

华夏幸福 (600340)
买入/首次评级
股价: RMB18.06

分析师
鱼晋华
SAC 执业证书编号:S1000510120035
(0755)8249 2232
yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

周雅婷
SAC 执业证书编号:S1000511090011
(0755)8212 5148
zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

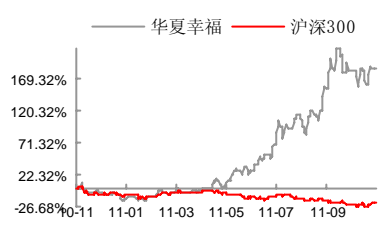
与政府共赢，走在幸福的大道上

- 公司“园区+地产”的模式定位扣紧了当前政治体制下市县级政府在财政压力较大和地方经济增长途径有限的情况下求 GDP 和政绩的命门，辅以较早进入此行业累积的招商经验和政府人脉关系，使得公司在与政府共盈的开发模式中游刃有余，获得了收益与现金流的双赢。
- 公司现有的区域园区共计委托面积 418 平方公里，其中城市规划面积 189 平方公里，此外还在谈 10 个开发区意向开发面积 248 平方公里。由于区域开发符合地方政府追求经济效益和解决就业的根本诉求，因此公司园区开发业务得到了地方政策的支持。公司两个较为成熟的开发园区 2010 年的综合毛利均高达 50% 以上。从历史结算表现来看，公司园区开发的收入具备相当的保障度和稳定性。
- 我们以 6 年为开发周期，5 平方公里为基础开发单位对政府和公司收支情况和现金流进行了模拟。在不考虑税费收入的情况下，政府可以获取园区开发收入的 18%。虽然从收支总账上看政府让出了大部分的土地出让收益，但园区的运行收入可以完全保障政府在不动用其他财政收入的情况下支付公司各项分成开支。政府则用短期收益的让利换取了当期的 GDP 增长和长期的稳定财政收入。现金流方面公司在运作的第三年净现金流转正，而政府和公司在成功的园区开发和招商引资前提下将实现共赢。
- 公司“园区+地产”的模式充分突破低价获取土地资源的瓶颈。公司目前总土地储备约 1902 万平米，市值/储备为 0.06，在我们重点跟踪的主要公司中最低，参照荣盛发展的市值储备比，公司整体市值至少仍有 40% 左右的上涨空间。
- 我们预测公司 2011、2012 年 EPS 分别为 2.29 元、2.98 元，对应 PE 为 8.7X，6.7X。仅考虑房地产业务公司 NAV 为 19.4 元。我们预计未来的两到三年随着前期开发园区进入毛利最高的招商回收期以及新园区开发速度的加快，公司的业绩将保持高速增长。公司模式独特，近年发展具备“高门槛、高成长”特征，整体市值存在可观修复空间，我们首次给予公司买入评级。
- 风险提示：房地产调控持续将有可能对公司房产销售产生影响。

相关研究

基础数据	
总股本 (百万股)	588
流通 A 股 (百万股)	588
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,618

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	252.6	6597	10584	16438
(+/-%)	37.7	2512%	60%	55%
归属母公司净利润(百万元)	2.2	1349	1749	2287
(+/-%)	-70.3	6597	10584	16438
EPS(元)	0.00	2.29	2.98	3.89
P/E(倍)	4794.2	8.7	6.7	5.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

“园区+地产”集约式发展	4
园区开发分享“城市生长红利”	5
区域开发运营商，“政府主导，企业运做”	5
符合地方政府 GDP 和就业发展诉求，政策大力扶持.....	5
可实现短期房产开发收益与长期可持续经营平衡.....	5
开发案例分析：与政府一起实现收益与现金流双赢	7
园区开发盈利模式关键因素讨论	8
房地产开发土地储备大，且获取便捷，销售经历美好时光	9
房地产开发土地现有储备 1902 万平米	9
布局北京卫星区域，享受城市扩张溢出效应，销售迎来美好时光.....	10
产品系列互补，跟随客户长期潜在购房周期.....	12
目前公司处在高成长期	13
估值与盈利预测	13
风险提示	14

图表目录

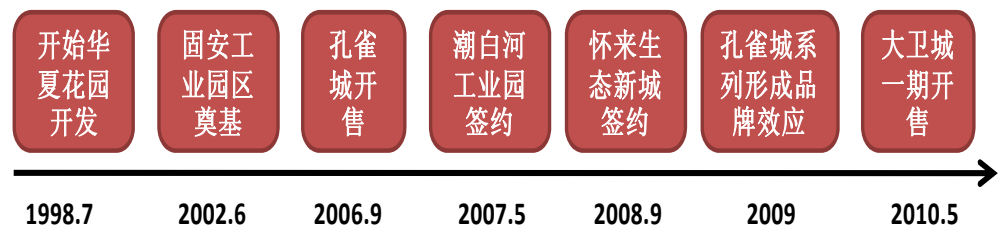
图 1: “园区+地产”集约化发展.....	4
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 业务结构实现短中长期收益与现金流平衡发展.....	6
图 4: 公司房地产销售加速明显.....	10
图 5: 公司房地产新开工、施工和竣工面积情况.....	11
图 6: 公司主要项目分布.....	11
表格 1: 固安开发区历年分业务及综合毛利情况.....	6
表格 2: 大厂开发区历年分业务及综合毛利情况.....	7
表格 3: 园区开发政府及公司收支情况模拟.....	7
表格 4: “园区+地产”模式开发现金流模拟.....	8
表格 5: 公司土地储备合计达 1902 万平米.....	9
表格 6: 公司房地产储备价值与主流开发企业相比至少存在 40-50%重估空间.....	10
表格 7: 公司房地产在售项目销售情况.....	12
表格 8: 公司产品系列分布.....	13

“园区+地产”集约式发展

华夏幸福置业成立于1998年，旗下拥有两大主要业务，分别是由九通投资负责的工业园区开发和由京御地产负责房地产项目开发。公司从2002年开始运营区域开发业务，主要业务内容包括对开发区域进行前期规划、基础设施投资建设与管理、市政公用设施建设与管理、土地整理、产业发展服务（招商引资服务）、物业管理、厂房建设租赁等。房地产开发业务经过数年的发展，目前已经形成以孔雀城、孔雀宫、大卫城等完备产品系列。

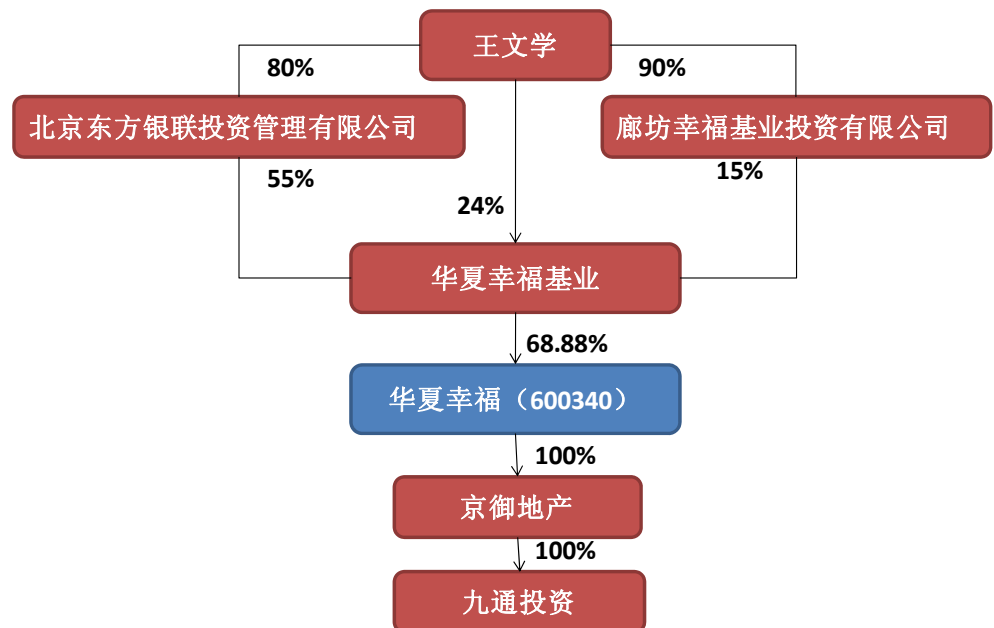
公司1998年成立开始第一个地产项目华夏花园的开发，此后在2002年转型进入工业园区的运营开发，开始运作固安工业园区，2006年公司主要的产品系列孔雀城开售，进入造城式地产发展新阶段。从公司的发展历程上可以看出一条显著的由单个项目开发的游击战形式向造城式集约化发展转变的思路。园区与地产的结合一方面可以解决土地获取和成本问题，另一方面园区发展带来的产业经济发展以及高端产业人群的消费和住房需求可以为地产项目提供相对充足的目标客户群。

图1：“园区+地产”集约化发展



资料来源：华泰联合证券研究所

图2：公司股权结构



资料来源：华泰联合证券研究所

园区开发分享“城市生长红利”

区域开发运营商，“政府主导，企业运做”

与传统的房地产开发公司所不同，公司以区域开发运营商为定位和特点。区域开发的独特之处在于“政府主导，企业运做”：政府将某一区域的整体开发委托给一个企业来完成，并在政府的监督下对委托区域进行逐步开发。在这一模式下，通过代理部分政府职能，并通过与政府签署区域开发的排它协议，公司不仅能较好地分享到区域开发所带来的土地增值，并且在园区成熟的过程中逐步获取前期基建投资，中期招商引资，和后期产业服务的“城市生长红利”。

公司现有的区域园区包括：固安工业园区（70平方公里）、大厂潮白河工业区（83.15平方公里）、怀来生态新城（121.72平方公里）、文安工业园区、沈北工业园区。共计委托面积418平方公里，其中城市规划面积189平方公里（允许建设），另外公司还在谈10个开发区意向开发面积248平方公里。

符合地方政府 GDP 和就业发展诉求，政策大力扶持

由于区域开发能够产生规模带动效应，拉动地方经济发展，促进地方产业结构升级，加快地方城市化建设，解决地方就业等。地方政府往往为开发区提供各种优惠政策与便利措施。2008年，河北省人民政府发布《关于促进开发区（园区）又快又好发展的指导意见（试行）》（冀政[2008]48号），提出：

（1）创新开发机制：坚持“谁投资、谁受益”的原则，拓宽融资渠道，建立融资机制，促进开发区（园区）投资主体多元化。鼓励开发区（园区）采用市场化运作方式，引入公司制开发模式，大量吸纳国内外资本和民营企业投资于开发区（园区）的基础设施建设。

（2）提高招商实效：强化市场运作，形成以政府为主导、企业为主体的招商工作促进机制。

可实现短期房产开发收益与长期可持续经营平衡

公司“园区开发+地产”模式的一大优势在于通过帮助政府代理部分区域开发功能，可帮助公司实现将单纯的一次性房产开发销售收益与长期、可持续的园区经营结合，并在过程中解决好现金流的短期与长期平衡。

园区收入构成及确认原则：

公司区域开发的直接收入主要分为两块：

1) (单个项目基础设施建设费+上一年度的土地整理费+上一年度园区综合服务费) × (110%)

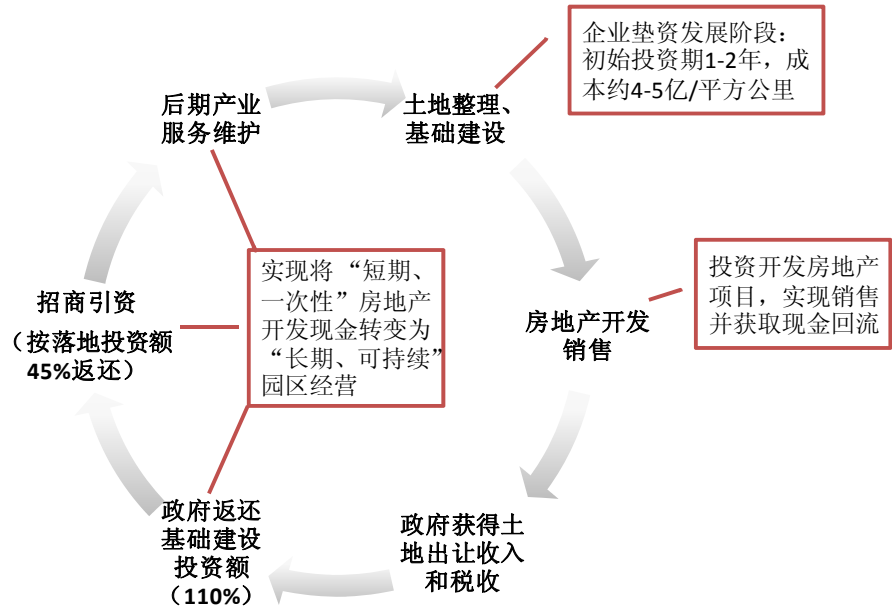
2) 招商引资佣金 = 上一年度新增落地投资额 × 45%

新增落地投资额包括但不限于入园企业所占土地的价格、厂房设备、设备投资等能测算的投资。

收入确认原则：工程竣工验收并交付，第三方出具审计报告，双方确认结算报告后确认收入。对于招商引资佣金部分，开发区管委会可分期支付给公司，但分期不超过5年。其他的费用开发区管委会也可分期支付给公司，但分期不得超过3年。

实际签约金额和结算情况：公司现有的3个园区目前为止共签约438家企业，签约投资额共470亿元。09-11年实际落地投资额38.9亿左右。其中2009年结算2.5亿，2010年结算15亿，2011年结算约20亿。而在结算的收入中土地出让金约占80-90%，税费收入占10%-20%左右。

图3： 业务结构实现短中长期收益与现金流平衡发展



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 1：固安开发区历年分业务及综合毛利情况

	2011年1—6月	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度
基础设施建设	23.91%	-	21.47%	16.05%	11.79%
产业发展服务	-	-	-	-	-
土地整理	17.09%	17.09%	10.26%	9.09%	10.36%
园区综合服务	17.09%	15.95%	16.38%	9.09%	17.04%
综合毛利率	52.70%	63.36%	36.70%	41.65%	42.32%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。招商引资开支计入费用

表格 2：大厂开发区历年分业务及综合毛利情况

	毛利率	2011 年 1—6 月	2010 年度	2009 年度
基础设施建设	18.66%	-	-	-
招商引资	-	-	-	-
土地整理	17.62%	17.09%	17.04%	17.04%
园区综合服务	17.62%	-	-	-
综合毛利率	58.63%	73.76%	26.62%	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所；招商引资相关支出计入费用

开发案例分析：与政府一起实现收益与现金流双赢

我们以下表中以 5 平方公里为基础园区开发单位为例模拟计算了政府在整个开发中企业和政府的收支情况。在不考虑房地产开发收入和政府税费收入的情况下，单就园区开发而言，政府可以获取土地出让收入的 18%。从项目开发的总账看，虽然政府让出了大部分的土地出让收益，但园区的自主收入也可充分保障政府在不依靠其余财政收入的情况下支付公司各项分成开支。

我们还以 6 年为周期对“园区+地产”模式现金流进行了模拟，不考虑政府税费收入和企业后期园区维护收入的情况下，公司在运作的第三年净现金流转正。公司先垫资后收款，而政府则先收入后支付，从整体净现金流来看，政府和公司在成功的开发园区和招商引资的前提下将实现共赢。

表格 3：园区开发政府及公司收支情况模拟

项目	金额	备注
开发面积（亩）	7496	基础开发单位 5 平方公里
单位基建成本（万元/亩）	30	4-5 亿/平方公里
总投资（亿元）	22.5	分三年投入
落地投资额（万元/亩）	100	分三年到位
土地出让单价（万元/亩）	95	开发类用地出让价格 2000 元/平米；工业用地出让价格 800 元/平米
总落地投资额（亿元）	75.0	
政府总收益-土地出让总收入（亿元）	71.2	
基建返还（亿元）	24.7	基建总投资额的 110%
落地投资分成（亿元）	34	落地投资总额的 45%
政府支付额（亿元）	58	企业收入
政府留存收入（亿元）	13	

资料来源：公司调研，公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 4：“园区+地产”模式开发现金流模拟 (单位：亿元)

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	总计
公司：现金流出	-7.5	-13.2	-11.2	0	0	0	-32.0
基建投资	-7.5	-7.5	-7.5	0			-22.5
房地产开发拿地		-2	0	0			-2.0
房地产建安及税费开支		-3.75	-3.75	0			-7.5
公司：现金流入	0	0	20.8	25.2	19.5	11.3	76.8
基建投资返还			8.2	8.2	8.2	0	24.8
房地产销售			12.6	5.7	0.0	0	18.3
招商引资落地投资额返还				11	11	11	33.8
公司净现金流	-7.5	-13.2	9.6	25	19.5	11.3	44.8
政府：现金流入		2	23.3	23.3	23.3	0	72.0
政府：现金流出		0	-8.2	-19	-19	-11	-58.5
基建返还		0	-8.2	-8.2	-8.2		-24.8
招商引资落地投资额返还		0	0.0	-11	-11	-11	-33.8
政府净现金流		2	15.1	3.8	4	-11	13.5

测算基础指标假设

公司获取土地储备 (万平方米)	0	10	0	0	0	0
开发类土地出让地价 (元/平米)		2000	2000	2000	2000	2000
工业类土地出让地价 (元/平米)		800	800	800	800	800
建安及税费支出 (元/平米)		5000	5000			
项目销售价格 (元/平米)			9000	9500		
销售率			70%	30%		
园区土地出让面积 (万平方米)			167	167	167	
落地投资额 (元/万平方米)			1500	1500	1500	
总落地投资额 (亿元)			25	25	25	
结算比例				100%	100%	100%

资料来源：公司调研，公司公告，华泰联合研究所整理

园区开发盈利模式关键因素讨论

收入保障度：预先锁定土地，保障基础收益

公司在参与开发的初期即通过锁定一定数量的等值土地资源的方式对自己的未来收益进行了保障，也即即使政府在初始基建阶段便失去支付能力或支付意愿，公司仍可通过已锁定的土地资源做房地产开发实现现金回流和利润获取。

政府支付能力：由公司的园区经营能力决定

在整个园区开发模式和收入安排中，政府对项目结算的支付能力归根结底来自于公司对园区的经营带来的收益。也即，公司结算的资金来源并不由地方政府在园区外的财政收入决定，而由公司所经营的园区内土地出让和财政收入决定。只要公司在园区的

经营可以实现收入，也就有政府支付的资金池，剩余需要考虑的仅是政府支付意愿问题。

政府支付意愿：高依赖，支付保障

我们认为地方政府的支付意愿一方面与当期收入是否丰厚有关，另一方面也与未来收入的预期有关。从园区开发的运作和盈利模式看，政府让出短期土地出让收入的大部分来换取当期的地方 GDP 和未来长期稳定的财政收入，从政府的账本上看不仅在经济上是受益的，在政绩上也是受益的。从另一个角度看，公司目前开发的园区多与县一级政府相关。这一级的政府，财政压力更大，对政绩的诉求更高，且实现 GDP 增长的途径选择有限。这导致地方政府对公司这样拥有长期招商引资经验和园区运作能力和资金实力的公司产生相当程度的依赖。我们判断政府的支付意愿将比较积极，而不会刻意押款对公司现金流产生影响。

房地产开发土地储备大，且获取便捷，销售经历美好时光

房地产开发土地现有储备 1902 万平米

截止 2011 年 6 月 30 日止，公司未售项目面积 211.4 万平米，已规划拟建项目面积 102.6 万平米，未规划待建住宅及商业土地占地面积 613 万平米，按 2 的容积率计算，规划面积可达 1226 万平米。2011 年公司公告新增储备 161 万平米。公司三季度末有 161 亿预收账款，按 8000 元/平米的销售均价计算，未结建面约 201 万平米。综合计算，公司目前总土地储备约 1902 万平米。除此以外，公司“园区+地产”的模式对房地产开发带来的最直接好处在于土地储备极为便捷。

从项目储备与市值的比较上来说，公司目前市值/储备为 0.06，在我们重点跟踪的主要公司中最低，如果给予公司类似荣盛发展的市值储备比，则公司整体市值至少仍有 40% 左右的上涨空间。我们认为，由于公司“园区+地产”模式打开了低价获取土地的瓶颈，以及对风险分散以及现金匹配带来的正向促进，公司应在市场上享受一定的估值溢价。

表格 5：公司土地储备合计达 1902 万平米（单位：万平米）

项目	金额	备注
已建未售建面	211	截止 2011 年 6 月 30 日
已售未结建面	201	三季度末预收账款 161 亿，按 8000 元/平米售价折算
拟建项目建面	103	
2011 年新增储备建面	161	
未建待规划储备	1226	重组公告未规划待建住宅及商业土地占地面积 613 万平米，按 2.0 容积率测算
现有储备合计	1902	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 6: 公司房地产储备价值与主流开发企业相比至少存在 40-50%重估空间

	2010 年末未结权益建面(万平)	市值 (亿元)	市值/储备	2011 PE	2012 PE	2013 PE
荣盛发展	1700	145	0.08	9.8	6.5	4.2
万科 A	4200	870	0.21	9.3	7.1	5.6
金地集团	1400	230	0.16	6.8	5.6	4.2
保利地产	3400	605	0.18	9.7	7.5	5.2
招商地产	960	304	0.32	11.3	9.1	7.6
华侨城	900	394	0.44	10.5	8.5	6.5
福星股份	600	58	0.10	10.1	7.8	5.9
ST 国祥	1902	117	0.06	8.7	6.7	5.1

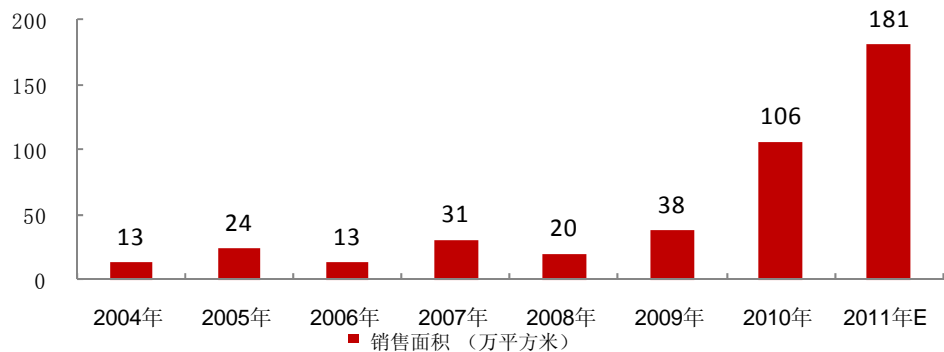
资料来源: 各公司公告, 华泰联合研究所整理

布局北京卫星区域, 享受城市扩张溢出效应, 销售迎来美好时光

公司目前围绕北京城区布局了四个孔雀城项目, 单体体量都在百万平米以上, 距离北京市核心城区距离在 30-50 公里之间。公司布局北京卫星区域, 造城发展的策略近年逐步受益于北京城市外延扩张、轨道交通的普及以及国家对大城市的限购带来的购买需求外溢。潮白河孔雀城别墅单套价格从 2008 年的 60 万一路上涨到 2011 年的 300 万。受城市外延扩张和北京限购带来的投资需求外溢影响, 公司销售面积近年一路上涨, 2010 年增速达 179%, 实现销售额 116 亿。截止 2011 年三季度末, 公司 2011 年房地产实现销售额 123 亿, 我们预计年底可达到 140-150 亿。与其他开发商去化率节节下降所不同的是, 公司楼盘开盘销售率仍可达到了 70%。

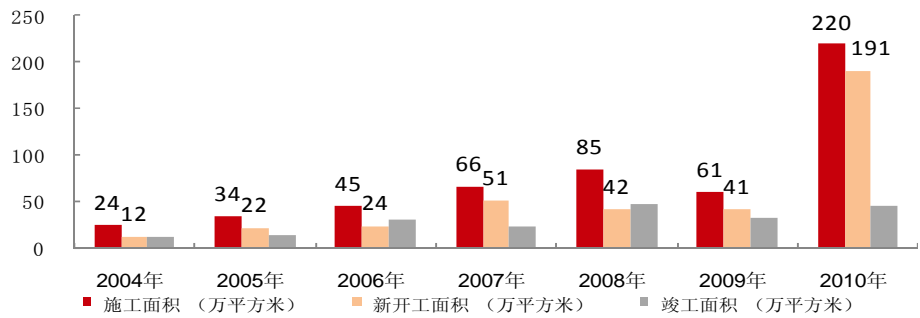
可以说, 最近两年公司的房地产项目销售在限购的调控下反而迎来了“美好时光”。而销售的急速上升也给公司带来了丰厚的预收账款作为未来的业绩保障。截止 2011 年 9 月 30 日, 公司拥有预收账款 169 亿, 可对未来三年的业绩释放提供充分保障。

图 4: 公司房地产销售加速明显



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 5： 公司房地产新开工、施工和竣工面积情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 6： 公司主要项目分布



资料来源：公司公告，公司调研，华泰联合证券研究所

表格 7：公司房地产在售项目销售情况

项目名称	产品类别	占地	可售	已售	销售率
华夏奥韵	住宅、商业	11.3	19.9	19.8	99%
香槟国际花城	住宅、商业	12.9	14.1	14.0	99%
华夏第九园·兰亭	住宅、商业	7.2	15.4	11.1	72%
华夏铂宫	住宅、商业、写字楼	6.5	17.0	9.0	53%
华夏幸福城	住宅、商业	36.0	94.0	0.0	0%
永定河孔雀城—京御花园二期	住宅、商业	5.1	5.0	4.1	83%
永定河孔雀城四期—孔雀城荣园	住宅、商业	17.5	17.4	16.7	96%
永定河孔雀城四期—孔雀城荣园二期	住宅、商业	3.1	3.2	3.0	95%
永定河孔雀城五期—孔雀城棠墅园	住宅	7.3	6.8	6.8	100%
永定河孔雀城五期—孔雀城棠墅园二期	住宅	20.3	22.5	21.8	97%
永定河孔雀城六期—孔雀城御园一期	住宅、商业	10.8	11.8	11.0	93%
永定河孔雀英国宫（注 2）	住宅、商业	41.3	36.0	0.0	0%
永定河孔雀城六期——孔雀城御园二期颂春园	住宅	9.1	9.0	8.1	90%
永定河孔雀城六期——孔雀城御园二期叠翠园	住宅	13.3	13.3	8.9	67%
大运河孔雀城一期	住宅	20.0	18.4	12.6	68%
大运河孔雀城二期	住宅	13.1	11.9	11.7	98%
大运河孔雀城三期	住宅	6.7	7.1	6.5	93%
潮白河孔雀城一期	住宅、商业	18.7	13.7	9.5	69%
潮白河孔雀城二期——玺园一期	住宅	12.1	9.7	8.4	87%
潮白河孔雀城二期——玺园二期	住宅	7.9	5.7	4.0	70%
潮白河孔雀城 3.1 期	住宅	11.7	10.4	6.1	59%
潮白河孔雀城 3.2 期	住宅	7.3	8.0	0.3	4%
潮白河孔雀城四期	住宅	22.1	4.5	0.1	1%
大卫城 4 号线 1 期	住宅、商业	10.8	24.3	23.0	95%
大卫城 4 号线 2 期	住宅	9.3	21.6	20.2	94%
大卫城 4 号线 3 期	住宅、商业	10.4	23.6	0.0	0%
八达岭孔雀城 1.1 期	住宅	6.7	3.4	2.3	66%
八达岭孔雀城 1.2 期	住宅	15.9	3.3	0.6	19%
合计		373.4	450.7	239.3	53%

资料来源：公司公告，华泰联合研究所整理；数据截止 2011 年 6 月 30 日

产品系列互补，跟随客户长期潜在购房周期

公司目前形成四大产品系列，比较成熟的是早期面对都市首居需求的“华夏系列”以及针对第二居所需求的“孔雀城”系列。随着北京轨道交通的外延完善，公司在沿轨道交通延长线上开始建设新的产品线“大卫城”，产品为面积区间在 90-120 平米的小户型，主要满足都市白领的首次置业需求。“大卫城”产品系列的形成一方面对现有的孔雀城低密度产品形成补充，扩展了公司产品在更广阔范围内的客户群，另一方面，“大卫城”吸引的都市新锐阶层在未来的家庭升级换房需求可以形成“孔雀城”系列的潜在培养客户，从而使得公司在跟随客户购房生命周期上做到产品系列的接续补

充。公司近期发展的“兰亭系列”则在园林风格和建筑风格上更趋向吸引成熟年龄阶层在精神层面的房产需求，从而进一步延伸产品系列对客户购买需求的覆盖度。

公司目前形成的成熟且可复制的产品系列在横向布局上完成了对各类型客户的购买需求覆盖，在纵向上则跟随客户长期潜在购房周期，在目前整体开发体量不算大的情况下做到精细化发展，我们认为公司完善而具有长远打算的产品系列布局和发展思路将有助于未来更有效率地实现扩张，收获规模成长的果实。

表格 8：公司产品系列分布

产品系列	业态	定位	代表项目
华夏系列	住宅、商业、城市综合体	都市成熟置业客户首居需求	华夏花园、华夏经典、第五大街、第九园、华夏奥韵
孔雀城	京郊低密度别墅	精英家庭第二居所	永定河孔雀城、大运河孔雀城、潮白河孔雀城、八达岭孔雀城
大卫城	轻轨沿线中小户型	都市白领首居	孔雀大卫城 4 线、6 线
兰亭系列	中式园林生态小镇	成熟年龄阶层精神需求	兰亭新镇

资料来源：公司调研，华泰联合研究所

目前公司处在高成长期

公司模式独特。房地产和园区开发业务不仅在成长风险对公司形成相对有效的分散，在现金流匹配上也形成较好的互补。公司在园区开发业务的定位扣紧了现在政治体制下市县政府在财政压力较大情况下求 GDP 和政绩的命门，辅以较早进入此行业累积的招商经验和政府人脉关系，使得公司在“园区开发+地产”这一模式发展道路中显得游刃有余。

资金需求将有所增大。区域开发涉及的基础设施建设项目、土地整理的资金投入大，占用周期较长，招商引资及管理运营等方面都需要前期的不断投入。通常，基础设施、公用设施建设项目在建成后，由政府按照建设成本及事先确定的利润率支付工程款，需开发商垫资的时间一般为 2 年左右。从目前阶段来看，公司的三大园区已度过了最初的重资本投入期，进入现金流平衡的回收期。房地产销售回款以及成熟园区进入招商阶段带来的丰厚现金回流将有效保障近年的发展。不过，随着公司将更多地进入新的区域开发，未来的资金需求也将有所增大。

高成长、低风险。我们预计未来的两到三年随着前期开发园区进入毛利最高的招商回收期以及新园区开发速度的加快，公司的业绩将保持高速增长。但随着房地产业务逐步达到年销售规模的饱和状态以及新园区增量瓶颈，公司将逐步进入较为平稳的增长阶段。从投资的角度看，我们认为公司现在处于高增长，低风险的成长阶段，具备合理的投资价值。

估值与盈利预测

我们预测公司 2011、2012 年 EPS 分别为 2.29 元、2.98 元，对应 PE 为 8.7X，6.7X。仅考虑房地产业务公司 NAV 为 19.4 元。公司模式独特，近年发展具备“高门槛、高成长”特征，整体市值存在可观修复空间，我们首次给予公司买入评级。

风险提示

- ✓ 公司房产销售目前过于集中于北京周边地区，今年受益于限购所引发的投资性需求溢出效应。项目过于集中于单一区域导致公司未来将面临单区域销售瓶颈的考验。虽然目前公司大量的预收账款可保障未来 2-3 年的业绩增长，但实际销售的增速将是需要密切关注的方向。
- ✓ 园区开发招商引资收入涉及的固定资产投资将滞后经济下滑反应，土地出让及企业投资的减少或将在未来放慢，公司将面临以更多园区开发来弥补单个园区收入下降的局面。而适宜开发园区的区域在目前来看或许在数量上还能有不少，但单体规模将无法达到目前固安和大厂这样动辄 70-100 平方公里的规模。公司未来将需要同时运作多个园区以维持高增速，这将对公司的管理半径提出挑战。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	151	22912	3493	44917	营业收入	253	6597	10584	16438
现金	59	5266	1220	15545	营业成本	196	3459	6354	10784
应收账款	28	795	1114	1448	营业税金及附	1	462	741	1151
其他应收款	10	1494	1793	2241	营业费用	30	403	471	553
预付账款	5	1417	1700	2125	管理费用	23	483	566	664
存货	46	13939	1812	23557	财务费用	0	21	123	241
其他流动资产	3	2	2	2	资产减值损失	3	-25	0	0
非流动资产	212	291	289	290	公允价值变动	-0	-0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	154	150	139	128	营业利润	-0	1795	2329	3046
无形资产	47	46	45	43	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动	10	95	105	119	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	364	23203	3522	45207	利润总额	2	1797	2331	3048
流动负债	89	19024	2729	32992	所得税	0	449	583	762
短期借款	0	216	216	216	净利润	2	1348	1749	2286
应付账款	49	49	49	49	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	40	18759	2702	32727	归属母公司净	2	1349	1749	2287
非流动负债	0	2200	4200	6200	EBITDA	14	1830	2466	3301
长期借款	0	2200	4200	6200	EPS (元)	0.02	2.29	2.98	3.89
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	89	21224	3149	39192					
少数股东权	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	145	588	588	588	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	168	81	81	81	成长能力				
留存收益	-38	1311	3060	5347	营业收入	37.7%	2511.6%	60.4%	55.3%
归属母公司	275	1979	3729	6015	营业利润	-105.3	1188516.5	29.8%	30.8%
负债和股东	364	23203	3522	45207	归属母公司净	-70.3%	60819.9%	29.6%	30.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	22.6%	47.6%	40.0%	34.4%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%
					ROE(%)	0.8%	68.2%	46.9%	38.0%
					ROIC(%)	0.1%	-142.6%	-44.2	-76.4
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.5%	91.5%	89.4%	86.7%
					净负债比率(%)	0.00%	11.38%	14.02	16.37
					流动比率	1.70	1.20	1.28	1.36
					速动比率	1.17	0.47	0.62	0.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.56	0.36	0.41
					应收账款周转	6	16	11	13
					应付账款周转	5.06	70.32	129.19	219.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.00	2.29	2.98	3.89
					每股经营现金	0.08	4.32	8.63	2.72
					每股净资产(最)	0.47	3.37	6.34	10.23
					估值比率				
					P/E	5275.1	8.66	6.68	5.11
					P/B	42.53	5.90	3.13	1.94
					EV/EBITDA	815	6	5	4

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。