



买入

21% ↑

目标价格: 人民币 31.21
原目标价格: 人民币 26.31

600340.CH

价格: 人民币 25.76

目标价格基础: 2012年净资产值折让 10%

板块评级: 中立

华夏幸福

大力拓展布局, 销售再上一层楼

华夏幸福以独创的园区开发新模式, 实现了政企共赢的局面, 未来在新型城镇化的推进过程中将大有可为。在 2012 年中, 公司进行了内部管理架构优化, 并积极在数量上和区域上拓展园区, 为地产业务的规模扩张埋下了伏笔, 而公司地产业务的结算和销售两方面也都取得靓丽的表现。展望 2013 年, 公司仍旧坚持了积极的新开工和拿地策略, 保证了地产业务未来的持续增长, 而成熟的园区项目日渐增多也将帮助园区业务收入的贡献比重逐渐增大, 并且后续地产和园区两者的互相促进作用也将更加明显。我们维持买入评级, 目标价格上调至 31.21 元。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9)	4	(2.8)	73.4
相对新华富时 A50 指数	(8)	6	(6.6)	69.0

发行股数(百万)	882
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	8,985
13 年末每股评估净资产值(人民币)	34.68
3 个月日均交易额(人民币 百万)	112
13 年末净负债比率(%)	36.5
主要股东(%)	
华夏幸福基业控股股份公司	69

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*袁豪为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- **净利率大幅增长 31%, 结构及降价导致毛利率下降。**2012 年, 净利润 17.8 亿元, 同比增长 31.3%; 基本每股收益 2.02 元; 毛利率和净利率分别为 39.7% 和 14.8%, 分别较上年下降 2.3 和 2.7 个百分点; 每 10 股派送 2.3 元。公司毛利率下降的原因: (1) 较低毛利率的房地产开发业务营收占比提高了 14 个百分点; (2) 降价导致房地产业务结算毛利率下降 3 个百分点。
- **园区业务高速增长, 受委托面积超 692 万平方公里。**目前公司累计接受委托的园区共有 17 个, 预计对应接受委托的面积已超过 692 平方公里; 累计签约投资额 768.5 亿元, 预计锁定该部分收入足够支持公司获得 2-3 年产业发展服务收入的高增长。
- **13 年计划整体销售 280 亿元, 14 年地产收入已经锁定 90%。**2012 年, 整体销售额 211 亿元, 同比增长 28%, 完成年初计划的 111%, 其中, 房地产签约销售额 180 亿元, 同比增长 40%; 园区结算回款额 30 亿元, 同比下降 16%。2013 年, 公司计划整体销售额 280 亿元, 同比增长 33%。2012 年末, 预收款项为 243 亿元, 分别锁定了我们对公司 13-14 年的房地产业务预测收入的 100% 和 90%, 锁定表现突出。
- **12 年拿地策略激进, 估测 13 年计划新开工大幅增长 161%。**2012 年公司新增土地储备 404 万平米, 同比增长 55%, 远超同期 274 万平米的签约销售面积, 楼面价 747 元/平米, 仅占比同期销售均价 11%, 拿地成本优势非常突出。2013 年初, 公司已经新增土地储备 118 万平米。我们估算 13 年的计划新开工面积约为 744 万平米, 同比增长 161%, 由于公司开工到预售的时间间隔非常短, 因此新开工的大幅增长将保证 13 年充足的可售资源。

评级面临的主要风险

- 行业调控进一步收紧; 政府对于返还款支付意愿度降低。

估值

- “园区+地产”模式为公司提供了丰富的潜在储备、充裕的可结算资源和长期发展后劲, 可以享受一定的模式溢价, 我们小幅调整公司 2013-14 年每股收益预测至 2.66 元和 3.37 元, 目标价由 26.31 元上调至 31.21 元, 相当于 11.7 倍 2013 年市盈率和 2013 年 NAV10% 的折让, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	7,790	12,077	16,411	19,511	24,175
变动(%)		55	36	19	24
净利润(人民币 百万)	1,358	1,784	2,348	2,975	3,790
全面摊薄每股收益(人民币)	1.540	2.023	2.663	3.373	4.298
变动(%)		31.4	31.6	26.7	27.4
先前预测每股收益(人民币)			2.628	3.362	
调整幅度(%)			1.3	0.3	
市盈率(倍)	16.7	12.7	9.7	7.6	6.0
每股现金流量(人民币)	0.41	0.30	(1.28)	0.04	(2.10)
价格/每股现金流量(倍)	62.9	87.0	(20.2)	616.7	(12.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	10.0	7.8	6.0	5.2
每股股息(人民币)	0.200	0.230	0.213	0.270	0.344
股息率(%)	0.8	0.9	0.8	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利率大幅增长 31%，结构及降价导致毛利率下降

2012年，公司实现营业收入120.8亿元，同比增长55.0%；净利润17.8亿元，同比增长31.3%；基本每股收益2.02元，基本符合我们的预期；毛利率和净利率分别为39.7%和14.8%，分别较上年同期下降2.3和2.7个百分点；此外，年度分红预案为每10股派送人民币2.3元现金股息。

分业务来看，房地产开发业务（包括园区住宅配套和城市地产开发）实现营业收入83.1亿元，同比增长94.6%，实现毛利率33.2%，较上年同期下降3.2个百分点；园区非地产开发业务实现营业收入36.8亿元，同比增长6.3%，实现毛利率55.2%，较上年同期提高了5.4个百分点。

公司总体毛利率下降主要有两个原因：（1）收入结构的变化：较低毛利率的房地产开发业务营业收入占比69%，较2011年的55%提高了14个百分点；（2）地产项目的降价：由于公司项目降价导致了房地产业务结算毛利率较上年同期下降3个百分点。

报告期内，公司三项费用率也略有改善，三项费用率由2011年的13.6%下降至12.2%，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别下降0.3、0.9和0.1个百分点。

图表 1. 华夏幸福 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
营业收入	7,790	12,077	55.0
营业成本	(4,524)	(7,288)	61.1
营业税	(459)	(785)	71.0
毛利润	2,807	4,004	42.6
其他收入	(7)	(11)	68.6
销售费用	(534)	(718)	34.4
管理费用	(524)	(777)	48.3
营业利润	1,742	2,498	43.4
投资收益	5	(1)	(120.4)
财务费用	2	18	943.4
营业外收支	(7)	5	(170.1)
税前利润	1,742	2,520	44.6
所得税	(463)	(653)	41.0
少数股东权益	79	(83)	(205.7)
归属上市公司股东净利润	1,358	1,784	31.3
主要比率(%)			百分比增减(%)
毛利率(含税)	36.0	33.2	(2.9)
经营利润率	22.4	20.7	(1.7)
净利率	17.4	14.8	(2.7)

资料来源：公司数据

图表 2. 华夏幸福 2012 年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 占比(%)	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	毛利率增减百 分点(%)	营业收入 占比增减百分点(%)
1、房地产开发业务	83.10	69.17	33.19	94.62	(3.23)	14.14
- 园区住宅配套	65.96	54.91	36.08	71.15	(1.22)	5.24
- 城市地产开发	17.13	14.26	22.03	312.13	(6.18)	8.90
2、园区非房地产开发业务	36.76	30.60	55.22	6.28	5.43	(13.98)
- 产业发展服务	15.46	12.87	95.61	62.34	NA	0.60
- 基础设施建设	NA	0.00	NA	NA	NA	0.00
- 土地整理	20.60	17.15	25.45	(8.98)	(7.20)	(12.02)
- 综合服务	0.36	0.30	29.11	11.93	1.17	(0.12)
- 物业管理服务	0.33	0.28	49.50	35.26	111.62	(0.04)
3、其他	0.27	0.23	(8.17)	(9.15)	(21.00)	(0.16)
合计	120.13	100.00	39.84	54.83	(2.45)	0.00

资料来源：公司数据和中银国际研究

受委托面积超 692 万平方公里，产业发展服务已锁定 2-3 年收入

从 2011 年开始，公司的园区开发加快了向外扩张的步伐：（1）从数量来看，2011 年公司新增拓展了 6 个园区项目，而 2012 年公司新增拓展了 5 个园区以及其他 3 个委托项目，目前公司累计接受委托的园区共有 17 个，预计对应接受委托的面积已超过 692 平方公里；（2）从区域上看，2011 年公司主要拓展的区域为沈阳、廊坊、承德和秦皇岛等东北方区域，而 2012 年公司主要拓展的区域则开始进入无锡和镇江等南方城市。在近两年中，公司无论是从数量上还是区域上都进行了大幅度的扩张。

报告期内，公司投资运营的园区新增签约入园企业 45 家，新增签约投资额 279 亿元，公司投资运营的园区累计签约入园企业 483 家，累计签约投资额 768.5 亿元。按 30% 的投资落地转化率计算以及 45% 的分成情况下，估算目前公司累计产业发展服务应结算总额约为 104 亿元，而公司 2007 年至 2012 年产业发展服务累计已结算金额为 35 亿元，即使后续没有新增投资额，剩余的约 69 亿元未结算金额约为 12 年的产业发展服务 15 亿元收入的 4.4 倍，足够公司获得 2-3 年较高增长的产业发展服务收入。

图表 3.截至目前华夏幸福接收委托园区情况

序号	园区	省/直辖市	市	接受委托时间	委托面积 (平方公里)
1	固安区域	河北	廊坊	2005-12	60
2	大厂潮白河区域	河北	廊坊	2007-05	83
3	怀来区域	河北	张家口	2010-03	122
4	于洪园区	辽宁	沈阳	2011-05	NA
5	河北文安经济开发区	河北	廊坊	2011-05	21
6	沈北蒲河智慧产业园区	辽宁	沈阳	2011-07	5
7	滦平金山岭园区	河北	承德	2011-08	225
8	昌黎工业园区	河北	秦皇岛	2011-11	15
9	广阳园区	河北	廊坊	2011-12	15
10	沈阳苏家屯园区	辽宁	沈阳	2012-01	35
11	青岛市城阳区	山东	青岛	2012-01	8
12	香河经济技术开发区	河北	廊坊	2012-02	40
13	无锡市南长区	江苏	无锡	2012-06	4
14	北京丰台科技园	北京	北京	2012-08	NA
15	固安新兴产业示范区	河北	廊坊	2012-07	49
16	江苏镇江京口区	江苏	镇江	2012-09	3
17	廊坊生态文化艺术新区	河北	廊坊	2012-11	9
合计					超 692 平方公里

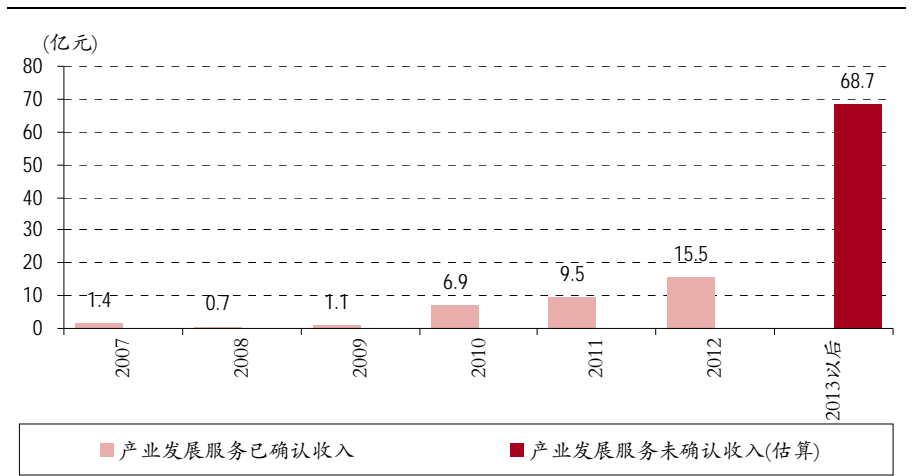
资料来源：公司公告，中银国际研究

注：(1)大厂潮白河区域包含大厂新兴产业示范区；(2)滦平金山岭长城文化旅游园区的委托面积由原来的 75 平方公里扩展至 225 平方公里。

图表 4.华夏幸福主要工业园区 2012 年入园数量及签约金额

	2012 年新增签约入 园企业数量 (家)	新增签约投资额 (亿元)	累计入园企业 家数 (家)	累计签约金额 (亿元)
固安区域	20	127.0	286	474.2
大厂区域	1	6.0	114	115.2
怀来区域	3	20.9	50	46.1
其他区域	21	125.1	33	133.0
合计	45	279.0	483	768.5

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5.华夏幸福 2007-2012 年产业发展服务已确认收入


资料来源：公司数据和中银国际研究

注：产业发展服务未确认收入为中银国际估算值。

13 年计划整体销售 280 亿元，14 年地产收入已经锁定 90%

2012 年，公司实现整体销售额 211 亿元，同比增长 28%，完成 2012 年年初计划 190 亿元的 111%，整体销售表现靓丽。其中：

(1) 公司的房地产业务实现签约销售额 180 亿元，同比增长 40%；签约销售面积 274 万平方米，同比增长 59%；销售均价 6,576 元/平方米，同比下降 12%。其中，园区配套房地产业务签约销售额为 145 亿元，占比达 80%；

(2) 园区结算回款额 30 亿元，同比下降 16%，与此对应，2012 年公司应收账款 14 亿元，同比增长 362%，结算回款额下降以及应收账款的增加主要是因为 2012 年受房地产行业调控导致地方政府土地出让收入的减少以及经济不理想导致了地方政府的税收来源下降两方面因素共同造成的，而应收账款主要为新增应收固安、大厂、昌黎及怀来区域的园区开发业务结算款，其中，固安和大厂园区合计约占 7.7 亿元，这部分由于园区已经比较成熟，后续收回的速度预计较快。

图表 6. 华夏幸福 2012 年房地产签约销售情况

	2011	2012	同比变化(%)
签约销售面积(万平方米)	172.0	273.8	59
园区配套住宅	147.7	222.6	51
城市新地产	24.4	51.3	111
签约销售金额(亿元)	128.2	180.1	40
园区配套住宅	109.4	144.9	32
城市新地产	18.8	35.2	87
销售均价(元/平方米)	7,456	6,576	(12)
园区配套住宅	7,408	6,511	(12)
城市新地产	7,733	6,860	(11)

资料来源：公司数据和中银国际研究

图表 7. 华夏幸福 2012 年应收账款主要项目组成

单位名称	金额(亿元)	账龄	占应收账款总额的比例(%)
河北固安工业园区管理委员会(固安园区)	4.20	1 年以内	29.64
昌黎工业园区管理委员会(昌黎园区)	4.03	2 年以内	28.46
张家口沙城经济开发区管理委员会(怀来园区)	2.04	1 年以内	14.4
大厂回族自治县财政局(大厂园区)	2.13	1 年以内	15.03
固安工业区财政分局(固安园区)	1.37	1 年以内	9.66
合计	13.77		97.19

资料来源：公司数据和中银国际研究

展望 2013 年，公司计划整体销售额 280 亿元，同比增长 33%，显示了公司自身强大的信心。考虑到公司 12 年的大规模拿地以及 13 年的积极新开工，我们预计公司 13 年的房地产销售约为 245 亿元，同比增长 36%，考虑到公司项目主要地处卖方市场的北京周边以及园区产业落地可带动住宅需求的增长两方面因素，公司未来几年中获得稳定的销售增长难度不大；预计 13 年的园区结算回款额约为 35 亿元，同比增长 16%，对于这一块业务，由于目前新拓展的园区还都处于培育阶段，因此每年获得的增长可能相对较慢。

至报告期末，公司的预收款项为 243 亿元，较年初增长了 73 亿元，分别锁定了我们对公司 2013-14 年的房地产业务预测收入的 100% 和 90%，锁定表现远好于行业平均水平。

12 年拿地策略激进，估测 13 年计划新开工大幅增长 161%

2012 年，公司实现了新开工面积 285 万平方米，同比下降 19.5%，其中，园区内配套住宅新开工面积 235 万平方米，占比达 82%；实现竣工面积 154 万平方米，同比增长 104.4%，其中，园区内配套住宅竣工面积 131 万平方米，占比达 85%。园区内配套住宅在新开工方面和竣工方面的高占比，反映了近几年房地产业务的爆发式增长主要得益于园区地产的发展。

在拿地方面，2012 年公司新增土地储备 404 万平方米，远超同期 274 万平方米的签约销售面积，对应土地款 30 亿元，分别同比增长 55% 和 59%，楼面价 747 元/平方米，仅占比同期销售均价 11%，拿地成本优势非常突出。而到了 2013 年，公司维持了积极的拿地策略，年初截至目前，公司已经新增土地储备 118 万平方米，土地款 16 亿元，楼面价 1,389 元/平方米，较 2012 年增长 86%，这主要是因为无锡两地块的地价相对较贵拉升了平均楼面价，但这两块地占比周边的销售价格约 34% 左右，因此价格仍在合理范围之内。

展望 2013 年，公司计划施工面积 1,197 万平方米，同比增长 63%，其中，园区内配套住宅计划施工面积 910 万平方米，占比达 76%；计划竣工面积 284 万平方米，其中，园区内配套住宅计划竣工面积 215 万平方米，占比达 76%；根据计划施工面积和计划竣工面积，我们可以估算出 13 年的计划新开工面积约为 744 万平方米，同比增长 161%，由于公司开工到预售的时间间隔非常短，因此新开工的大幅增长将保证 13 年充足的可售资源。

图表 8. 华夏幸福 2012 年开发销售及 2013 年计划

	2012	计划完成率(%)	同比(%)	2013 计划	同比(%)
新开工面积(万平方米)	285.0	-	(19.5)	743.9**	161.0
--园区内配套住宅	235.0	-	-	-	-
--城市地产	50.0	-	-	-	-
施工面积(万平方米)	736.6*	103.5	39.2	1197.0	62.5
--园区内配套住宅	-	-	-	910.3	-
--城市地产	-	-	-	287.0	-
竣工面积(万平方米)	153.7	104.4	98.0	283.5	84.5
--园区内配套住宅	131.0	-	-	214.7	63.9
--城市地产	22.7	-	-	68.9	203.5
新增土地储备(万平方米)	404.7	-	-	-	-
签约销售面积(万平方米)	273.8	-	59.2	-	-
签约销售金额(亿元)	180.1	-	40.4	-	-
销售均价(元/平方米)	6,576	-	(11.8)	-	-
园区结算回款额(亿元)	30.2	-	(16.3)	-	-
整体销售额(亿元)	211.4	111.2	28.1	280	32.5

资料来源：公司数据和中银国际研究

注：(1)2012 年实际施工面积为中银国际估算值；(2)2013 年计划新开工面积为中银国际估算值。

图表 9. 华夏幸福 2012 年年初以来拿地项目统计

月度	地块名称	城市	权益 (%)	占地面积 (平米)	容积率	建筑面积 (平米)	权益面积 (平米)	成交总价 (万元)	权益地价 (万元)	楼面价 (元/平米)
2012/3	固安 2012-1 号地块	固安	100	26,656	2.00	1.30	34,652	34,652	1,094	1,094
2012/5	固安 201211-14 号地块	固安	100	92,443	2.00	2.50	231,108	231,108	15,216	15,216
2012/5	固安 20129-10 号地块	固安	100	38,741	1.50	2.50	96,853	96,853	6,495	6,495
2012/5	固安 2012-3、2012-5 号地块	固安	100	120,512	2.20	2.50	301,281	301,281	21,871	21,871
2012/5	固安 20126-7 号地块	固安	100	64,238	3.50	2.50	160,594	160,594	10,513	10,513
2012/5	固安 2012-4 号地块	固安	100	12,599	2.00	2.50	31,498	31,498	2,288	2,288
2012/5	大厂 03- (50) -303 号地	大厂	100		2.00		55,000	55,000	3,382	3,382
2012/6	怀来 ZZ11-35 号地块	怀来	20		2.50		72,650	14,530	1,744	349
2012/7	大厂 03- (50) -306 号	大厂	100	64,667	3.50	0.48	31,040	31,040	2,158	2,158
2012/7	大厂 03- (50) -275、276、277、278、305 号地块	大厂	100	26,724	2.00	3.50	93,533	93,533	3,447	3,447
2012/7	廊坊 2012-5、2012-6、2012-7、2012-8、2012-9、2012-10	廊坊	51	24,547	2.20	54,004	27,542	11,820	6,028	2,189
2012/8	滦平县两间房乡两间房村小牯牛沟北侧河道南侧东 08、09、10 号地	滦平	100	142,000	1.20	170,400	170,400	3,623	3,623	213
2012/8	丰台花乡四合庄 1516-25、27 地块	北京	100	31,142	4.49	139,715	139,715	1,990	1,990	142
2012/9	大厂 03- (50) -270\271\272 号	大厂	100	200,000	2.50	500,000	500,000	29,400	29,400	588
2012/10	固安 2012-30 号地块	固安	100	855	2.00	1,710	1,710	142	142	830
2012/10	固安 2012-32\33\34\35 号地块	固安	100	18,371	2.20	40,416	40,416	5,834	5,834	1,443
2012/10	固安 2012-37\38\39\40\41\42\43\44 号地块	固安	100	251,152	2.20	552,534	552,534	34,196	34,196	619
2012/10	苏家屯区 SJT2012-41 号地块	沈阳	100	118,928	1.20	142,714	142,714	14,300	14,300	1,002
2012/10	苏家屯区 SJT2012-44 号地块	沈阳	100	37,584	1.50	56,376	56,376	4,527	4,527	803
2012/10	天津津武 (桂) 2012-118 号地块	天津	100	172,785	1.10	190,063	190,063	20,970	20,970	1,103
2012/12	苏家屯区 SJT2012-40 号地块	沈阳	100	25,332	1.00	25,332	25,332	3,047	3,047	1,203
2012/12	河北省文安县 2012-33 号地块	文安	100	33,292	2.50	83,229	83,229	1,936	1,936	233
2012/12	河北省怀来县 ZZ12-19 号地块	怀来	100	64,531	1.50	96,796	96,796	4,859	4,859	502
2012/12	河北省怀来县 GY12-42 地块	怀来县	100	16,929	0.80	13,543	13,543	332	332	245
2012/12	河北省怀来县 GY12-43 地块	怀来县	100	46,270	0.80	37,016	37,016	1,032	1,032	279
2012/12	河北省怀来县 ZZ12-17 地块	怀来县	100	9,120	1.50	13,680	13,680	685	685	501
2012/12	河北省大厂回族自治县 03-308 地块	大厂	100	33,333	2.50	83,333	83,333	5,200	5,200	624
2012/12	河北省大厂回族自治县 03-309 地块	大厂	100	28,600	2.50	71,500	71,500	4,500	4,500	629
2012/12	河北省大厂回族自治县 03-310 地块	大厂	100	40,329	1.40	56,460	56,460	6,300	6,300	1,116
2012/12	河北省大厂回族自治县 03-311 地块	大厂	100	46,985	1.40	65,779	65,779	7,400	7,400	1,125
2012/12	河北省大厂回族自治县 03-312 地块	大厂	100	46,020	1.40	64,428	64,428	7,200	7,200	1,118
2012/12	河北省怀来县 ZZ12-20 地块	怀来	100	3,474	1.50	5,211	5,211	272	272	522
2012/12	河北省怀来县 ZZ12-21 地块	怀来	100	10,328	1.50	15,491	15,491	775	775	500
2012/12	大厂潮白河工业区 03-(50)-270 号	大厂	100	8,666	3.00	25,999	25,999	910	910	350
2012/12	大厂潮白河工业区 03-(50)-169 号	大厂	100	66,666	2.00	133,333	133,333	7,000	7,000	525
2012/12	镇江市 2012-8-5 号新华村地块	镇江	100	128,238	2.34	300,077	300,077	55,800	55,800	1,860
2012 年拿地合计				2,052,056	1.97	4,047,348	3,962,766	302,259	295,072	747
2013/1	香河县 2012-114 号地块	香河县	100	63,711	1.50	95,567	95,567	8,125	8,125	850
2013/1	香河县 2012-116 号地块	香河县	100	37,711	1.50	56,567	56,567	4,809	4,809	850
2013/1	香河县 2012-117 号地块	香河县	100	64,524	1.50	96,786	96,786	8,228	8,228	850
2013/1	怀来县 GY12-44 号地块	怀来县	100	10,667	0.80	8,533	8,533	211	211	247
2013/1	怀来县 ZZ12-24 号地块	怀来县	100	16,521	1.50	24,782	24,782	1,260	1,260	508
2013/1	大厂回族自治县 03-314 号地块	大厂回族自治县	100	6,667	1.50	10,000	10,000	1,000	1,000	1,000
2013/1	无锡市 XDG-2010-72 号地块	无锡市	100	94,296	2.80	264,029	264,029	81,000	81,000	3,068
2013/1	无锡市 XDG-2012-102 号地块	无锡市	100	17,030	3.50	59,604	59,604	16,130	16,130	2,706
2013/1	怀来县 ZZ12-27 号地块	怀来县	100	60,090	1.50	90,135	90,135	4,534	4,534	503
2013/1	大厂回族自治县 03-313 号地块	大厂回族自治县	100	1,869	1.50	2,804	2,804	168	168	600
2013/3	怀来县 SF13-01 号地块	怀来县	100	10,304	1.50	15,456	15,456	773	773	500
2013/3	怀来县 ZZ13-02 号地块	怀来县	100	33,458	1.50	50,187	50,187	2,510	2,510	500
2013/3	河北省固安县 2013-20 地块	固安县	100	13,333	2.41	32,133	32,133	1,547	1,547	481
2013/3	河北省固安县 2013-29、30 地块	固安县	100	5,140	2.50	12,850	12,850	1,115	1,115	868
2013/3	河北省固安县 2013-31 地块	固安县	100	45,466	2.20	100,026	100,026	9,074	9,074	907
2013/3	河北省固安县 2013-32 地块	固安县	100	65,516	2.20	144,134	144,134	13,163	13,163	913
2013/3	河北省固安县 2013-33 地块	固安县	100	35,000	2.20	77,000	77,000	6,910	6,910	897
2013/3	河北省固安县 2013-34 地块	固安县	100	1,320	2.20	2,903	2,903	262	262	903
2013 年迄今拿地合计				600,911	2.20	1,183,731	1,183,731	164,430	164,430	1,389

资料来源: 公司数据和中银国际研究

财务状况良好，短期无偿债压力

至报告期末，公司资产负债率为 88.5%，剔除预收款后的资产负债率仅为 32.4%，净负债率为 45.8%，远低于行业平均水平 70%；货币资金为 56 亿元，而短债合计仅为 26 亿元，对短债的覆盖率为 2.1 倍。总体而言，公司的财务状况良好，短期无偿债压力。

上调目标价格，维持买入评级

华夏幸福以独创的园区开发新模式，实现了政企共赢的局面，未来在新型城镇化的推进过程中将大有可为。在 2012 年中，公司进行了内部管理架构优化，并积极在数量上和区域上拓展园区，为地产业务的规模扩张埋下了伏笔，而公司地产业务的结算和销售两方面也都取得靓丽的表现。展望 2013 年，公司仍旧坚持了积极的新开工和拿地策略，保证了地产业务未来的持续增长，而成熟的园区项目日渐增多也将帮助园区业务收入的贡献比重逐渐增大，并且后续地产和园区两者的互相促进作用也将更加明显。

“园区+地产”模式为公司提供了丰富的潜在储备、充裕的可结算资源和长期发展后劲，可以享受一定的模式溢价，我们小幅调整公司 2013-14 年每股收益预测至 2.66 元和 3.37 元，目标价由 26.31 元上调至 31.21 元，相当于 11.7 倍 2013 年市盈率和 2013 年 NAV10% 的折让，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	7,790	12,077	16,411	19,511	24,175
销售成本	(4,983)	(8,073)	(10,985)	(12,841)	(15,841)
经营费用	(1,029)	(1,450)	(2,111)	(2,389)	(2,968)
息税折旧前利润	1,778	2,555	3,314	4,281	5,366
折旧及摊销	(30)	(46)	(22)	(30)	(30)
经营利润(息税前利润)	1,749	2,509	3,292	4,250	5,336
净利息收入/(费用)	2	69	(84)	(178)	(224)
其他收益/(损失)	(8)	(7)	0	0	0
税前利润	1,742	2,571	3,208	4,073	5,111
所得税	(463)	(653)	(802)	(1,018)	(1,278)
少数股东权益	79	(83)	(58)	(80)	(43)
净利润	1,358	1,784	2,348	2,975	3,790
核心净利润	1,363	1,792	2,348	2,975	3,790
每股收益(人民币)	1.540	2.023	2.663	3.373	4.298
核心每股收益(人民币)	1.545	2.032	2.663	3.373	4.298
每股股息(人民币)	0.200	0.230	0.213	0.270	0.344
收入增长(%)	n.a.	55	36	19	24
息税前利润增长(%)	n.a.	43	31	29	26
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	44	30	29	25
每股收益增长(%)	n.a.	31	32	27	27
核心每股收益增长(%)	n.a.	31	31	27	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,742	2,571	3,208	4,073	5,111
折旧与摊销	30	46	22	30	30
净利息费用	(2)	(69)	84	178	224
运营资本变动	(956)	(1,754)	(3,626)	(3,226)	(5,941)
税金	(463)	(653)	(802)	(1,018)	(1,278)
其他经营现金流	(110)	77	(11)	0	0
经营活动产生的现金流	241	218	(1,125)	37	(1,853)
购买固定资产净值	(670)	(1,231)	21	24	30
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(85)	(1,409)	683	107	84
投资活动产生的现金流	(755)	(2,640)	704	131	114
净增权益	1,195	0	0	0	0
净增债务	558	5,158	2,931	1,517	4,267
支付股息	0	(118)	(203)	(188)	(238)
其他融资现金流	(419)	(880)	342	53	42
融资活动产生的现金流	1,335	4,161	3,070	1,382	4,071
现金变动	821	1,738	2,649	1,550	2,332
期初现金	2,752	3,574	5,556	8,205	9,756
公司自由现金流	(514)	(2,422)	(421)	168	(1,739)
权益自由现金流	(248)	2,176	2,510	1,685	2,528

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	3,574	5,556	8,205	9,756	12,087
应收帐款	966	2,787	2,462	2,927	3,626
库存	20,665	32,280	48,411	52,680	65,272
其他流动资产	1,506	1,300	99	115	141
流动资产总计	26,712	41,924	59,177	65,478	81,127
固定资产	224	913	895	868	842
无形资产	41	83	79	75	71
其他长期资产	604	274	375	415	479
长期资产总计	868	1,270	1,348	1,359	1,393
总资产	27,580	43,193	60,525	66,836	82,519
应付帐款	2,216	4,584	6,994	8,171	10,036
短期债务	1,691	2,598	5,529	7,046	11,313
其他流动负债	17,403	24,766	34,731	35,451	41,474
流动负债总计	21,310	31,948	47,253	50,667	62,824
长期借款	929	5,228	5,228	5,228	5,228
其他长期负债	1,332	1,059	1,048	1,135	1,135
股本	588	882	882	882	882
储备	2,198	3,435	5,418	8,155	11,642
股东权益	2,786	4,316	6,300	9,037	12,524
少数股东权益	1,222	642	695	768	808
总负债及权益	27,580	43,193	60,525	66,836	82,519
每股帐面价值(人民币)	4.74	4.89	7.14	10.25	14.20
每股有形资产(人民币)	4.67	4.80	7.05	10.16	14.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.62)	2.57	2.89	2.86	5.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.8	21.2	20.2	21.9	22.2
息税前利润率(%)	22.4	20.8	20.1	21.8	22.1
税前利润率(%)	22.4	21.3	19.5	20.9	21.1
净利率(%)	17.4	14.8	14.3	15.2	15.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	156.8	n.a.	31.5	21.0	21.0
净权益负债率(%)	净现金	45.8	36.5	25.7	33.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	16.7	12.7	9.7	7.6	6.0
核心业务市盈率(倍)	16.7	12.7	9.7	7.6	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20.2	15.4	11.7	9.3	7.3
市净率(倍)	5.4	5.3	3.6	2.5	1.8
价格/现金流(倍)	62.9	87.0	(20.2)	616.7	(12.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	10.0	7.8	6.0	5.2
周转率					
存货周转天数	1,513.8	1,197.0	1,340.5	1,436.7	1,358.9
应收帐款周转天数	45.2	56.7	58.4	50.4	49.5
应付帐款周转天数	103.8	102.8	128.8	141.8	137.5
回报率					
股息支付率(%)	8.7	11.4	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	48.7	50.2	44.2	38.8	35.2
资产收益率(%)	4.7	5.3	4.8	5.0	5.4
已运用资本收益率(%)	26.6	26.4	21.7	21.5	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371