

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)

业务模式持续创新，异地销量贡献稳步提升

事项：华夏幸福发布 2015 年 7-9 月销售简报，三季度公司实现整体销售额 148.1 亿元，同比增长 11.4%，实现销售面积 142.9 万平米，同比下降 18.1%。

平安观点：

■ **销量表现中规中矩，异地贡献稳步提升。**公司三季度实现销售额 148.1 亿，销售面积 142.9 万平，同比分别增长 11.4% 和下降 18.1%。剔除园区回款后销售额 126.8 亿，同比增长 2.0%，均价 8872 元/平米，环比上半年上升 10.9%。单季度销售增速放缓主要因城市地产项目推盘不足，单季销售额同比下降 40.6%。前三季度累计销售金额 449.2 亿元，完成全年 615 亿目标的 73%。整体剔除园区回款后销售额 383.7 亿，同比增长 20.4%，与万科（21.1%）、保利（19.6%）等龙头房企表现基本持平。分区域来看，传统的廊坊、固安、大厂合计贡献销售面积 346.3 万平，占比 74.6%，较 2014 年下降 4.9 个百分点，异地项目销售贡献稳步提升。前三季度均价 8268 元/平米，较 2014 年全年均价上升 10.1%，其中产业园区住宅均价 7860 元/平，城市住宅销售均价 9777 元/，较 2014 年全年均价分别上升 6.18% 和 6.16%。

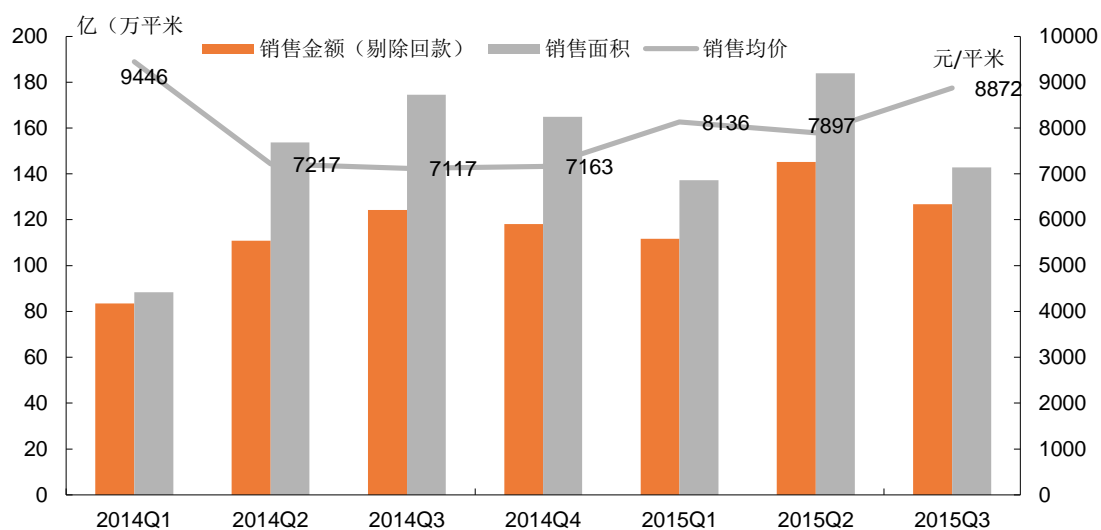
■ **园区拓展模式持续创新，回款增速加快明显。**公司近年来逐步放低对纯粹地产销量增速的诉求，集中力量发展高毛利率的产业园区业务，三季度先后与来安县、华北石油、雄县签订约定区域委托开发合作协议。其中与华北石油合作开发华油智慧新城，是公司首次以“PPP”模式订制央企智慧城市，开启公司业务发展新起点。本次合作首次将大型央企中国石油引入 PPP 合同参与方，是公司与央企战略合作的重大创新实践，标志着公司 PPP 模式实现跨模式复制，未来将开启业务发展广阔新空间。产业园区的加速发展亦体现在园区回款的增速上，三季度单季园区回款 21.3 亿，同比增长 145.1%，前三季度累计回款 65.5 亿，同比增长 16.2%。

■ **结算面积稳步增长，土地投资稳健。**前三季度公司累计住宅结算面积 209 万平米，同比增长 15.6%，按照 8000 元/平米的结算均价，可贡献营收 167 亿元，加上高毛利率的产业发展服务占比持续提升，奠定三季度业绩增长基础。公司 9 月逐步加大拿地力度，单月新增 15 宗土地，前三季度累计新增土地建面 434.6 万平米，同比增长 102.3%。需支付地价款 49.5 亿，为同期销售金额（剔除园区回款）的 12.9%，较 2014 年均值（16.9%）下降 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 1139 元/平，较 2014 年均值（1588 元/平）下降 28.3%。

■ **维持“强烈推荐”评级。**华夏幸福深耕京津冀区域，目前在京津冀地区拥有约 1700 平方公里委托面积，随着京津冀协同发展进入加速推进阶段，公司业绩将不断受益。预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.77 元和 2.35 元，当前股价对应 PE 分别为 13.8 倍和 10.4 倍，公司产业发展平台价值逐步凸显，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。

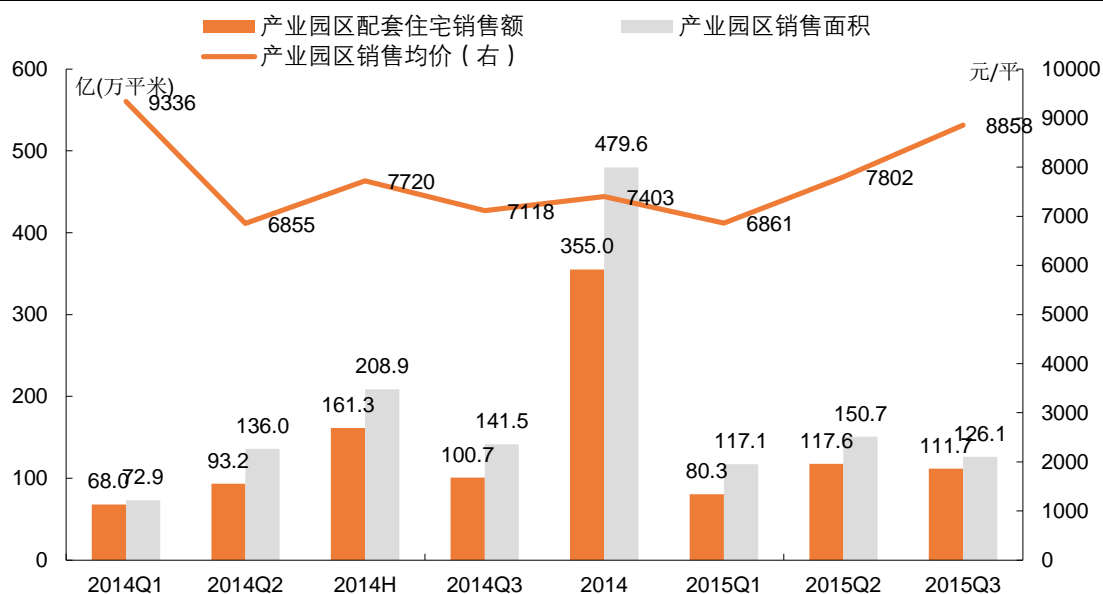
■ **风险提示：**销量不及预期风险。

图表1 公司各季度整体销售走势（未考虑园区回款）



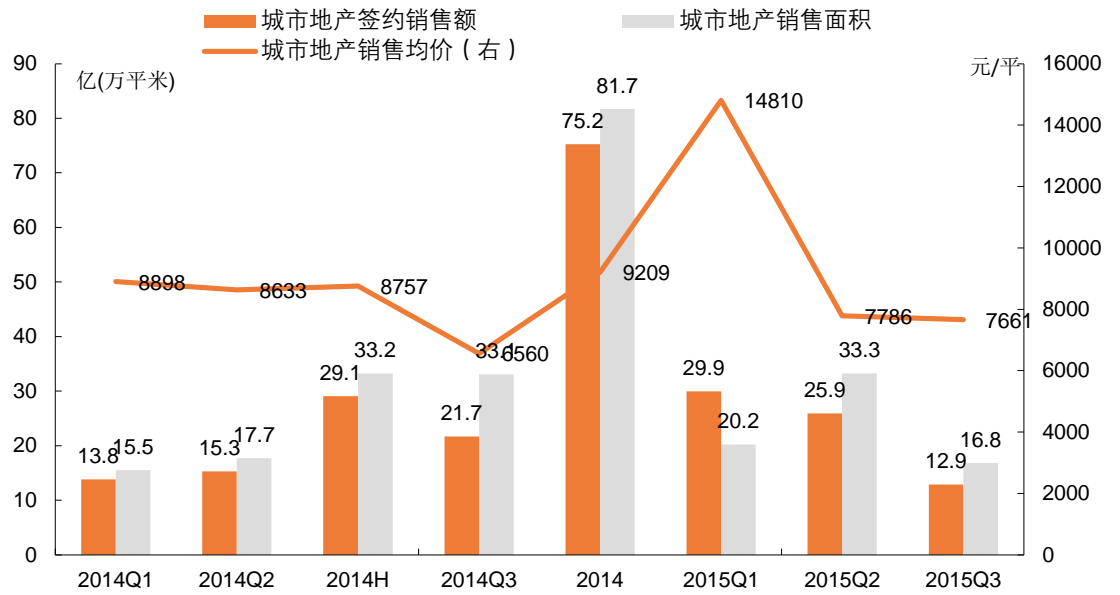
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司产业园区配套销售走势



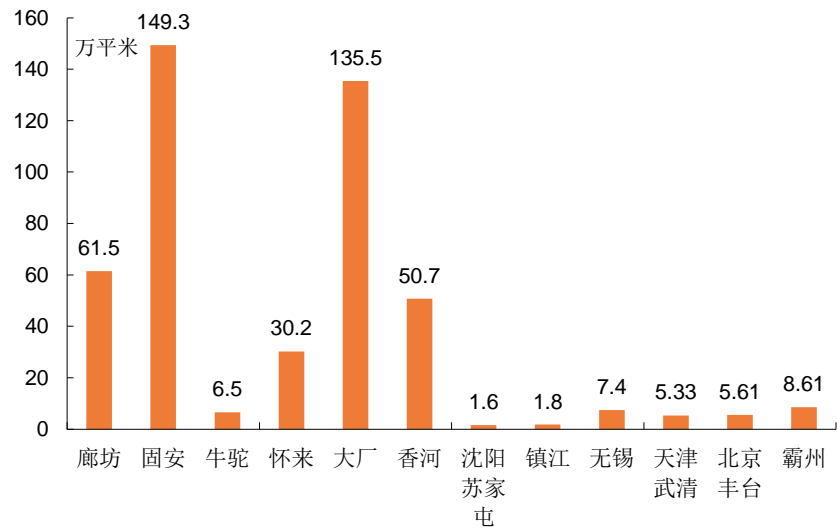
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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年前三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	2646	2646
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)	1.02	1.34	1.77	2.35

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)	1.02	1.34	1.77	2.35
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	23.9	18.2	13.8	10.4
P/B	4.9	3.5	2.2	1.6
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