

证券研究报告

地产

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王琳
投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃
投资咨询资格编号S10605140800023
0755-22621493
Yangkan0342@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

华夏幸福 (600340)

销量增速领先行业，京津冀一体化核心受益标的

事项：华夏幸福发布 2015 年 1-3 月销售简报，一季度公司实现整体销售额 131.0 亿元，同比增长 20.1%，实现销售面积 137.3 万平米，同比增长 51.9%。

平安观点：

■ **销量增速领先行业，丰台项目首度贡献。**公司一季度实现销售额 131.0 亿，销售面积 137.3 万平，同比分别增长 20.1%和 51.9%，完成全年 615 亿目标的 21.3%。剔除园区回款后销售额 111.7 亿，同比增长 33.8%，增速明显高于 30 个大中城市 3.4%的同比增速，亦优于万科（-14.5%）、保利（-30.5%）、招商（-26.6%）等龙头房企表现。分区域来看，北京丰台、霸州项目首次贡献销售，合计实现销售面积 6.2 万平，占比 4.5%；传统的廊坊、固安、大厂合计贡献销售面积 108.6 万平，占比 79.1%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，异地园区销售贡献稳步提升。一季度剔除园区回款后售价 8136 元/平，较 2014 年均价（7510 元/平）上升 8.3%。其中产业园区住宅均价 6860 元/平，城市住宅销售均价 14810 元/平（主要因北京丰台项目抬升均价），较 2014 年分别下降 7.3%和上涨 60.8%。

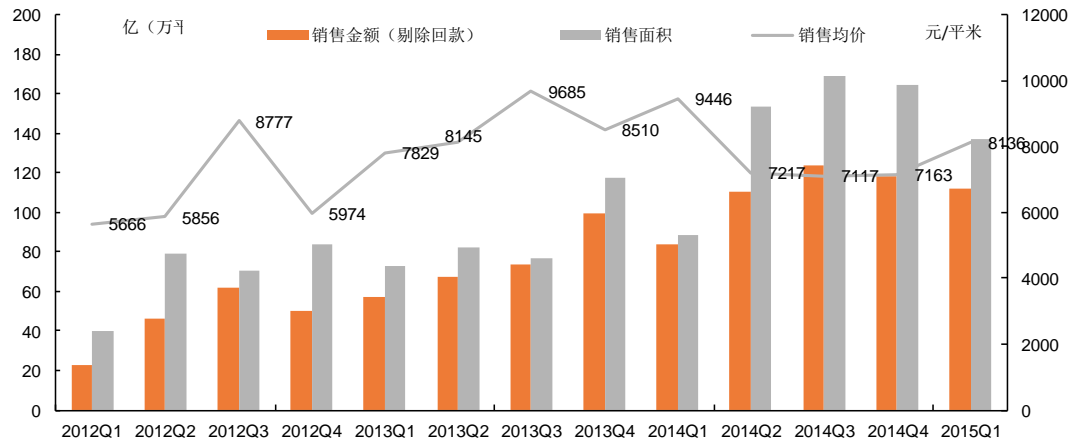
■ **季末拿地逐步发力。**一季度公司累计新增建面 129.3 万平米，同比增长 39%，且全部集中在 3 月。需支付地价款 10.63 亿，为同期销售金额（剔除园区回款）的 9.5%，较 2014 年均值（16.9%）下降 7.4 个百分点。由于新增地块主要集中于怀来、固安等区域，平均拿地仅楼面价 822 元/平，较 2014 年均值（1588 元/平）下降 48.2%。一季度为住宅结算淡季，公司累计住宅结算面积 5.56 万平米，同比下降 21.3%，但考虑到一季度净利润主要来自产业发展服务和土地整理收入，预计住宅结算面积下滑对业绩影响有限。全年来看，目前公司签约园区已达 26 个，随着高毛利率的产业发展服务营收占比提升，业绩高增长有保障。

■ **产业发展服务升级加速，持续受益京津冀一体化和首都新机场建设。**继去年与通用航空、京东、北斗等达成合作，近期公司与中科金财、廊坊银行签订合作协议，打造互联网金融产业，构造整个华夏产业园区大生态系统。短期来看，“互联网+产业+金融”利于为产业园区企业提供更好的金融服务，完善“以企业服务为核心”的产业平台生态系统，吸引更多的企业落地投资，增加产业发展服务收入。中长期来看，华夏幸福可利用其互联网金融资源，寻求与园区企业多方面合作，拓展更多利润增长点。公司近 200 平方公里委托园区布局在京津冀地区，毗邻首都新机场，将持续受益京津冀一体化和首都新机场建设带来的政策机遇。

■ **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 3.54 元和 4.70 元，当前股价对应 PE 分别为 15.9 倍和 12.0 倍。公司业绩、销量稳健增长，产业发展服务业务升级加速，持续受益京津冀协同发展带来的政策发展机遇，维持“强烈推荐”评级。

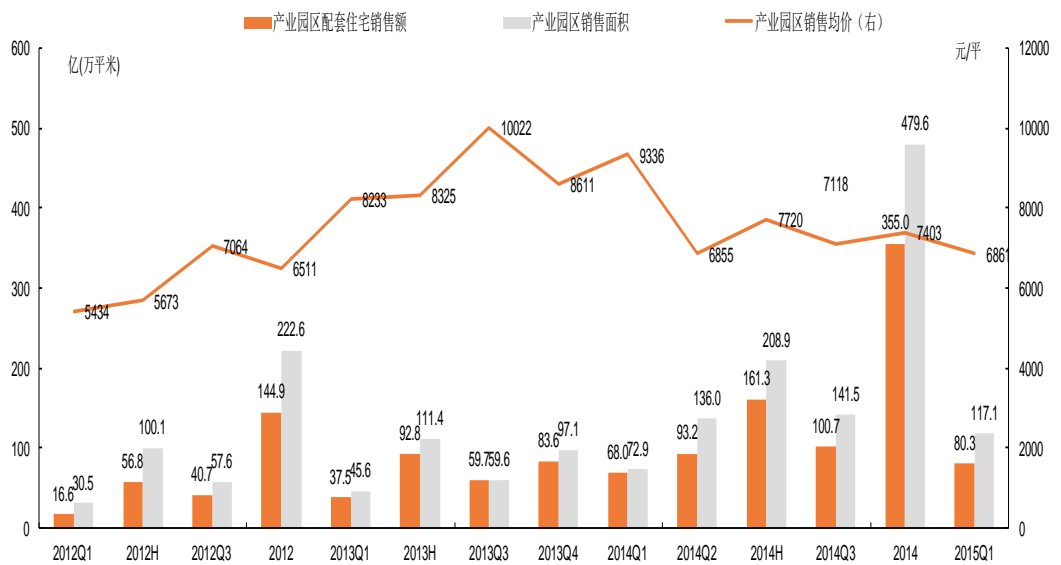
■ **风险提示：**销量不及预期风险。

图表1 公司各季度整体销售走势（未考虑园区回款）



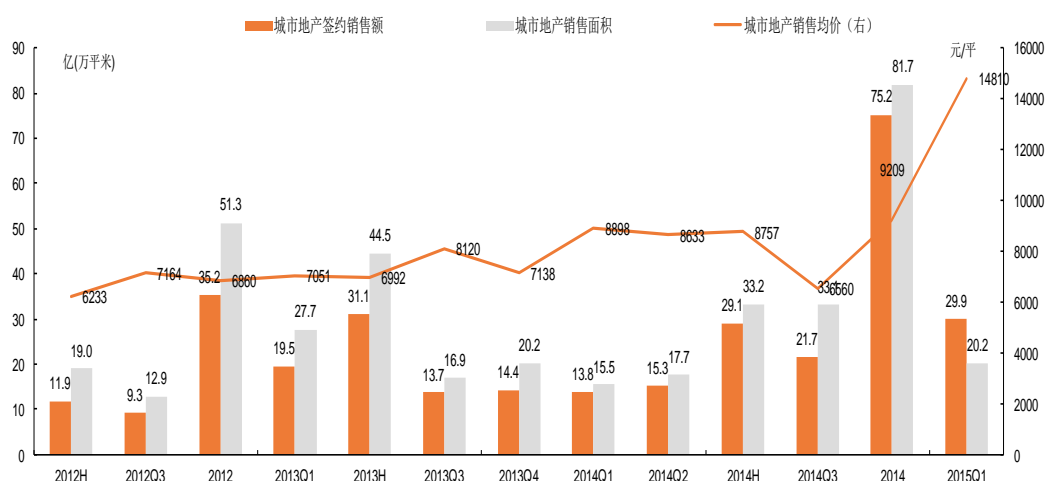
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司产业园区配套销售走势



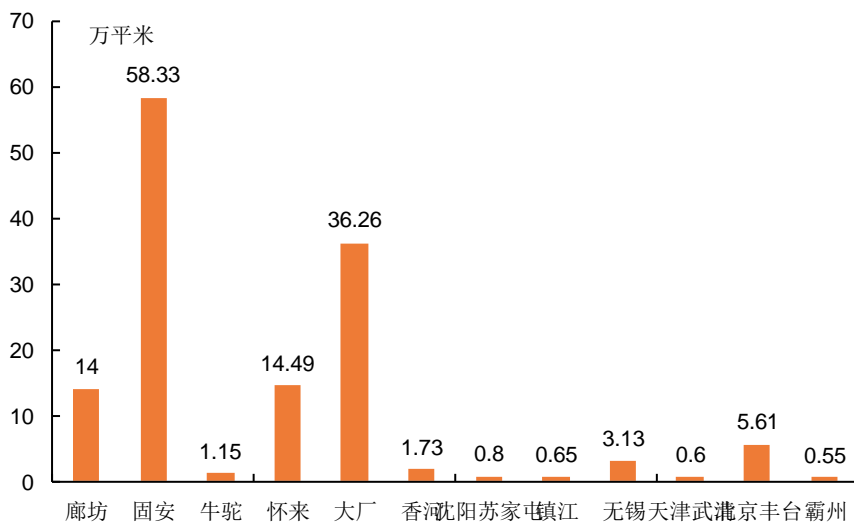
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司城市地产销售走势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司2015年一季度销售面积区域分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
流动资产	69348	107672	142170	195745	
现金	9944	16194	20392	26356	
应收账款	1744	5126	2091	2517	
其他应收款	1006	1931	2216	2945	
预付账款	2396	2983	3797	5040	
存货	54058	78316	113557	158979	
其他流动资产	200	3121	117	-92	
非流动资产	4745	6292	3901	3880	
长期投资	18	18	18	18	
固定资产	760	1646	1501	1487	
无形资产	349	455	318	302	
其他非流动资产	3619	4173	2064	2073	
资产总计	74094	113964	149290	202843	
流动负债	54415	84784	114187	159618	
短期借款	3395	7938	0	0	
应付账款	5816	11791	8897	11233	
其他流动负债	45205	65055	105290	148385	
非流动负债	9723	11784	12500	14500	
长期借款	7304	9489	12489	14489	
其他非流动负债	2420	2296	12	12	
负债合计	64139	96568	126687	174118	
少数股东权益	3305	7603	7893	8212	
股本	1323	1323	1323	1323	
资本公积	16	366	366	366	
留存收益	5312	8651	13021	18824	
归属母公司股东权益	6650	9794	14710	20513	
负债和股东权益	74094	113964	149290	202843	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
经营活动现金流	-3474	-9845	18146	4579	
净利润	2686	3801	4975	6533	
折旧摊销	65	124	175	200	
财务费用	115	28	176	155	
投资损失	-25	0	0	0	
营运资金变动	-6237	-15127	13570	-2177	
其他经营现金流	-80	1330	-750	-132	
投资活动现金流	-3076	-223	131	-49	
资本支出	714	0	0	0	
长期投资	-894	220	-134	46	
其他投资现金流	-3256	-2	-3	-3	
筹资活动现金流	11104	12222	-9984	1434	
短期借款	2725	4543	-7938	0	
长期借款	2076	2185	3000	2000	
普通股增加	441	0	0	0	
资本公积增加	0	350	0	0	
其他筹资现金流	5863	5144	-5046	-566	
现金净增加额	4554	2155	8294	5963	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
营业收入	21060	26886	34398	44029	
营业成本	13939	17269	21906	27783	
营业税金及附加	1413	1867	2064	2731	
营业费用	873	954	1720	2276	
管理费用	1151	1754	1892	2367	
财务费用	115	28	176	155	
资产减值损失	13	41	13	13	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	25	0	0	0	
营业利润	3581	5064	6628	8705	
营业外收入	11	14	11	11	
营业外支出	5	18	5	5	
利润总额	3586	5060	6634	8711	
所得税	900	1258	1658	2178	
净利润	2686	3801	4975	6533	
少数股东损益	-29	264	290	319	
归属母公司净利润	2715	3538	4685	6214	
EBITDA	3761	5215	6979	9060	
EPS (元)	2.05	2.67	3.54	4.70	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	74.4	27.7	27.9	28.0	
营业利润(%)	42.4	41.4	30.9	31.3	
归属于母公司净利润(%)	52.2	30.3	32.4	32.6	
获利能力					
毛利率(%)	33.8	35.8	36.3	36.9	
净利率(%)	12.9	13.9	15.0	12.9	
ROE(%)	40.8	36.1	31.8	30.3	
ROIC(%)	18.6	12.3	31.5	36.6	
偿债能力					
资产负债率(%)	86.6	83.8	84.9	85.8	
净负债比率(%)	26.7	31.8	14.9	12.0	
流动比率	1.27	1.27	1.25	1.23	
速动比率	0.28	0.35	0.25	0.23	
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.29	0.26	0.25	
应收账款周转率	13	8	10	19	
应付账款周转率	3.28	1.96	2.12	2.76	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.05	2.67	3.54	4.70	
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	-7.44	13.72	3.46	
每股净资产(最新摊薄)	5.03	6.95	11.12	15.51	
估值比率					
P/E	27.5	21.1	15.9	12.0	
P/B	10.4	7.1	4.7	3.4	
EV/EBITDA	21	15	11	9	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号
荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金
融街中心北楼 15 层
邮编：100033