

证券研究报告

平安地产

**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)

### 销量目标超额完成，异地贡献逐步提升

**事项：**华夏幸福发布 2014 年 1-12 月销售简报，全年实现整体销售额 512.5 亿元，同比增长 37.0%，实现销售面积 581.5 万平米，同比增长 66.3%。

#### 平安观点：

■ **销量目标超额完成，异地园区贡献逐步提升。**公司 2014 年实现销售额 512.5 亿，销售面积 581.5 万平，同比分别增长 37.0%和 66.3%，超额完成 500 亿目标。剔除园区回款后销售额 436.7 亿，同比增长 46.3%，远超行业平均。分区域来看，传统的廊坊、固安、大厂合计贡献销售面积 462.1 万平，占比 79.5%，较前三季度下降 2.84 个百分点，异地园区销售贡献稳步提升。受产品结构调整影响，全年剔除园区回款后售价 7510 元/平，较 2013 年均价(8538 元/平)下降 12.0%。其中产业园区住宅均价 7403 元/平，城市住宅销售均价 9209 元/平，较 2013 年分别下降 15.9%和上涨 26.8%。公司当前合作园区超过 20 个，潜在土地储备丰富，且拿地到销售周期仅 5-6 个月，若市场快速回暖亦能快速补充货值，预计 2015 年销售仍能保持 30%左右增速。

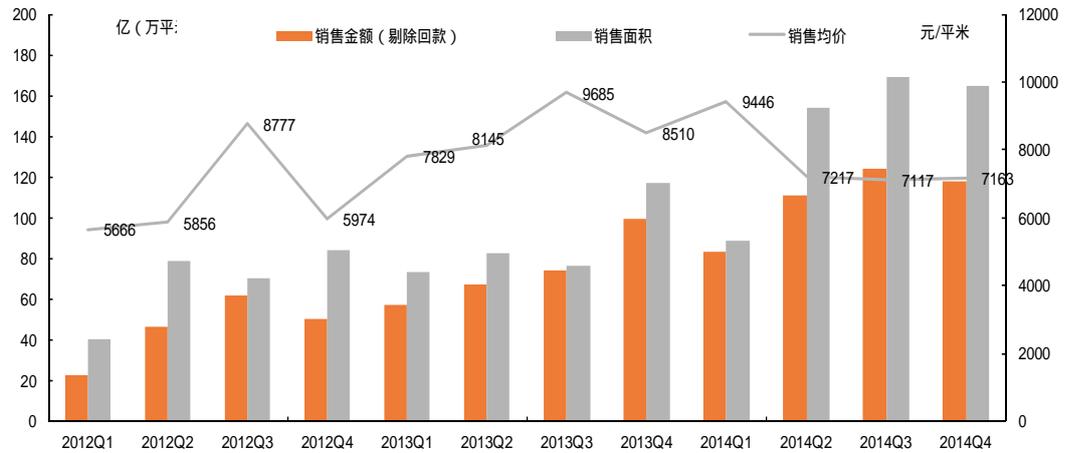
■ **年末拿地逐步发力，业绩高增长可期。**受市场大环境低迷影响，公司全年土地投资亦相对谨慎，新增建面 464.1 万平米，同比下降 35.3%，其中 12 月单月投资 173.3 万平，占比达 37.3%，年末市场回暖背景下公司拿地投资明显发力。全年需支付地价款 73.7 亿元，为同期销售金额（剔除园区回款）的 16.9%，较 2013 年均值（27.9%）下降 11.1 个百分点。平均楼面地价 1588 元/平，较 2013 年上升 36.7%，占 2014 年销售均价的 21%，仍处于较低水平。公司全年累计住宅结算面积 215.6 万平米，按 7500 元/平的售价估算，可贡献营收 161.7 亿，较 2013 年增长 23.5%，叠加高毛利率的产业发展服务营收占比提升，全年业绩高增长可期。

■ **“园区+地产”模式独特，京津冀一体化核心受益标的。**公司“园区+地产”模式独特，近年来陆续与通用航空、北斗、京东等达成合作，构造产业共赢生态圈，产业园区升级持续加速。短期来看，产业共赢生态圈构造有助于拓展公司在各产业链的客户资源储备，同时相关产业的落地投资将给公司带来直接收益；中长期来看，未来公司可参与投资优质园区企业，分享企业未来成长。公司园区模式为 PPP 模式成功典范，2014 年陆续与葛店、固安温泉休闲商务产业园区、房山、白洋淀、任丘、涿鹿、霸州等签订合作协议，未来有望与更多地方政府合作，实现园区的快速复制扩张。公司主要园区布局在京津冀地区，将持续受益京津冀一体化带来的政策机遇。

■ **维持公司“强烈推荐”评级。**预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 2.77 元和 3.89 元，当前股价对应 PE 分别为 15.9 倍和 11.3 倍。公司业绩、销量稳健增长，且将持续受益京津冀协同发展带来的政策发展机遇，维持公司“强烈推荐”评级。

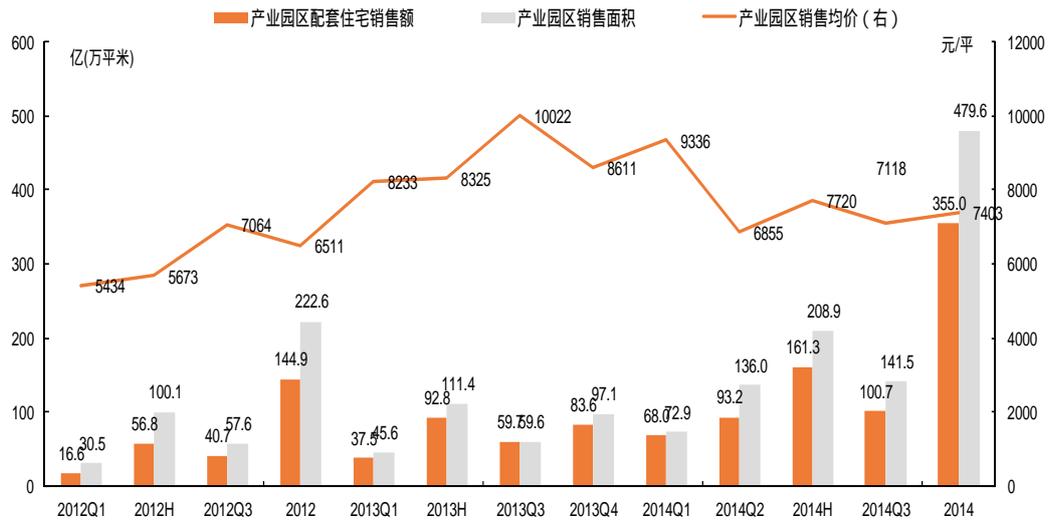
■ **风险提示：**政策调控加紧带来的销售不及预期风险。

图表1 公司各季度整体销售走势（未考虑园区回款）



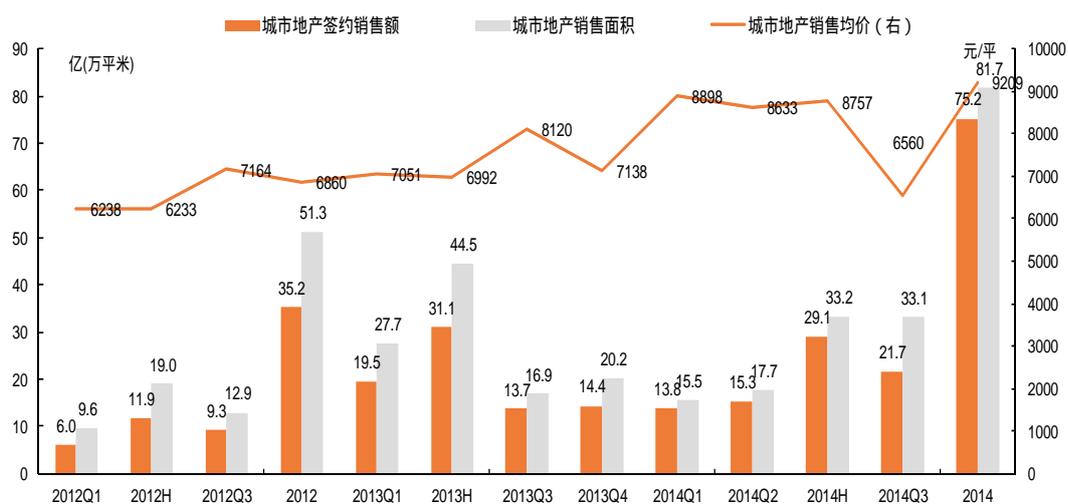
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司产业园区配套销售走势



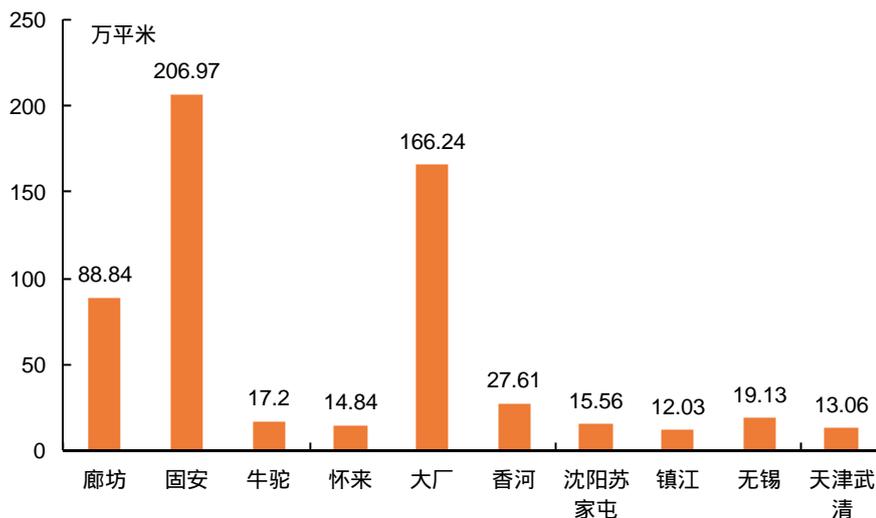
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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2014年销售面积区域分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	69348	99221	142186	196475
现金	9944	11833	20408	26684
应收账款	1744	1304	2091	2602
其他应收款	1006	1889	2216	3044
预付账款	2396	2984	3797	5040
存货	54058	81112	113557	158979
其他流动资产	200	100	117	125
非流动资产	4745	3870	3901	3880
长期投资	18	18	18	18
固定资产	760	1322	1501	1487
无形资产	349	335	318	302
其他非流动资产	3619	2195	2064	2073
资产总计	74094	103091	146087	200355
流动负债	54415	77408	114187	160123
短期借款	3395	367	0	0
应付账款	5816	6867	8897	11738
其他流动负债	45205	70174	105290	148385
非流动负债	9723	10316	13315	15316
长期借款	7304	10304	13304	15304
其他非流动负债	2420	13	12	12
负债合计	64139	87725	127502	175439
少数股东权益	3305	3305	3305	3305
股本	1323	1323	1323	1323
资本公积	16	366	366	366
留存收益	5312	8773	13592	19923
归属母公司股东权益	6650	10462	15280	21612
负债和股东权益	74094	103091	146087	200355

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-3474	-1962	-6401	-4929
净利润	2686	3660	5144	6783
折旧摊销	65	124	175	200
财务费用	115	116	123	152
投资损失	-25	0	0	0
营运资金变动	-6237	-7317	-8759	-9074
其他经营现金流	-80	2380	-1800	-132
投资活动现金流	-3076	-81	-10	-49
资本支出	714	0	0	0
长期投资	-894	79	8	46
其他投资现金流	-3256	-2	-3	-3
筹资活动现金流	11104	8	2184	1396
短期借款	2725	3027	3367	3437
长期借款	2076	3000	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	-314	-448	-604
现金净增加额	4554	1890	8575	6276

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	21060	26296	34398	45519
营业成本	13939	17140	21906	29033
营业税金及附加	1413	1525	2064	2731
营业费用	873	1446	1892	2504
管理费用	1151	1183	1548	2048
财务费用	115	116	123	152
资产减值损失	13	12	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	4873	6853	9038
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	3586	4879	6859	9044
所得税	900	1220	1715	2261
净利润	2686	3660	5144	6783
少数股东损益	-29	0	0	0
归属母公司净利润	2715	3660	5144	6783
EBITDA	3761	5113	7151	9390
EPS (元)	2.05	2.77	3.89	5.13

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	74.4	24.9	30.8	32.3
营业利润 (%)	42.4	36.1	40.6	31.9
归属于母公司净利润 (%)	52.2	34.8	40.6	31.9
获利能力				
毛利率 (%)	33.8	34.8	36.3	36.2
净利率 (%)	12.9	13.9	15.0	14.9
ROE (%)	40.8	35.0	33.7	31.4
ROIC (%)	18.6	19.6	32.3	38.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	86.6	85.1	87.3	87.6
净负债比率 (%)	26.7	19.5	15.5	12.4
流动比率	1.27	1.28	1.25	1.23
速动比率	0.28	0.23	0.25	0.23
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.30	0.28	0.26
应收账款周转率	13	17	20	19
应付账款周转率	3.28	2.70	2.78	2.81
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.05	2.77	3.89	5.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	-1.48	-4.84	-3.73
每股净资产(最新摊薄)	5.03	7.91	11.55	16.34
估值比率				
P/E	21.5	15.9	11.3	8.6
P/B	8.8	5.6	3.8	2.7
EV/EBITDA	18	13	9	7

## 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