



华夏幸福 (600340)

所属行业: 房地产

结算毛利率或已触底，新开工快速增长

——2013年中报点评

事件:

上半年公司实现营业收入 87.84 亿元、归属于母公司股东的净利润 17.69 亿元，同比分别上升 98.47%、40.37%，实现基本每股收益 2.01 元。

投资要点:

◆ **营收大幅增长，结算毛利率已触底：**上半年公司房地产业务竣工面积 141 万平米，与去年全年规模相当，竣工大幅增长导致结算规模显著提升；同时，上半年公司结算毛利率为 40.2%，较去年同期的 56.6% 有显著下降，主要是由于 2012 年初降价项目进入结算所致，随着 2012 年下半年以来销售均价的上涨，公司未来结算毛利率将触底回升。

◆ **涨价因素助力销售额大幅增长：**上半年北京楼市持续回暖，公司园区住宅销售均价达 8300 元，同比增长 47%；另外，报告期内公司园区结算回款额达 34 亿元，同比增长 151%。上述因素共同助力公司上半年销售额同比增长 93%，达到 159 亿元。鉴于公司今年销售资源集中在北京周边地区，下半年销售表现值得期待，我们维持公司全年销售额 290 亿元的预测。

◆ **新开工已接近去年全年：**上半年公司新开工面积 268 万平米，已达去年全年的 94%，保持快速扩张态势，值得注意的是，北京周边的固安、大厂、怀来、香河等四个区域合计新开工面积 188 万平米，占比达 89%，预示未来一两年北京周边地区仍将是公司业绩贡献的主力。

◆ **风险提示：**1、行业政策调控超预期导致楼市剧烈波动；2、宏观经济下滑导致园区招商及投资进度低于预期；3、结转低于预期。

投资建议与评级:

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 2.66 元、3.50 元、4.53 元，报告期内，公司先后与武汉黄浦区人民政府、浙江嘉善县人民政府签订了战略合作协议，全国布局已初步形成，同时，公司开工节奏加快，销售预期向好，财务状况基本稳定，我们维持公司“买入”评级。

盈利预测(万元、元)

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率
2012	1,207,694	55.03%	186,672	31.34%	2.02	39.65%
2013E	1,822,952	50.94%	247,398	31.77%	2.66	37.11%
2014E	2,301,067	26.23%	324,853	31.31%	3.50	37.83%
2015E	2,807,961	22.03%	420,408	29.41%	4.53	38.97%

来源：新时代证券研发中心预测

投资评级	买入
目标价格	
当前价格	36.8 元

交易数据

52 周股价区间 (元)	17.39-36.80
总市值 (亿元)	324
流通 A 股 (万股)	34877.92
流通股比例 (%)	39.55%
日均成交量 (万股)	366.00
日均成交值 (万元)	15852

股价表现



分析师: 裴明华

执业证书: S0280511030001

Email: peiminghua@xsdzq.cn

Tel: 010-83561313

华夏幸福盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4192266	6289407	7938962	9687807	营业总收入	1207694	1822952	2301067	2807961
货币资金	555648	837573	1057247	1290144	营业成本	728801	1146545	1430497	1713623
应收账款	141102	142240	179546	219098	营业税金及附加	78450	118492	149569	182517
其他应收款	137472	274401	346369	422670	销售费用	71821	71821	71821	71821
预付款项	130024	180998	228469	278798	管理费用	77733	120315	151870	185325
存货	3228021	4854196	6127331	7477098	财务费用	(1819)	(1641)	(2071)	(2527)
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1115	0	0	0
非流动资产	30571	55141	69603	84936	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	1832	3657	4616	5633	投资净收益	-111	0	0	0
固定资产	20443	40495	51115	62375	营业利润	251481	367421	499382	657204
无形资产	8295	10989	13872	16927	营业外收入	648	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	163	0	0	0
资产总计	4319345	6446807	8137643	9930255	利润总额	251966	367421	499382	657204
流动负债	345234	412939	1184269	1359127	所得税	46299	65294	82466	108284
短期借款	67000	84381	106512	129976	净利润	205667	302127	416916	548919
应付账款	267797	297597	375650	458400	少数股东损益	8309	12370	16243	21020
其他流动负债	10436	30960	39080	47689	归属母公司净利润	178362	235028	308611	399388
非流动负债	522820	464761	331513	361531	EBITDA	254189	362850	497326	654691
长期借款	522820	464761	331513	361531	EPS (元)	2.02	2.66	3.50	4.53
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3823485	5605088	6820020	8279368					
少数股东权益	64215	191498	361095	294972					
实收资本	88192	88192	88192	88192					
资本公积金	1586	1586	1586	1586					
留存收益	341867	560443	866750	1266138					
归属于母公司所有者权益	431644	650220	956528	1355915					
负债和所有者权益总计	4319345	6446807	8137643	9930255					

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	20638	294340	313630	160891
净利润	205667	302127	416916	548919
折旧摊销	-26194	-2930	14	15
财务费用	-1819	-1641	-2071	-2527
投资损失	111	0	0	0
营运资金变动	69842	-247417	-266562	-282607
其他经营现金	-226969	244200	165332	-102909
投资活动现金流	-167653	25507	15090	15998
固定资产投资	45311	20051	10621	11260
长期投资	2805	5456	4469	4738
其他投资活动现金	-215769	0	0	0
筹资活动现金流	290190	549142	438026	491507
短期借款	67000	84381	106512	129976
长期借款	522820	464761	331513	361531
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7532	0	0	0
其他筹资活动现金	-307162	0	0	0
现金净增加额	82077	281925	219674	232897

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增速	76.22%	50.94%	26.23%	22.03%
营业利润增速	0.00%	31.17%	31.31%	29.41%
净利润增速	225.46%	31.77%	31.31%	29.41%
获利能力				
毛利率	41.93%	37.11%	37.83%	38.97%
净利率	16.42%	13.57%	14.12%	14.97%
ROE	467.22%	45.18%	38.62%	36.98%
ROIC	12.00%	14.20%	15.56%	16.54%
偿债能力				
资产负债率	78.43%	86.94%	83.81%	83.38%
净负债比率	7.29%	-34.09%	-46.85%	-48.24%
流动比率	1.91	1.28	1.28	1.28
速动比率	0.36	0.20	0.20	0.20
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.34	0.32	0.31
应收账款周转率	57.19	12.87	14.30	14.09
应付账款周转率	4.00	4.06	4.25	4.11
每股指标(最新摊薄\元)				
每股收益	1.54	2.66	3.50	4.53
每股经营现金流	(1.33)	3.20	2.49	2.64
每股净资产	5.93	9.54	14.94	18.72
估值比率				
P/E	15.49	11.76	8.95	6.92
P/B	5.28	3.28	2.10	1.67
EV/EBITDA	22.90	20.53	17.32	14.93

资料来源：新时代证券研究发展中心

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$
增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$
中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$
减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

免责声明：

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319