14.00	14.00
其他非流动资产	1777	1871	0	0	0	营业外支出	5.44	17.61	4.00	4.00	4.00
资产总计	74094	113964	131675	168694	221036	利润总额	3586	5060	6524	9091	12265
流动负债合计	54415	84783	98975	130922	177515	所得税	900	1258	1631	2273	3066
短期借款	3395	7938	0	0	0	净利润	2686	3801	4893	6818	9199
应付账款	5816	11791	14441	18645	26305	少数股东损益	-29	264	120	120	120
预收款项	34981	43980	65134	92658	131191	归属母公司净利润	2715	3538	4773	6698	9079
一年内到期的非流	6407	13280	13280	13280	13280	EBITDA	4085	5656	7152	9383	12498
非流动负债合计	9723	11784	11347	12147	12147	BPS (元)	2.05	2.67	3.61	5.06	6.86
长期借款	7304	9489	10289	11089	11089	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	64139	96568	110322	143068	189661	成长能力					
少数股东权益	3305	7603	7723	7843	7963	营业收入增长	74.38%	27.66%	31.14%	30.11%	40.00%
实收资本(或股本)	1323	1323	1323	1323	1323	营业利润增长	42.38%	41.42%	28.64%	39.41%	34.96%
资本公积	16	21	899	899	899	归属于母公司净利润	34.92%	40.34%	34.92%	40.34%	35.55%
未分配利润	4936	7906	10197	13412	17770	获利能力					
归属母公司股东权	6650	9794	13629	17782	23411	毛利率(%)	33.81%	35.77%	35.00%	35.50%	35.00%
负债和所有者权	74094	113964	131674	168693	221035	净利率(%)	12.76%	14.14%	13.88%	14.86%	14.32%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						3.66%					
						ROE(%)					
						40.82%					
						偿债能力					
						资产负债率(%)					
						87%					
						流动比率					
						1.27					
						速动比率					
						0.28					
						营运能力					
						总资产周转率					
						0.36					
						应收账款周转率					
						13					
						应付账款周转率					
						4.96					
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)					
						2.05					
						每股净现金流(最新)					
						3.44					
						每股净资产(最新摊)					
						5.03					
						估值比率					
						P/E					
						25.48					
						P/B					
						10.39					
						EV/EBITDA					
						18.67					
经营活动现金流	-3474	-4954	19054	12216	5997	EBITDA	4085	5656	7152	9383	12498
净利润	2686	3801	4893	6818	9199	营业外收入	10.89	13.52	14.00	14.00	14.00
折旧摊销	389.09	564.21	0.00	416.46	416.46	营业外支出	5.44	17.61	4.00	4.00	4.00
财务费用	115	28	222	-114	-173	所得税	900	1258	1631	2273	3066
应收账款减少	0	0	2240	384	-1005	少数股东损益	-29	264	120	120	120
预收帐款增加	0	0	21154	27524	38533	归属母公司净利润	2715	3538	4773	6698	9079
投资活动现金流	-3076	-2728	2867	90	90	EBITDA	4085	5656	7152	9383	12498
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	BPS (元)	2.05	2.67	3.61	5.06	6.86
长期股权投资减少	0	0	906	0	0	主要财务比率					
投资收益	25	90	100	100	100		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
筹资活动现金流	11104	12055	-9573	-1631	-3277	成长能力					
应付债券增加	0	0	0	0	0	营业收入增长	74.38%	27.66%	31.14%	30.11%	40.00%
长期借款增加	0	0	800	800	0	营业利润增长	42.38%	41.42%	28.64%	39.41%	34.96%
普通股增加	441	0	0	0	0	归属于母公司净利润	34.92%	40.34%	34.92%	40.34%	35.55%
资本公积增加	0	5	878	0	0	获利能力					
现金净增加额	4554	4373	12347	10675	2810	毛利率(%)	33.81%	35.77%	35.00%	35.50%	35.00%
						净利率(%)	12.76%	14.14%	13.88%	14.86%	14.32%
						总资产净利润(%)	3.66%	3.10%	3.62%	3.97%	4.11%
						ROE(%)	40.82%	36.12%	35.02%	37.67%	38.78%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	87%	85%	84%	85%	
						流动比率	1.27	1.27	1.29	1.26	1.23
						速动比率	0.28	0.35	0.40	0.39	0.33
						营运能力					
						总资产周转率	0.36	0.29	0.29	0.31	0.33
						应收账款周转率	13	8	9	17	21
						应付账款周转率	4.96	3.05	2.69	2.77	2.86
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.05	2.67	3.61	5.06	6.86
						每股净现金流(最新)	3.44	3.31	9.33	8.07	2.12
						每股净资产(最新摊)	5.03	7.40	10.30	13.44	17.70
						估值比率					
						P/E	25.48	19.56	14.48	10.32	7.61
						P/B	10.39	7.06	5.07	3.89	2.95
						EV/EBITDA	18.67	14.78	8.97	5.78	4.12

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。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。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。3 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

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。