

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 侯丽科 S1080111060021

电话：0755-82480722

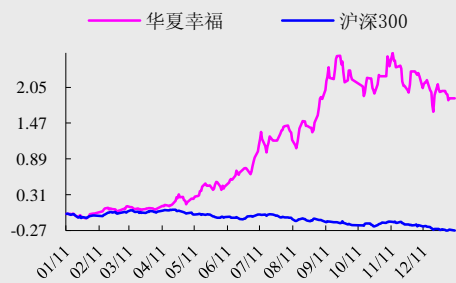
邮件：houlike@fcsc.cn

华夏幸福(600340)
——弱市中风景这边独好
交易数据

上一日交易日股价(元)	16.05
总市值(百万元)	9,437
流通股本(百万股)	233
流通股比率(%)	39.55

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元)	2,639
每股净资产(元)	4.49
市净率(倍)	3.58
资产负债率(%)	84.24

公司与沪深300指数比较

相关报告
摘要:

- **签约九大园区，委托开发面积接近432平方公里** 目前有9个园区在建，委托开发面积为432平方公里，营业收入占比中，园区开发和园区地产占85%，城市地产占比15%（园区开发中，园区和园区地产营业收入占比分别为1:3）。在建的九个园区为固安，大厂，怀来，广阳，昌黎（位于南戴河附近），文安，滦平、文登和苏家屯。7个地处河北，两个地处沈阳。公司奉行在“河北吃北京”的经营理念，仅仅围绕首都和省会城市布局，目前已接近有400家企业入驻公司所建园区。

表1：公司园区分布及规模分析

在开发项目	位置	委托开发面积
固安工业园区	天安门正南50公里	60
大厂潮白河	CBD正东30公里	80
怀来	八达岭长城脚下	121
在开发面积 总计		261
待开发园区		
文安工业园区	河北廊坊	21
沈北工业园区	沈阳沈北新区	10
广阳工业园区	廊坊市广阳	15
昌黎工业园区	河北昌黎	15
滦平工业园区	河北滦平	75
苏家屯工业园区	沈阳苏家屯区	35
待开发面积合计		171
委托开发面积总计		432

数据来源：公司公告，第一创业研究所

- **工业园区布局策略** 大城市周边布局，运用房地产+产业园模式，目前已布局的城市有北京和沈阳，已签订园区开发框架协议的区域有秦皇岛、青岛、天津和呼和浩特等，公司首先围绕首都布局，并放眼环渤海进而迈向全国，沈阳的两个工业园区先后签约充分证明了公司模式的可复制性。



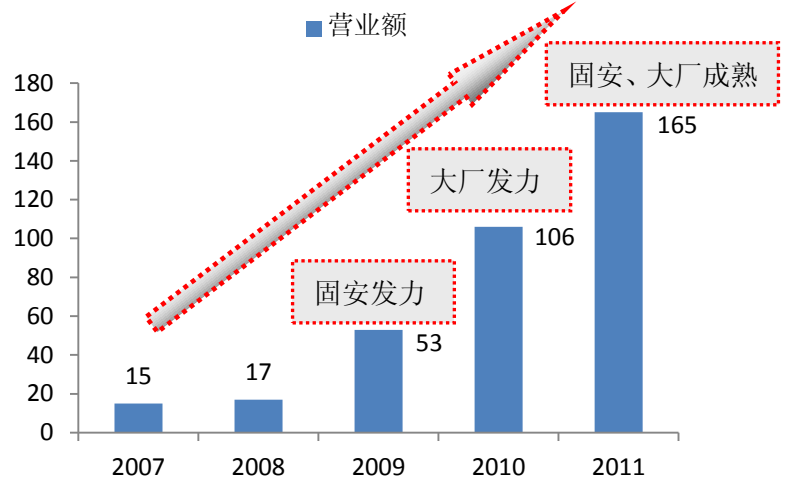
- **盈利模式及盈利能力** 公司的收入来源主要有三部分：基建、招商引资和园区住宅销售。基建中每平方公里大约投资 1.5 亿元（大约每亩地需投资 10 万元），主要用于征地、开发和修路（征地和拆迁占 60%，基础设施建设占 40%）。土地分配方面：20%用来修路，40%为产业园区用地，40%为住宅开发用地，**盈利能力方面**：1、土地开发采用 BT 模式，与政府 110% 结算；2、招商引资，提供产业服务收入，当地政府以落地投资额的 45% 进行返还，落地投资额包括土地、厂房、机器设备等，综合毛利率达到 40-50%，净利率在 25% 左右；3、园区地产销售，净利率约维持在 15-20% 之间。
- **产业园是业务龙头，房地产是业务重地** 公司招商引资签约额约为 300 亿元（落地投资额约为 40%），60% 在固安工业园区，30% 在大厂工业园区，其中落地投资额的 45% 由地方政府予以返还（结算方式分为土地和现金结算两种），2011 年已结算 36 亿。
- **核心竞争能力—招商引资** 1、战略规划和产业定位的能力；2、招商引资和产业升级能力；3、投资管理和核心建设能力。公司聘请全球知名咨询公司 IBM 和罗兰贝格为公司进行产业定位和园区规划设计，公司有专业的招商团队 500 人，其中 50 人为产业研究团队，产业定位能力和园区招商能力行业内首屈一指，目前招商的公司类型主要为：1、央企子公司，例如：中航工业集团下属子公司；2、中小板、创业板超募公司。目前，固安工业园区产业布置主要有航空航天（神七零部件制造）、装备制造、和汽车零部件；大厂工业园区以文化产业（央视）、新能源汽车为主，公司现在已进入选商阶段，且严格控制每亩地投资 100 万以上，以增加地方政府的返还额度。目前进驻的企业有：京东方，亚新科，正兴，迪诺谱等。对于不适合园区产业布置的企业，公司坚决禁止入园，如公司今年先后拒绝了纺织、食品加工、粗化工类型企业入园。
- **园区+地产模式可复制能力较强** 与地方政府双赢的合作模式极易得到复制，地方政府可以借此解决财政，就业和政绩问题，且由于招商引资规模超过 50 亿需要省长审批，县域政府官员积极性较高，由于是产业园区运营专家，可为政府解决招商引资难题。目前公司已在青岛、呼和浩特、天津签订工业园区开发协议就是很好的例证。政府返还的资金主要来源于：1、前期主要是土地出让收入，房地产税收等，2、工业园区成熟后形成的财政、税收。



- **开发节奏可控,可根据市场变化及时调整开复工规模** 公司目前土地储备虽然仅为 275 万方,但潜在土地储备较为充沛,随时都可以以较低成本拿地(楼板价仅为 500 元左右),经营弹性较大,拥趸大量潜在土地储备,目前公司征地、工程节奏放缓,量入为出,同时以周为单位动态跟踪现金流变化,公司奉行逐步开发工业园区的模式,每年只开发 1 平方公里,目前在开发的面积为 12 平方公里,其中 8 平方公里已基本开发完毕。
- **现金较为充足,负债比例偏低,盈利能力较强** 公司目前的有息负债率为 11%,净借贷率为 22%,负债水平较低,手持现金较多(季报持有现金接近 35 亿元),资金链有保障,公司的住宅销售净利率约为 15%,产业园区的净利率约为 25%。
- **住宅销售主打性价比,市场认可度较高** 1、绝对质量,绝对便宜,主打性价比,指公司的高端别墅项目,价格在 10000 元左右;2、相对较好,绝对便宜,是指公司销售良好的中低端产品线,均价 6000 元左右。公司的购买客户类型为:10%是进驻园区企业的高管,85-90%为北京客群,因地理位置较好,处于北京轨道交通延长线上,客户购买意愿较高。
- **开复工规模及 2012 年推盘情况** 2011 年保持开复工面积 400 万方,货值约 300 亿,2012 年计划开复工面积为 500 万方,货值约 375 亿元。公司业绩弹性较大,若下半年市场行情好转,由于廊坊县域预售条件较为宽松。及时开工 3-4 月即可达到预售条件,
- **园区逐渐成熟将阶段性带动公司业绩大幅跃升** 2009 年固安工业园区发力,营业额同比增长 211.7%,2010 年大厂工业园区发力,营业额同比增长 100%;2011 年固安和大厂均不如快速发展阶段,营业额同比增长 55%,未来两年内,怀来工业园区将逐渐发力,我们认为公司的业绩仍将有大的跃升。公司将住宅地产的销售与工业园区的开发节奏有序匹配,很好地解决了工业园区前期投入较大的问题。而工业园区的不断成熟也将不断提升园区内的物业价值。现金流承接有序的良性循环不断给公司进行“输血”,为公司园区开发提供有力的资金保障。



图 1: 公司营业额变化图



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

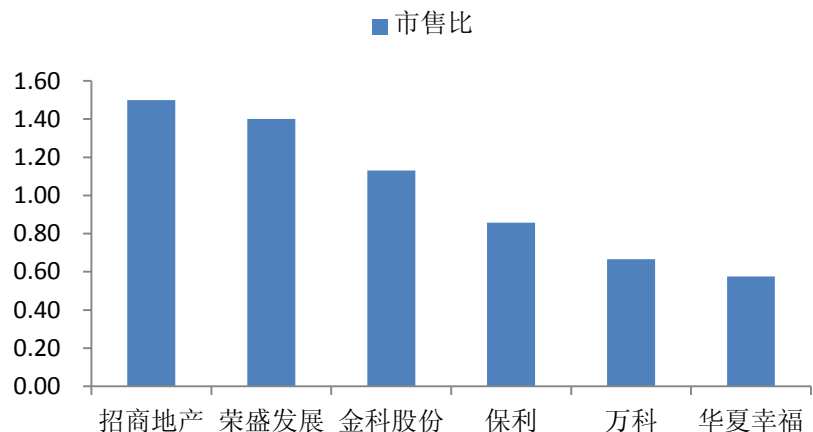
- **业绩确定, 2012 业绩完全锁定:** 公司发布公告称: 2011 年实现签约销售面积 172 万方, 同比增长 62%, 签约销售金额为 128 亿元, 同比增长 42%, 符合市场预期, 公司奉行的产业园区+孔雀城模式, 逆市中销售依然很旺, 原因如下:
1、主打性价比, 距房山、大兴 10 分钟车程, 售价几乎为房山、大兴的一半左右, 吸引在北京五环区域上班和工作的人群购买, 2、北京限购的溢出效应, 北京市发改委主任宣布: 北京目前尚未接到房产税试点的通知, 所以我们有理由相信北京在未来 2 年内应该不会取消限购, 而华夏幸福住宅项目地处北京近郊, 得天时地利人和优势, 销售自然很旺, 且楼盘总价便宜, 基本上全款可以付清, 受银行信贷影响较小, 3、北京产业转移的承接作用, 北京市交通拥挤, 人满为患, 一些不符合首都产业规划的公司将逐步向近郊转移也是大势所趋, 华夏幸福得天时、地利便可实现顺利招商, 随着园区布局的成熟并带动园区的住宅价值上涨。
- **行业政策见底, 房价、地价双双下跌对调控形成正反馈:** 近日, 房价和地价均出现了不同程度的向下调整, 对调控政策适度修正形成正反馈, 我们维持 2012 年投资策略观点: 即目前行业政策已见底, 调控政策适度修正尚在预期之中。
理由如下: 1.保障房开复工增加也难挡投资下行颓势, 2011 年 11 月和 12 月保障房新开工大面积提速, 而行业投资增速连续两月环比下滑, 环比呈现 5% 以上跌幅, 房地产投资下行将在 2012 年一季度较为明显显现, 预计投资增速将下滑



至个位数；2、李克强总理建议地方政府购买商品住房抵保障房，显见中央政府有意提振行业交易量，政策见底之势愈加明显；3、开发商停建、缓建将导致大量农民工失业，草根调研显示，开发商目前开复工意愿较弱，停工事件已经由点到面逐渐扩散；4、地方政府土地出让金大幅下滑，11、12月份分别同比下滑48%和61%，地方融资平台2012年预计到期债务为2.4万亿，偿债压力较大。

- **维持华夏幸福“强烈推荐”评级** 我们预计公司2012年的销售收入为190亿元左右，2011、2012年营业收入分别为69亿和92亿元，净利润分别为14亿和18亿元，EPS分别为2.41和3.17元，公司目前预收款接近200亿元，锁定每股收益6元左右，相对目前估值水平，公司折价较为严重，目前销售收入165亿元，市值仅为95亿元，P/S为0.57，估值优势明显，[我们继续维持“强烈推荐”评级](#)

图 2：行业内公司 P/S 比较



数据来源：公司公告，第一创业研究所



表 2: 盈利预测

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	257,597	467,330	693,323	924,209	1,194,842
同比 (%)	0.0%	81.4%	48.4%	33.3%	29.3%
营业毛利	79,574	158,265	291,978	384,422	493,896
同比 (%)	0.0%	98.9%	84.5%	31.7%	28.5%
归属母公司净利润	-259	31,169	141,836	186,135	230,097
同比 (%)	0.0%	12133.7%	355.1%	31.2%	23.6%
总股本 (万股)	105,000.0	105,000.0	58,794.7	58,794.7	58,794.7
每股收益 (元)	0.00	0.30	2.41	3.17	3.91
ROE	-0.4%	31.0%	48.9%	39.1%	32.6%
P/E (倍)			6.7	5.1	4.1

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135