

**评级：强烈推荐（维持）**
**房地产**
**公司深度报告**
**证券研究报告**

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 胡华如 S1080112060029

电话：0755-82480722

邮件：huhuaru@fcsc.cn

## 华夏幸福(600340)——持续发力的园区地产龙头

**预测价格区间(元)** 20.80 ~ 24.96

**交易数据**

上一日交易日股价(元) 17.29

总市值(百万元) 15,248

流通股本(百万股) 349

流通股比率(%) 39.55

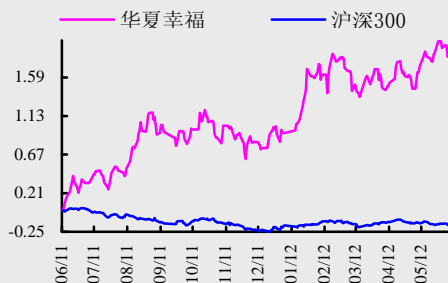
**资产负债表摘要(03/12)**

股东权益(百万元) 2,656

每股净资产(元) 3.01

市净率(倍) 5.74

资产负债率(%) 87.49

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**摘要:**

- ◆ **产业新城模式独领风骚：**公司采用“工业园区开发运营+房地产开发建设”的产业新城模式，简单点说就是以园区开发项目立项、地产开发跟进、园区开发经营与地产业务协同发展。这种模式在国内上市房地产公司中十分独特，在国内房地产开发商中也鲜有匹敌。该模式在目前产业升级及房地产宏观调控导致的市场差异及需求外溢等背景下，能够充分受益。
- ◆ **房地产宏观调控下鲜有的政策“受益者”：**公司园区开发经营模式与国家产业战略政策和地方的相关发展规划符合程度高。“十二五”规划明确提出“统筹城乡发展，积极稳妥推进城镇化”的指导思想，依托产业园区载体，通过产业的引进、培育、发展，实现产业升级和区域经济可持续发展的思路已成共识，公司已成为不少地方政府刻意引进合作的不二选择。公司开发的住宅项目都处于非限购城市，不仅物美价廉，而且针对性强，部分城市的调控措施对公司而言反而是一种机遇。
- ◆ **相关业务持续发力、财务指标表现优异：**公司 2009-2011 年的房地产业务进入高速成长期，主要财务指标呈现大幅度增长，销售面积和销售收入的复合增长率分别达 103.52%和 51.52%，这为公司进行土地储备、扩张工业园区开发规模奠定了坚实的基础。公司未来的业务增长亮点也将体现在园区的土地整理、招商引资方面。去年公司共实现营业收入 77.9 亿元，比上年增长 76.22%，实现营业利润 17.5 亿元，比上年增长 180.80%，毛利率和净利率分别为 41.9%和 16.4%，真实资产负债率也在上市房企中位于极低水平。
- ◆ **园区模式复制性强，成功进军东北和长三角：**截止 2012 年 6 月，公司已经签约的园区项目达到 14 个，预计委托开发面积为 522 平方公里，已签约项目的总投资额超过 500 亿元。继沈阳、青岛项目后，今年 6 月 19 日公司公告显示与无锡市南长区签订整体合作开发建设经营约定区域的合作协议，此次向长三角区域的再延伸向市场充分不仅证明了发展模式的可复制性，也展现了发展模式的纵深拓展能力。



- ◆ **产业发展服务逐渐规模化，潜在盈利空间大：**签约投资额大概有 35%-45%的部分会在签约五年左右成为落地投资额。我们按 35%、40%和 45%的比例分别估算，以 2011 年底的签约投资额为基础，充分考虑相关成本和税收，对产业发展服务贡献的净利润进行测算。结果表明，按 35%的保守比例估计，产业发展服务能为公司贡献净利率 51.74 亿元，折合 EPS 为 5.87 元，即便 7 年内兑现，平均每年也能增厚 EPS 0.84 元。
- ◆ **2012-2014 的 EPS 为 2.08、2.85 和 3.34：**根据合理性假设和公司的相关信息，我们预测公司 2012-2014 年营业收入分别为 116.36 亿元、150.58 亿元和 174.85 亿元，净利润分别为 17.92 亿元、24.66 亿元和 28.97 亿元，对应的 P/E 分别为 8.64、6.32 和 5.40。
- ◆ **维持“强烈推荐”评级：**根据公司的特点，我们给予公司 10-12 倍 PE 的估值，即目标价区间为 20.80-24.96 元。



## 目 录

<b>1</b>	<b>公司篇</b>	<b>5</b>
1.1	公司概况与发展历程	5
1.2	借壳 ST 国祥，华丽变身	6
1.3	产业新城模式独领风骚	6
1.3.1	开发模式独特	7
1.3.2	盈利模式可复制	8
1.3.3	产业政策符合度高	8
1.3.4	主营业务互动性强	9
1.4	园区业务优势显现、财务指标表现优异	9
1.5	园区运作情况	10
1.5.1	大厂潮白河工业区	10
1.5.2	园区业务总体布局	12
1.6	地产项目情况	13
<b>2</b>	<b>环境篇</b>	<b>15</b>
2.1	持续受益于环首都经济圈	15
2.2	产业转移带动楼市繁荣	15
2.3	差异化市场平滑项目风险	16
2.4	地方政府提供政策支持	16
<b>3</b>	<b>估值篇</b>	<b>17</b>
3.1	关键因素梳理	17
3.2	估值分解	18
3.3	业绩预测	19
3.4	风险提示	21



## 图表目录

图 1 借壳前 ST 国祥控制关系示意图.....	6
图 2 借壳后华夏幸福控制关系示意图.....	6
图 4 公司园区开发模式流程图.....	7
图 5 主营业务之间的协调发展.....	9
图 6 大厂潮白河工业区地理位置.....	11
图 7 大厂潮白河工业区实景.....	11
图 8 大厂潮白河工业区规划.....	11
图 9 现代装备制造产业规划.....	11
图 10 开发园区及城市地产业务分布图.....	12
图 11 永定河孔雀城地理位置.....	14
图 12 永定河孔雀城全景别院.....	14
图 13 永定河孔雀城公园叠堡.....	14
图 14 开发园区及城市地产业务分布图.....	15
图 15 公司项目所在区域市场楼市销售价格（元/平米）.....	16
图 16 影响业绩的关键因素分析框架.....	17
表 1 固安工业园区开发运营主要业务分类及结算方式.....	8
表 2 2011 年主营业务收入按类别分解（亿元）.....	10
表 3 公司近几年部分财务指标.....	10
表 4 大厂潮白河工业区招商引资情况.....	11
表 5 大厂潮白河工业区 2011 年配套住宅开发情况（平方米）.....	12
表 6 公司各园区基本情况.....	12
表 7 未来三年项目结算情况预测.....	19
表 8 盈利预测简表.....	21
表 9 财务预测与估值.....	22



## 1 公司篇

### 1.1 公司概况与发展历程

华夏幸福基业投资开发股份有限公司（以下简称“公司”）创立于1998年，成立初期致力于河北省内的城市住宅开发，2002年开始涉足工业园区开发，经过多年积累和过去三年的高速发展，公司目前已成长为领先的产业新城投资运营企业集团，公司核心业务包括园区开发运营和城镇开发建设。公司14年发展历程中，把握了国际产业转移和大都市城市化带来的产业升级、区域分工的历史性机遇，聚焦于环首都区域经济产业促进及大都市外溢需求，创造了园区开发运营与城镇开发建设相互促进的“产业新城模式”。

公司通过引领区域和企业发展需求，为区域制定精准的战略定位、构建产业集群、建设城市核心区，形成了从园区建设、招商引资到城市运营的三大业务体系，探索了一条独具特色的“以产兴城、以城带产、产城共融，城乡统筹”的中国县域经济发展道路。

公司发展的历程可分为“起步”、“转型”和“积累”三个阶段。1998年7月，华夏房地产开发有限公司正式成立。同年10月，公司首个项目“华夏花园”开盘销售，开启了华夏城市地产业的事业领域。公司于2002年开始转型，2002年6月奠基的固安工业园区开启了公司开发区投资运营的事业领域。2006年9月，孔雀城一期盛大开盘，创立了生态小镇连锁品牌。从此公司专注园区事业，园区开发取得了稳健的发展。2007年5月，大厂潮白河工业区正式签约，大厂鼎鸿投资开发有限公司成立。2007年10月公司获得房地产开发一级资质，2007年12月公司完成股份制转型，总股本为10.5亿元。2011年8月29日，公司借壳浙江国祥制冷工业股份有限公司（以下简称“浙江国祥”）于A股上市。

公司事业版图主要布局于环首都经济区、环渤海经济圈等地。目前公司签约的园区包括固安工业园区（河北廊坊）、大厂潮白河工业区（河北廊坊）、怀来京北生态新区（河北张家口）、昌黎工业园区（河北秦皇岛）、滦平金山岭园区（河北承德）、文安园区（河北廊坊）、沈北蒲河智慧产业园区（辽宁沈阳）、大厂新兴产业示范区（河北廊坊）、广阳园区（河北廊坊）、于洪园区（辽宁沈阳）等等。公司开发的城镇住宅，主要面向的是产业转移人口和旧城改造人口，全部位于不限购城市。目标人群的置业需求强劲，受国家房地产宏观调控政策的影响较小。

2012年6月，中国房地产TOP10研究组（由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同组成）发布的研究结果表明，公司的综合实力和财务稳健性位居2012沪深上市房地产公司第9位，公司的投资价值位居2012沪深上市房地产公司第6位。



## 1.2 借壳 ST 国祥，华丽变身

浙江国祥于 2001 年 7 月注册成立，注资 6,000 万（折合 6,000 万股），2003 年 12 月公开发行了 4,000 万股（发行价 7.30 元/股）并于上海证券交易所上市。2006 年浙江国祥经过股权分置改革及资本金转增股本后，公司股本变为 145,324,675.00 元（折合 145,324,675 股）。2009 年 6 月，华夏幸福基业股份有限公司（2011 年 10 月更名为华夏幸福基业控股股份公司，以下简称“华夏控股”）与浙江国祥第一大股东签订股权转让协议，华夏控股受让其 21.31% 的股份成为浙江国祥的第一大股东。2011 年 8 月，浙江国祥以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股，新增注册资本 87,194,805.00 元，转增实施后公司总股本为 232,519,480 股。

2011 年 9 月，浙江国祥以其全部资产和负债作为置出资产与华夏控股持有的廊坊京御 100% 股权作为置入资产的等价部分进行置换，差额部分即注入资产超过置出资产的价值由浙江国祥向华夏控股发行股份进行购买。双方以 2009 年 4 月 30 作为评估基准日，根据专业评估机构的报告书，置出资产净值为 265,531,142.15 元，置入资产净值为 1,669,468,030.75 元。两者只差以 3.95 元/股的价格向华夏控股定向增发，总量为 355,427,060 股。此次增发后浙江国祥更名为华夏幸福基业投资开发股份有限公司，注册资本为 587,946,540.00 元。

借壳前，ST 国祥的股权结构及控制关系情况如左下所示（截止到 2011 年 6 月 30 日，东莞市国祥制冷工业有限公司已经注销并刊登了公告）。借壳后，公司的股权结构及控制关系情况如下所示。

图 1 借壳前 ST 国祥控制关系示意图

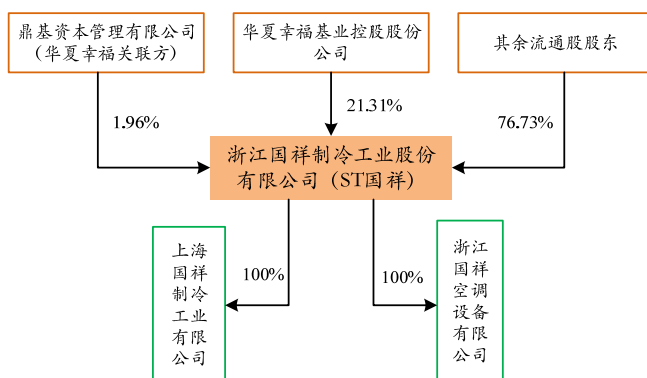
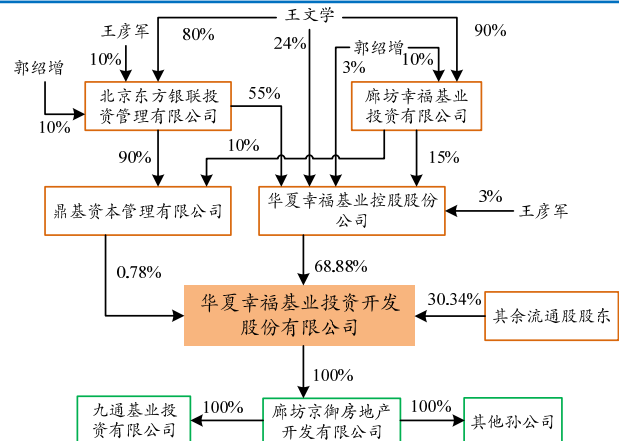


图 2 借壳后华夏幸福控制关系示意图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

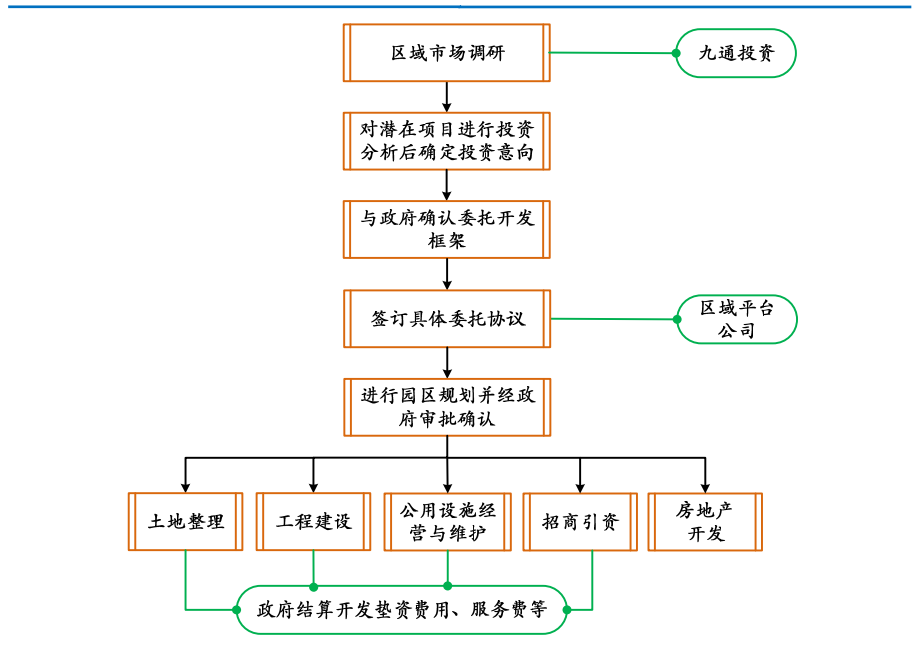
## 1.3 产业新城模式独领风骚

公司采用“工业园区开发运营+房地产开发建设”的产业新城模式，简单点说就是以园区开发项目立项、地产开发跟进、园区开发经营与地产业务协同发展。这种模式在国内上市房地产公司中十



分独特，在国内房地产开发商中也鲜有匹敌。该模式在目前产业升级及房地产宏观调控导致的需求外溢等背景下，能够充分受益，也十分具有竞争力。下图为园区开发模式的简单流畅图。

图3 公司园区开发模式流程图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

### 1.3.1 开发模式独特

公司的园区开发模式有几个显著特点。首先，与政府签订开发园区委托协议具有排他性，从而为公司后续业务奠定市场主导地位，极大的增强了顺利开展业务和获取相关收益的可能性。其次，这种开发模式承接性强，公司能获取园区开发全产业链的主要收益。从签订园区委托开发框架协议开始，一旦公司顺利开发第一期，往往意味着第二期、第三期及规划设计服务、土地整理、基础设施建设、招商引资、公共设施服务、配套住宅开发等后续方面签订更多的协议，从而能使公司持续获取稳健的收益。再次，这种模式收入弹性大，综合毛利率能维持较高水平，低成本土地、毛利润高的土地整理和招商引资服务能使公司盈利超预期的可能性增大。最后，园区开发可以分期进行，通过合理规划和配置配套住宅的比例，达到地产与园区开发良性互动的局面，从而解决初期大资金投入、配套住宅销售和政府结算款回笼等问题。

以固安工业园为例，固安县人民政府与九通投资签订《开发建设有关事项的委托协议》及补充协议，约定固安县人民政府委托九通投资子公司在固安工业区开发中提供工业区规划、基础设施建设、土地整理、产业发展服务（招商引资专业化服务）等。这种委托非经华夏幸福基业同意不可撤销或变更，委托期限长达50年。公司在该区域分别开发了永定河孔雀城、固安大卫城、康桥英郡等住宅项目，为公司贡献了丰厚利润。目前该园区电子信息和汽车零部件两大产业基地初步形成规模。2011年完成固定资产投资100.3



亿元，实现财政收入约 6.3 亿元，园区就业人口超过 2 万。

### 1.3.2 盈利模式可复制

地产开发盈利模式与一般房地产开发商类似，园区开发运营的盈利模式较为特殊，公司主要通过其专业能力及资金实力垫资开发，之后按与政府的约定获取政府的结算款获取收益。以固安工业园区为例，其园区开发运营的主要业务类别及与政府相关部门结算方式如下表所示。

表 1 固安工业园区开发运营主要业务分类及结算方式

业务范围	内容	结算金额	结算方式	支付方
基础设施建设	在委托区域进行道路、供水、供电、供暖、排水设施、公共基础设施建设管理	实际投资*110%	一次性或分期 不超过 3 年	固安工业区管委会
土地整理	对委托区域内进行土地整理	实际投资*110%	一次性或分期 不超过 5 年	固安工业区管委会
产业发展服务	对委托区域内工业园区进行宣传、推广并进行招商引资	新增落地投资额 *45%	一次性或分期 不超过 3 年	固安工业区管委会
园区综合服务	对委托区域进行物业管理、公共项目经营与维护	实际投资*110%	一次性或分期 不超过 3 年	固安工业区管委会

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2012 年 1 月，公司与沈阳市苏家屯区人民政府签订了整体合作开发建设经验委托协议，约定政府就基础设施建设、公共设施建设向公司投资总额的 115% 进行结算；就土地整理按成本的 115% 结算；产业发展服务费按当年入园企业新增投资额的 45% 结算；规划设计和咨询服务费按成本的 110% 结算。政府的结算费用来源于委托区域内所产生的收入，即指委托期限内委托区域内企业与单位经营活动新产生的各类收入。政府向公司出具了不可撤销的还款承诺函，承诺委托区域内所产生的（原有企业与单位产生的除外）区级地方留成收入的约定比例作为用于偿还乙方垫付的投资成本及投资回报的资金来源。这充分说明公司的这种园区开发模式不仅复制性强、公司的议价能力高，而且盈利空间能比想象的更大。

### 1.3.3 产业政策符合度高

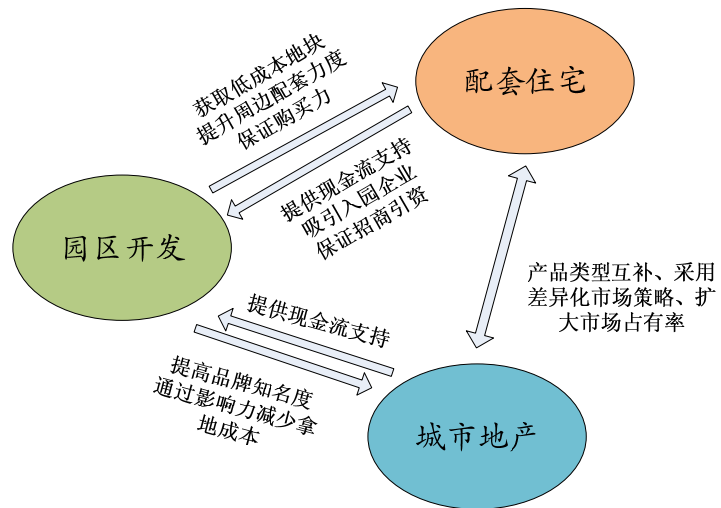
产业新城模式与国家产业政策符合程度高。“十二五”规划明确提出“统筹城乡发展，积极稳妥推进城镇化”的指导思想，表明“城镇转型”业已成为国民经济的重点。作为国民经济基本单元，以及我国城市经济和农村经济“二元结构”结合部的县域经济，无疑成为实现城镇转型的核心。而依托产业园区载体，通过产业的引进、培育、发展，实现产业升级和区域经济可持续发展的综合性发展思路，已经被共识为破除县域经济发展瓶颈，实现城镇转型的不二选择。



### 1.3.4 主营业务互动性强

公司的产业新城模式涉及到园区开发、园区配套住宅开发和城市地产开发三块主营业务。这三块业务之间有很好的良性互动，而且彼此的现金流能很好的流转，从而避免了一般开发商销售住宅受市场变化的波动性影响，保证了盈利的稳健性和持续性。

图 4 主营业务之间的协调发展



资料来源：第一创业证券研究所

产业新城模式由于具备以上特性，使得现有开发园区的签约投资额稳步增加。位于北京周边的固安、大厂、怀来等园区入园企业逐步增多，落地投资额持续增长，基础设施建设总量增加。在 2011 年，公司新拓展 7 个园区进行产业新城的开发建设，公司投资运营的园区新增签约入园企业 86 家，新增签约投资额 129.78 亿元，新开工配套住宅面积 245.17 万平方米。截至 2011 年末，公司投资运营的园区累计签约入园企业 438 家，累计签约投资额 489.53 亿元。

## 1.4 园区业务优势显现、财务指标表现优异

公司 2009-2011 年房地产业务进入高速成长期，主要财务指标呈现大幅度增长，销售面积和销售收入的复合增长率分别达 103.52% 和 51.52%，这为公司进行土地储备、扩张工业园区开发规模奠定了坚实的基础。从 2011 年开始，我们认为公司的业务增长亮点将更多体现在园区的土地整理、招商引资和配套住宅的销售方面。

2011 年，公司共实现营业收入 77.9 亿元，比上年增长 76.22%；主要受益于土地整理和园区配套住宅销售的收入增长。实现营业利润 17.5 亿元，比上年增长 180.80%；实现归属于母公司所有者的净利润 13.6 亿元，比上年增长 225.46%；毛利率和净利率分别为 41.9% 和 16.4%。下表可以看出主营业务中收入占比较大业务类型和相应毛利率水平。



表 2 2011 年主营业务收入按类别分解 (亿元)

业务类型	营业收入	比上年增减	营业成本	毛利率
产业发展服务	9.53	38.3%	-	-
基础设施建设	1.86	-	1.49	19.9%
土地整理	22.63	228.3%	15.24	32.7%
综合服务	0.32	586.8%	0.23	27.9%
配套住宅销售	38.54	151.7%	24.16	37.3%
物业管理	0.25	37.0%	0.40	-62.1%
城市地产开发	4.16	-70.6%	2.98	28.2%
其他	0.30	-47.9%	0.26	12.8%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司在近一年内拿地动作频繁，园区布局扩充明显，但财务表现非常稳健。2011 年末公司资产负债率 85.46%，剔除预收账款后仅为 23.95%，明显低于金地、保利等公司，财务安全边际高。分析相关指标后发现，公司在快速扩张背景下销售毛利率稳步提升，真实资产负债率等指标稳步下降，表现大幅好于同类型上市公司。

表 3 公司近几年部分财务指标

指标	2008	2009	2010	2011
销售毛利率(%)	25.1	30.9	33.9	41.9
ROE(%)	-68.6	-0.4	31.6	48.7
资产负债率(%)	86.6	86.7	89.4	85.5
真实资产负债率(%)	54.5	47.1	31.6	24.0
现金 (百万元人民币)	446.6	1266.3	2752.2	3574.3
长期负债/负债(%)	91.4	66.3	55.3	35.5
速动比率	0.38	0.33	0.29	0.21

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

## 1.5 园区运作情况

公司目前开发较为成熟的园区主要有固安工业园区、大厂潮白河工业区和怀来生态新城，下面简要介绍大厂潮白河工业区的情况。

### 1.5.1 大厂潮白河工业区

大厂潮白河工业区位于河北省廊坊市大厂回族自治县，国贸正东 30 公里处，地处大北京核心区。该工业区 2007 年 5 月建立，2008 年被批准成为省级产业聚集区。工业区确立了现代装备制造业、现代服务业两大产业方向，合理规划了现代装备制造业产业区、现代服务业产业区、滨河综合产业区、城市核心区四个功能区。2009 年 6 月，工业区荣获“中国十大最佳投资环境工业园区”称号，2010 年 9 月，荣膺中国最佳特色园区、中国最具 CBD 潜质经济园区。下图为该工业区的地理位置和园区规划情况。



图 5 大厂潮白河工业区地理位置



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

图 6 大厂潮白河工业区实景



图 7 大厂潮白河工业区规划



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

图 8 现代装备制造产业规划



公司的全资控股公司大厂鼎鸿投资开发有限公司在 2007 年 5 月与大厂回族自治县人民政府签署相关委托协议，主要条项和收益模式与固安园区相似，首期被省建设厅批准的开发面积为 16 平方公里，委托期限为 50 年，后来扩展到 70 平方公里，与之临近的大厂新兴产业示范区还在洽谈之中，委托面积大约 15 平方公里。园区从 2007 年建立以来，考察签约率逐年提升，夸张速度快过固安工业园区，彰显了园区的强大吸引力。

表 4 大厂潮白河工业区招商引资情况

年度	考察客户	选址客户	签约客户	考察签约率
2007	128	10	4	3.13%
2008	258	52	12	4.65%
2009	657	190	32	4.87%
2010	518	125	46	8.88%
2011	115	45	19	16.52%
合计	1676	422	113	6.74%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

在 2011 年园区新增签约投资额 23.92 亿元。截止去年底，园区累计签约入园企业 113 家，累计签约投资额 109.22 亿元。目前，以伊朗富邦德为代表的石油装备业、以宇信为代表的现代装备制造业、以德国菲斯曼为代表的新能源环保产业已经初步形成规模。园区累计建设完成 53 条（段）道路，完成 2 座供水站、1 座供热站等相关配套设施建设，在规划范围内实现了“九通一平”。此外，



园区周边的城市配套有京东第一度假村、中央公园、喜来登五星级酒店、创意水街、创意 SOHO 等。受益于园区的成功开发、轨道交通的发展及北京限购带来的购买力外溢,潮白河孔雀城的销售势头迅猛,其单套别墅价格从 2008 年的 60 多万涨到 2011 年的 300 多万。公司在该园区的配套住宅开发情况如下表所示。

表 5 大厂潮白河工业区 2011 年配套住宅开发情况 (平方米)

项目名称	占地面积	规划建筑面积	新开工面积	竣工面积
潮白河孔雀城 (二~四期)	777,178.63	783,762.02	269,663.88	126,366.34
潮白河大卫城 (一期)	55,446.97	138,975.00	324,375.00	-
潮白河英国宫	200,000.00	393,312.00	191,748.53	-
合计	1,170,511.96	1,316,049.02	785,787.41	126,366.34

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所

### 1.5.2 园区业务总体布局

公司签约的新园区包括河北秦皇岛的昌黎工业园区、河北承德的滦平金山岭园区、河北廊坊的文安园区、广阳园区、沈阳的蒲河智慧产业园区、于洪园区、苏家屯园区、青岛城阳区的园区项目等。公司的园区和地产项目分布图如下所示。

图 9 开发园区及城市地产业务分布图



资料来源:公司公告、第一创业证券研究所

公司截止到 2012 年 6 月各园区的基本情况如下表所示。

表 6 公司各园区基本情况

园区名称	位置	委托面积	其他情况说明
固安工业园区 (开发中)	河北省廊坊市固安县,天安门正南 50 公里处	60 (平方公里,下同)	2002 年 6 月奠基,以电子信息产业、汽车零部件产业、高端装备制造业为三大产业 2006 年 3 月批准成为省级开发区、2011 年 7 月被授予“十一五”河北省开发区体制创新奖,截止 2011 年底累计签约投资额为 347.24 亿



大厂潮白河工业区(开发中)	河北省廊坊市, 国贸正东 30 公里	70	元, 2011 年新增 84.56 亿元 2007 年 5 月建立, 2008 年成为省级产业聚集区, 以现代装备制造业、现代服务业为核心产业, 截止 2011 年底累计签约投资额为 109.22 亿元, 2011 年新增 23.92 亿元
大厂新兴产业示范区*	河北省廊坊市	13	
香河区域*	河北省廊坊市	40	只签订框架协议, 具有不确定性
文安园区	河北省廊坊市	21	以新型材料和装备制造业为主
广阳园区	河北省廊坊市	15	定位于现代服务业
怀来工业区(开发中)	河北省张家口市	121	2008 年 9 月建立, 累计签约投资额为 25.21 亿元, 2011 年新增 13.44 亿元
昌黎工业园区	河北省秦皇岛市	15	以节能环保、信息技术、高端装备为主导
滦平金山岭园区	河北省承德市	75	以长城文化为核心、度假旅游运动为主题
蒲河智慧产业园区	辽宁省沈阳市	10	以科技城、智慧核、宜居地为主题
于洪园区*	辽宁省沈阳市	35	定位于“智慧之港、健康之城”
苏家屯区域	辽宁省沈阳市	35	
城阳区*	山东省青岛市	8	只签订框架协议, 具有不确定性
无锡南长区	江苏省无锡市	4	15 年, 无锡(南长)国家传感信息中心项目
总计		522	

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

截止到 2011 年末, 公司运营的产业新城达到 10 个, 签约项目总投资额 489 亿元, 园区道路建设 155 公里。累计为园区招商 438 家, 创造新增就业人口超过 2 万人。

## 1.6 地产项目情况

地产项目是公司最早涉足并一直稳健发展的传统业务, 旗下知名品牌主要有“京郊生态小镇连锁品牌——孔雀城”、“京郊轻轨新城连锁品牌——大卫城”、“孔雀英国宫”、“人文新镇连锁品牌——兰亭系列”和“都市精品——华夏系列”, 后两个品牌属于城市地产业务。

孔雀城强调京郊和生态小镇概念。自 2006 年起, 公司以“孔雀城”为品牌, 进行环北京地区的生态小镇开发, 目前已开发有“永定河孔雀城”、“大运河孔雀城”、“潮白河孔雀城”和“八达岭孔雀城”四个项目。之后, 公司推出大卫城品牌, 强调轻轨沿线、无缝接驳等概念。孔雀英国宫主打英国风情, 将英式建筑、英国花园景观与商业综合体结合。兰亭新镇主打人文概念, 建筑与园林采用新中式风格, 融入东方装饰主义、东方自然主义等风格特征。华夏系列涵盖了精品住宅、商业街及城市综合体等多种业态, 充分满足市场多样化需求。公司先后成功开发了华夏花园、华夏经典、第五大街、第九园、华夏奥韵等系列项目。所涉及城市包括河北廊坊市区、河北固安县、河北大厂回族自治县、河北香河县、河北怀来县、天津市武清区、山东省文登市等。下面简要介绍公司在固安开发的永定河孔雀城项目。



永定河孔雀城作为京御房地产开发孔雀城系列最早的项目，是孔雀城系列的开篇巨作，历经 8 年磨砺，已经发展成为 8000 户居民认可的醇熟小镇，项目容积率低，且拥有稀缺独特的园林景观资源，具体地理位置如下图所示。

图 10 永定河孔雀城地理位置



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

永定河孔雀城拥有十分完备的配套。区内配备有双语汇佳幼儿园、品牌小学、社区医疗服务中心、科技塑胶走廊、多个会所、五星级酒店、风情商业街、广场等。区外周边配套设施十分完善，包括交通配套体系（一条地铁线路、两条高速公路、三条公交线路）、医疗配套体系（二甲全科医保定点医院仁和医院、天坛医院与北京儿童医院）、教育配套体系（机关幼儿园，固安三小、新中街第四小学、北京经济管理职业学院与首都师范大学科德教育学院）和休闲配套体系（温泉酒店、野生动物园、高尔夫俱乐部、温泉度假村、采摘园、旅游文化基地）。

永定河孔雀城项目已滚动开发到七期，一至五期已基本售罄。目前在售的别墅产品有旗舰大堡、台地别院、环景别院、全景别院、公园叠堡等产品。下图为全景别院和公园叠堡两款产品的营销宣传图，包含了产品的面积、售价和产品特点等信息。

图 11 永定河孔雀城全景别院

图 12 永定河孔雀城公园叠堡



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

公司 2011 年园区地产的具体项目开发情况和土地储备情况见估值篇。



## 2 环境篇

### 2.1 持续受益于环首都经济圈

公司目前大部分园区和地产项目处于环首都经济圈内，公司的园区和地产业务将持续受益于北京和天津市的产业转移以及相关新城建设。2011年5月，河北环首都绿色经济圈规划出台。“环首都绿色经济圈”是指在北京周边的十余个区县，建设高层次人才创业园区、科技成果孵化园区、新兴产业示范园区、现代物流园区，以新兴产业为主导的经济圈，涉及范围如下图所示。

图 13 开发园区及城市地产业务分布图



资料来源：环首都网、第一创业证券研究所

环首都经济圈包括 1 圈（以新兴产业为主导的环首都绿色经济圈）、4 区（在环首都绿色经济圈建设高层次人才创业园区、科技成果孵化园区、新兴产业示范园区、现代物流园区）、6 基地（在环首都绿色经济圈内建设养老、健身、休闲度假、观光旅游、有机蔬菜、宜居生活基地）和 14 市县（环绕北京的涿州市、涿水县、涿鹿县、怀来县、赤城县、丰宁满族自治县、滦平县、三河市、大厂回族自治县、香河县、广阳区、安次区、固安县、兴隆县）。可以看出公司的固安工业园区、大厂潮白河工业园区、滦平金山岭园区等园区的布局和定位完全符合环首都经济圈的总体规划。

### 2.2 产业转移带动楼市繁荣

“环首都绿色经济圈”的规划出炉不久，就使得一向表现“淡定”的河北楼市，在一线城市集体滞涨的情况下高调接棒。中国统计局新闻发布会数据显示，2011年10月份国内70个大中城市房价同比、环比涨幅双双回落，北京、上海、广州、杭州等地出现环比负增长，楼市调控政策开始见效。然而，河北10月份房地产市场却是难以掩盖的整体旺势。2011年1-10月份，河北商品房销售面积和销售额分别增长66.6%和78.9%，仅次于曾因“国际旅游岛”规划而一度飙涨的海南楼市，更是远远高于全国的9.1%和17.3%。在不断上涨的房价背后，是京津冀两地区域规划“蓝图”和一连串政策



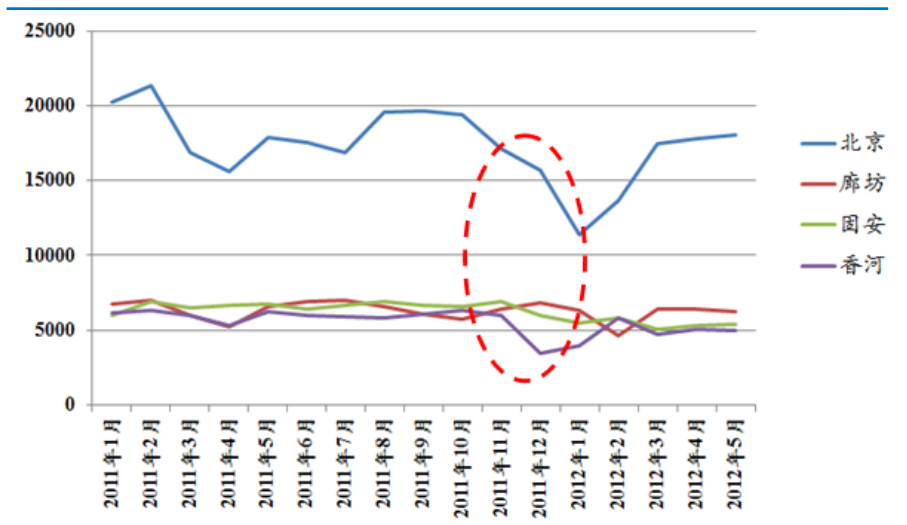
的刺激。继河北部署“环首都绿色经济圈”和提出京东、京南、京北新城之后，河北省常务副省长赵勇称，京冀双方已建立高层面的定期沟通机制，并在河北燕郊设立前线指挥部，环首都地区 2-3 年内有望与北京实现“同城化”。双方已同意，电话号码 010 区号年底将进入冀 13 县市。

在区域经济“抱团”发展的全球趋势下，专家认为国际性大都市的北京不可能隔离周边区域而独立存在。城市越大、中心地位越突出，越需要有广大的腹地来支撑，越需要形成产业功能的梯次融合。作为“先发展起来”的北京，此前的“虹吸”效应正逐步转化为“溢出”效应。

## 2.3 差异化市场平滑项目风险

公司善于采用差异化市场布局项目，从而能有效抵御单个市场面临的风险。下图为北京市、廊坊市区、固安县和香河县从 2011 年 1 月至 2012 年 5 月的楼市成交均价走势图。可以看出两点，一是廊坊、固安和香河不管是波动幅度还是波动比例，都明显低于北京，相对非常稳健。二是在特定时间，不同区域市场呈相反方向，具有一定的互补性，这都能有效地保证了公司城市地产和园区配套住宅的销售面积和销售均价。

图 14 公司项目所在区域市场楼市销售价格（元/平米）



资料来源：中指数据、第一创业证券研究所

## 2.4 地方政府提供政策支持

廊坊市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要明确提出，要推进现有省级开发区（园区）建设。香河、霸州开发区以及大厂、永清、固安、文安、大城工业园区等 7 个现有省级开发区（工业园区），要按照全市产业结构和产业布局总体定位，重点完善基础设施，提升产业层次，加快产业聚集，努力打造成规模大、档次高、特色鲜明的产业发展高地，成为国内外战略投资的平台。坚持政府推动、市场运作、自主经营、有偿服务的原则，推行管办分离、政

企分开，加快机制再造和体制创新步伐，推进现有园区研发中心、培训中心、检测中心等公共服务平台建设，不断提升园区发展的承载力和竞争力。

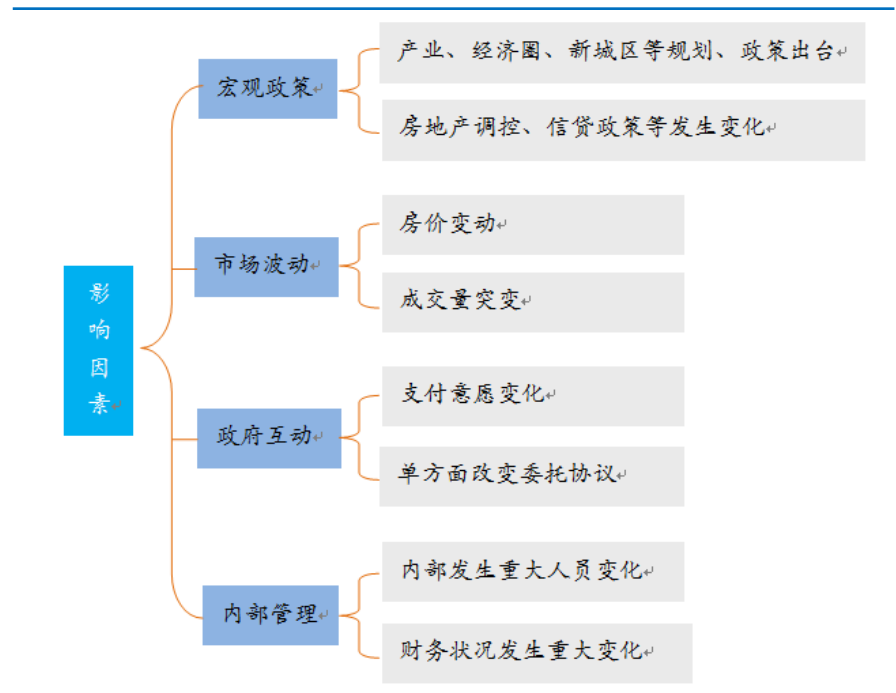
作为与公司区域投资平台公司签订委托协议的县级政府，作为委托方，更会在土地整理、招商引资、对外宣传、基础设施等多方面对公司的开发业务进行全方位支持，这样才能保证他们的土地出让收入和入园企业的税收收入。

### 3 估值篇

#### 3.1 关键因素梳理

前面仔细分析了公司的运作模式、业务布局、与环境的适应性等方面，这里再对影响产业新城模式运作和项目业绩的关键影响因素进行梳理。基本的分析框架如图所示。

图 15 影响业绩的关键因素分析框架



资料来源：第一创业证券研究所

在宏观政策方面，由于公司与地方政府签订园区委托开发协议一般是在政府出台了相关规划或者为了推进相关规划而进行的，所以在园区开发启动后，即便出现不利的产业规划政策方面的调整，也将仅局限于部分功能分区的设置和调整，而不会推翻之前的委托协议。相反地，出现同方向的、有利的产业规划政策可能性却大的多。国家针对房地产的调控以及信贷政策紧缩对该模式影响很小，2011年就是个很明显的例子，主要原因在于公司运作的地产项目都具有低成本、不属调控范畴、不需要高房价支撑利润等特点。而就目前的情况看来，房地产调控政策和信贷政策的进一步趋紧的可能性很小，相反地，预调微调政策也即适当的局部的间歇的放松倒



是存在很大的可能性。综合分析，在宏观政策方面，公司的开发模式面临的机遇远大于风险。

在市场波动方面，主要有以下几点需要注意。一是房价下行的风险，这点前面也简单讨论过。主要逻辑是公司的园区配套住宅和城市住宅并不是走高端路线，而且布局在廊坊市、张家口市等不受调控、房地产泡沫小的地方，在园区配套建设、楼盘精确定位、优异楼盘品质和公司品牌的带动下，保证合理利润空间的销量是较容易保证的，但不排除面临一定风险。

在与政府互动方面，可能会面临政府支付意愿不足，或者会单方面调低结算比例等风险。我们认为这种可能性相对较小，理由如下。首先，公司会选择相对具有财政实力的地方政府合作，而且公司开发采取分期分部开发，假设首期开发 5 平方公里，土地整理等初期投入费用也不会超过 3 亿元，而当土地整理完成后政府即具备卖地返还结算款的能力，如果政府支付结算款的意愿不足，将会直接影响基础设施开发和后期的土地整理，这样明显不符合政府的利益。其次，地方政府给予公司在招商引资方面落地投资额的 45% 的比例看似过高，但实际上这种比例一是对于前期土地整理和基建配套设施建设的补偿，二是吸引公司积极参与企业投资，彻底解决政府招商引资难的问题，而且随着园区开发推进地价的升值、税收的增加足以摊薄最初落地投资额的返还款比例。最后，公司在委托协议安排中往往为了保险起见都会附加条款让政府发出承诺，从而从一定程度上降低这种风险。

在内部管理方面，我们暂时看不出任何不良迹象，公司的管理团队和专业人员相对十分稳定，而且各项业务正处于黄金发展期，财务指标也非常稳健。

总体而言，我们觉得影响开发模式和公司项目盈利的相关因素虽然存在，但是从几个方面来看消极影响相对较小，不必过于担心模式的持续性和可复制性问题。

## 3.2 估值分解

公司的收入来源按主要业务类别可分为园区结算收入和房产销售结算收入。园区结算收入中，招商引资结算收入弹性较大，而且成本相对很低，对公司未来业绩锁定性强。为了合理预测招商引资业务对公司业绩的贡献，考虑到签约之后的违约、不严格履行合同等因素，签约投资额中只有 35-45% 的部分会在签约后 5 年左右成为落地投资额，政府按照落地投资额的 45% 确认公司招商引资的结算款，确认和交付结算款平均时间为 2 年。招商引资新增投资额以 2011 年为基数，7 年内年均增长率为 5%，招商引资成本以 2011 年为基础，每年平均增长 5%，这样我们能大致预测未来 7 年招商引资为公司的利润贡献。

截止 2011 年末，公司的园区累计签约投资额为 489.53 亿元，其中 2011 年新增 129.78 亿元。我们假设签约投资额的 35% 能成为



落地投资额，按照上述假定落地投资额为 171.34 亿元。而政府按照落地投资额的 45% 确认结算收入，即为 77.10 亿元。公司 2011 年收到的结算回款额 36.05 亿元中有 9.53 亿元为招商引资结算款，即便再扣除 2010 年已经收到的招商引资结算 6.89 亿元(2010 之前忽略不计)，我们预计未来至少还有 60.68 亿元的结算款。另外，2011 年公司园区招商引资成本(总部+园区分部+办事处)按 1.2 亿估计，按照上述假设，扣除相关税费后我们预计未来 7 年招商引资收入为公司贡献的净利润为 51.74 亿元，贡献的 EPS 为 5.87 元，在未来 7 年结算。同样地，我们假设签约投资额的 40% 能成为落地投资额，则贡献的 EPS 为 7.10 元；假设签约投资额的 45% 能成为落地投资额，则贡献的 EPS 为 8.36 元。

公司 2011 年的配套住宅新开工面积为 245.17 万平米、签约销售面积 147.70 万平米、销售额 109.41 亿元，城市地产新开工面积 108.70 万平米，签约销售面积 24.35 万平米、销售额 18.83 亿元，业绩锁定性良好，加上 2012 年第一季度 22.56 亿元。园区住宅和城市地产分别按照净利率 20% 和 16% 估计，只要不出现结算风险，则目前的销售额已经锁定的净利润为 29.40 亿元，贡献的 EPS 为 3.33 元。

### 3.3 业绩预测

根据公司的业务开发节奏和相关计划，预计在未来三年完成结算的项目明细如下表所示。

表 7 未来三年项目结算情况预测

项目名称	已规划建面 (万平米)	预计结算面积(万平米)			预计结算净利润(百万元)		
		2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
华夏奥韵	22	8			97.28	0	0
华夏第九园兰亭	18	8			97.28	0	0
华夏铂宫	20	7	3		85.12	36.48	0
华夏幸福城	150		8	7	0	97.28	85.12
威海孔雀湾	55		7	8	0	85.12	97.28
小计	265	23	18	15	279.68	218.88	182.4
永定河孔雀城四期	25	7			95.2	0	0
永定河孔雀城五期	40	5	6		68	81.6	0
永定河孔雀城六期	39	5	5	6	68	68	81.6
永定河孔雀城七期	60		5	5	0	68	68
孔雀湖	31	4	7	10	54.4	95.2	136
固安大卫城	133	6	10	5	81.6	136	68
康桥英郡(英国宫)	62	6	5	8	81.6	68	108.8
固安小计	390	33	38	34	448.8	516.8	462.4
潮白河孔雀城二期	22	7	1	2	105	15	30
潮白河孔雀城三期	26	5	5	3	75	75	45
潮白河孔雀城四期	30		7	9	0	105	135
潮白河大卫城	14		6	5	0	90	75



潮白河英国宫	39		5	10	0	75	150
大厂小计	131	12	24	29	180	360	435
大运河孔雀城一期	20	3	4		42	56	0
大运河孔雀城二期	15	3	0	5	42	0	70
大运河孔雀城三期	4	0	3		0	42	0
香河小计	39	6	7	5	84	98	70
八达岭孔雀城一期	23	2	6	8	30	90	120
怀来小计	23	2	6	8	30	90	120
其他		5	8	8	70	112	112
土地储备	511			30	0	0	414
总计	1359	81	101	129	1092.48	1395.68	1795.8

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

根据以上预测结果，我们算出地产业务 2012-2014 年贡献的 EPS 分别为 1.24、1.58、2.04，再考虑到园区开发结算收入的净利润贡献，我们得出公司未来三年的 EPS 预测为 2.08、2.85 和 3.34 元。

根据公司经营模式的独特性，我们给予公司 10-12 倍 PE 的估值，即目标价区间为 20.80-24.96 元。

由于公司的土地储备大部分位于工业园区和三四线城市，增加土地储备主要是为了配合住宅销售和支持园区开发，我们认为常规意义上的项目和土地的重估净资产方法并不能很准确地反应公司价值，这里就不对其进行相关分析了。但值得说明的是，通过园区开发运营捆绑的方式，公司获取低价的土地储备能力超强，随着新园区委托协议的签署，随时可能增加潜在土地储备。截至到 2011 年末，公司储备开发用地规划建筑面积 414.03 万平米，2012 年至今，公告显示新增开发用地规划建筑面积为 96.89 万平米，迄今公司储备开发用地规划建筑面积已有 510.92 万平米，足以支持未来 5 年以上的发展需求。

我们对公司未来三年的盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司所面临的宏观环境及相关市场因素的变化不会导致项目结算和公司现金流出现较大风险；
- 2) 未来三年公司销售项目的结算情况如表 7 所示；
- 3) 相关费用比例和税率等与 2011 年相比不发生变化；
- 4) 不出现新园区建设速度超越预期带来相关收入的突发性增长等。

基于以上分析及假设条件，我们得出公司未来三年的盈利预测如下表所示。



表 8 盈利预测简表

单位：万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	25,261	779,001	1,163,550	1,505,813	1,748,454
同比 (%)	37.7%	2983.8%	49.4%	29.4%	16.1%
营业毛利	5,703	326,621	477,353	618,562	721,418
同比 (%)	71.7%	5627.3%	46.1%	29.6%	16.6%
归属母公司净利润	221	135,797	183,697	251,054	294,221
同比 (%)	-70.3%	61212.5%	35.3%	36.7%	17.2%
总股本 (万股)	14,532.5	58,794.7	88,192.0	88,192.0	88,192.0
每股收益 (元)	0.02	2.31	2.08	2.85	3.34
ROE	0.8%	48.7%	39.5%	35.0%	29.1%
P/E (倍)		7.8	8.6	6.3	5.4

资料来源：IFIND，第一创业证券研究所

### 3.4 风险提示

我们认为公司的发展和业绩兑现面临以下风险：

- 1) 房地产市场出现深刻变化，区域市场差异减弱导致公司城市地产和园区住宅销售受挫或违约风险增加；
- 2) 出现新的政策、竞争者、政府领导团队导致政府方面违反委托协议，项目的进展或结算款的确认受到严重影响；
- 3) 政府对园区开发和产业发展结算款的确认和支付意愿降低，公司被迫持有大量土地储备且面临变现风险从而影响园区整体开发和公司现金流状况。



表9 财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>26,711.5</b>	<b>36,324.5</b>	<b>45,206.9</b>	<b>50,797.9</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>7,790.0</b>	<b>11,635.5</b>	<b>15,058.1</b>	<b>17,484.5</b>
货币资金	3,574.3	1,434.4	362.1	-760.5	减: 营业成本	4,523.8	6,862.0	8,872.5	10,270.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	458.7	695.1	927.8	1,082.1
应收款项	305.5	868.3	1,126.0	1,227.0	销售费用	534.5	895.0	1,054.1	1,223.9
预付款项	1,506.5	1,871.2	2,377.7	2,582.8	管理费用	524.3	784.5	903.5	1,049.1
存货	20,665.0	31,375.1	40,565.6	46,973.3	财务费用	-1.7	-27.1	-21.2	-21.0
其他流动资产	660.2	775.5	775.5	775.5	资产减值损失	6.6	47.5	51.0	33.8
<b>非流动资产</b>	<b>868.3</b>	<b>714.2</b>	<b>596.5</b>	<b>478.7</b>	加: 公允价值变动收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
股权投资	19.4	19.4	19.4	19.4	投资收益	5.6	11.6	15.4	15.4
债权与公允价值资产	412.9	319.8	319.8	319.8	其中: 联营企业收益	-0.2	4.1	5.4	5.4
固定资产	214.2	122.9	9.4	-104.2	<b>二、营业利润</b>	<b>1,749.3</b>	<b>2,390.2</b>	<b>3,285.9</b>	<b>3,861.7</b>
在建工程	9.9	13.6	14.0	14.5	加: 营业外收入	2.9	4.5	4.6	4.7
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	9.9	2.8	3.1	3.5
无形及递延性资产	45.9	38.3	33.7	29.0	<b>三、利润总额</b>	<b>1,742.4</b>	<b>2,391.9</b>	<b>3,287.4</b>	<b>3,862.9</b>
其它非流动资产	166.0	200.1	200.1	200.1	减: 所得税费用	463.0	599.9	821.8	965.7
<b>资产总计</b>	<b>27,579.8</b>	<b>37,038.8</b>	<b>45,803.4</b>	<b>51,276.7</b>	<b>四、净利润</b>	<b>1,279.4</b>	<b>1,792.0</b>	<b>2,465.5</b>	<b>2,897.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>21,310.0</b>	<b>29,019.5</b>	<b>35,318.5</b>	<b>37,894.7</b>	归属母公司净利润	1,358.0	1,837.0	2,510.5	2,942.2
短期借款	1,691.0	1,313.7	1,313.7	1,313.7	少数股东损益	-78.6	-45.0	-45.0	-45.0
应付账款	816.1	1,125.0	1,423.8	1,543.4	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>587.9</b>	<b>881.9</b>	<b>881.9</b>	<b>881.9</b>
预收帐款	16,964.8	25,410.5	31,592.7	34,122.5	<b>EPS (元)</b>	<b>2.31</b>	<b>2.08</b>	<b>2.85</b>	<b>3.34</b>
其它流动负债	1,838.2	1,170.3	988.3	915.0	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>2,261.0</b>	<b>2,563.8</b>	<b>2,563.8</b>	<b>2,563.8</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	929.1	1,370.9	1,370.9	1,370.9	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	1,310.1	1,173.3	1,173.3	1,173.3	营业收入	2983.8%	49.4%	29.4%	16.1%
其它非流动负债	21.8	19.6	19.6	19.6	营业毛利	5627.3%	46.1%	29.6%	16.6%
<b>负债合计</b>	<b>23,571.0</b>	<b>31,583.3</b>	<b>37,882.4</b>	<b>40,458.5</b>	主业盈利	45509.5%	37.2%	37.6%	16.9%
<b>少数股东权益</b>	<b>1,222.4</b>	<b>977.3</b>	<b>932.3</b>	<b>887.3</b>	母公司净利	61212.5%	35.3%	36.7%	17.2%
股本	587.9	881.9	881.9	881.9	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	459.6	314.4	314.4	314.4	毛利率	41.9%	41.0%	41.1%	41.3%
留存收益	1,738.8	3,458.2	5,968.8	8,911.0	主业盈利/收入	22.4%	20.6%	21.9%	22.1%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,786.4</b>	<b>4,654.5</b>	<b>7,165.1</b>	<b>10,107.3</b>	ROS	16.4%	15.4%	16.4%	16.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>27,579.8</b>	<b>37,038.8</b>	<b>45,803.4</b>	<b>51,276.7</b>	ROE	48.7%	39.5%	35.0%	29.1%
					ROIC	19.0%	21.1%	22.4%	20.7%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负率				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	85.5%	85.3%	82.7%	78.9%
<b>经营活动现金流</b>	<b>240.9</b>	<b>-1,767.7</b>	<b>-1,108.5</b>	<b>-1,158.6</b>	利息保障倍数	-733.8	-66.0	-116.4	-137.9
净利润	1,279.4	1,792.0	2,465.5	2,897.2	速动比率	0.25	0.14	0.11	0.08
折旧摊销	36.3	143.5	169.1	152.0	经营现金净额/当期债务	0.14	-1.35	-0.84	-0.88
财务费用	4.5	-27.1	-21.2	-21.0	<b>营运能力</b>				
投资损失	-5.4	-11.6	-15.4	-15.4	总资产周转率	0.28	0.31	0.33	0.34
营运资金变动	-956.4	-3,140.6	-3,675.2	-4,145.8	应收款天数	14.12	26.86	26.92	25.26
其它变动	-117.4	-523.8	-31.4	-25.6	存货天数	1,644.51	1,646.03	1,645.94	1,646.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>-755.3</b>	<b>-197.6</b>	<b>15.0</b>	<b>15.0</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-18.6	-3.1	-0.4	-0.4	主业盈利/股本	2.97	2.72	3.74	4.38
长期投资	-576.8	-206.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.41	-2.00	-1.26	-1.31
其它变动	-160.0	11.6	15.4	15.4	每股净资产	2.66	4.17	7.07	10.45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,335.2</b>	<b>-175.8</b>	<b>21.2</b>	<b>21.0</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	558.4	36.5	0.0	0.0	P/E	7.79	8.64	6.32	5.40
权益融资	1,195.3	0.0	0.0	0.0	P/B	6.77	4.32	2.55	1.72
其它变动	-418.5	-212.3	21.2	21.0	P/S	1.36	1.36	1.05	0.91
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	8.19	7.57	5.94	5.47
<b>现金净增加额</b>	<b>820.8</b>	<b>-2,141.0</b>	<b>-1,072.3</b>	<b>-1,122.6</b>					

资料来源: IFIND, 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

### 第一创业证券股份有限公司

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