

**华夏幸福 (600340)**  
**买入/维持评级**  
 股价: RMB18.06

**分析师**  
 周雅婷  
 SAC 执业证书编号:s1000511090011  
 (0755)8212 5148  
 zhoyt@mail.htlhsc.com.cn

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

# 成功进军长三角

## —无锡南长区合作项目公告点评

- 事件:** 公司公告与无锡市南长区签约合作整体开发“无锡(南长)国家传感信息中心项目。项目委托区域约为 3.52 平方公里,东邻运河,西至南湖大道,南至梁塘河,北至快速内环路,委托区域内可整理供出让的建设用地面积约 1.38 平方公里。目计划用 5 年时间完成全部土地整理、基础设施建设,同时完成一定比例的招商引资和开发建设,开发进度分两期:起步期(2012 年-2014 年),开发面积达到 1400 亩;发展成熟期(2015 年-2016 年),开发面积达到 2070 亩。其它重点条款有:
- 分成比例:** 合作开发区域内所新产生的收入的区级留成部分优先支付公司各具体委托事项投资成本及保本收益(税后 10%)后,剩余部分按照 45%的比例支付给公司。
- 结算时间:** 基础设施建设及公共设施建设成本,公司于具体建设项目竣工交付后 60 日内完成结算,并提交审计,政府应在收到审计报告十日内予以确认。土地整理成本、产业发展服务、规划与咨询服务、物业管理、公共项目维护及公用事业服务投资成本等,公司于每年 3 月底前完成结算,并提交审计,政府在收到审计报告十日内予以确认。双方每财政年度结束对当年投资成本及委托费用支付情况进行总决算,综合盘点清算全年情况,双方应在次年 4 月底前完成总决算。
- 前期开发用地:** 政府确保委托区域有不低于 200 亩的建设用地指标供公司进行先期开发建设。公司每年制订投资计划及开发进度,计划与进度经政府同意后执行。公司按计划进行的正常开发与建设,政府不进行任何干涉和影响,不随意提出对公司投资方案的调整要求。
- 融资支持和排他协定:** 在区域的开发过程中,为创造良好的融资环境,在公司及入驻园区企业需要融资时,在不违反国家有关政策规定的情况下,政府或其职能部门予以全力支持,双方协商认为必要时,政府可出具有关文件,协助办理各项手续。在本协议委托区域范围内,政府不再设立其它同样模式的委托区域。

### 相关研究

公司研究-华夏幸福(600340)120420: 幡动还是心动-2011 年一季报点评(买入)

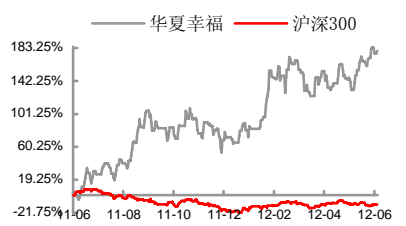
公司研究-华夏幸福(600340)120229: 年报无惊喜,业绩保障度仍较高-2011 年报点评(买入)

公司研究-华夏幸福(600340)111102: 与政府共赢,走在幸福的大道上(买入)

### 基础数据

总股本(百万股)	882
流通 A 股(百万股)	882
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	15,927

### 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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7790.0	9628	12616	17005
(+/-%)	2983.8	24	31	35
归属母公司净利润(百万元)	1358.0	1757	2268	2963
(+/-%)	61212.5	29	29	31
EPS(元)	1.54	1.99	2.57	3.36
P/E(倍)	10.46	9.06	7.03	5.38

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **无锡市南长区**：位于无锡市区东南部，是无锡城区的“南大门”，西濒新运河，东倚沪宁铁路、沪宁高速公路和 312 国道，南临硕放机场和无锡新加坡工业园，北接市内最繁华的商业地段。全区面积 22.5 平方公里，下辖 1 个乡镇、8 个街道，人口 30.15 万。
- **我们的点评**：公司首次将“园区开发+地产”模式成功复制到环渤海区域以外，意义重大：
  - 第一，此次合作的结算对象主体由以往的落地投资额分成更改为财政收入留存部分收益。明确了公司作为政府土地整理和投资代理身份参与地方财政留存收益分成的权益。由于结算对象的明晰，公司参与片区开发的结算时间也更为明确，有助于提高业绩的可预测性。
  - 第二，公司继沈阳、唐山项目后公司此次向长三角区域的再延伸有助于向市场充分证明自身发展模式的可复制性。我们重申对公司模式可延展性的判断：公司的模式具备进入门槛，短期内不存在复制瓶颈和竞争压力，需要考虑的仅是单体规模的缩小以及管理半径的拉长对盈利能力的影响。综合公司目前较低的杠杆使用水平以及现金状况，我们判断公司近期仍将加快非传统区域的项目布局，达到分散风险的作用。
  - 第三，无锡市南长区属于当地市中区区域，公司此次与南长区的合作首次实现了从“农场”向“城市”的挺进，再次体现出其发展模式的纵深拓展能力。招商引资模式对于打破土地壁垒获取发展项目的优势被证明不仅仅是对实力较弱的县级政府有吸引力，对长三角地区经济实力较强的地方政府同样具备说服力。公司发展区域的想象空间被再度打开。
- 我们预计公司 2012、2013 年 EPS 为 1.99 元和 2.57 元，分别对应 PE 为 9X 和 7X。公司预收账款丰厚可保证业绩，资金和估值安全，我们维持对公司的买入评级。
- 风险提示：房地产市场调整影响公司销售表现。

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	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	26712	40229	51909	63559	<b>营业收入</b>	7790	9628	12616	17005
现金	3574	7312	9664	10114	营业成本	4524	5440	7172	9840
应收账款	306	382	500	675	营业税金及附加	459	558	744	1003
其他应收款	660	722	999	1323	营业费用	534	645	833	1105
预付账款	1506	1850	1793	2755	管理费用	524	626	820	1088
存货	20665	29964	38954	48692	财务费用	-2	4	9	4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	5	6	6
<b>非流动资产</b>	868	715	761	800	公允价值变动	-0	-0	-0	-0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	214	197	177	156	<b>营业利润</b>	1749	2349	3031	3958
无形资产	40	39	38	38	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动	594	459	526	587	营业外支出	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	27580	40944	52670	64359	<b>利润总额</b>	1742	2343	3025	3951
<b>流动负债</b>	21310	30088	39145	46969	所得税	463	586	756	988
短期借款	289	1000	1000	300	净利润	1279	1757	2268	2963
应付账款	816	1110	1407	1956	少数股东损益	-79	0	0	0
其他流动负债	20205	27978	36738	44713	归属母公司净	1358	1757	2268	2963
<b>非流动负债</b>	2261	3140	5142	6043	EBITDA	1777	2376	3064	3985
长期借款	929	3129	5129	6029	EPS (元)	2.31	1.99	2.57	3.36
其他非流动	1332	11	13	14					
<b>负债合计</b>	23571	33228	44286	53012	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	1222	1222	1222	1222	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	588	588	588	588	<b>成长能力</b>				
资本公积	243	593	593	593	营业收入	2983.8%	23.6%	31.0%	34.8%
留存收益	1955	3712	5981	8944	营业利润	1158290.1	34.3%	29.0%	30.6%
归属母公司	2786	4893	7162	10125	归属母公司净	61212.5%	29.4%	29.1%	30.6%
<b>负债和股东</b>	27580	40944	52670	64359	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	41.9%	43.5%	43.2%	42.1%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%
					ROE(%)	48.7%	35.9%	31.7%	29.3%
					ROIC(%)	51.7%	32.2%	39.8%	35.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	85.5%	81.2%	84.1%	82.4%
					净负债比率(%)	11.12%	16.65	17.01	14.58
					流动比率	1.25	1.34	1.33	1.35
					速动比率	0.28	0.34	0.33	0.32
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.28	0.27	0.29
					应收账款周转	43	28	28	29
					应付账款周转	10.46	5.65	5.70	5.85
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.54	1.99	2.57	3.36
					每股经营现金	0.41	0.54	0.68	0.48
					每股净资产(最)	4.74	8.32	12.18	17.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.46	7.03	5.38	9.06
					P/B	4.99	2.84	1.94	1.37
					EV/EBITDA	8	6	4	3

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。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司