



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

袁豪

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001
(8621) 2032 8529
hao.yuan@bocichina.com

田世欣

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com

华夏幸福：业绩、销售持续高增长

前3季度净利润同比增49%，净资产收益率高达41%

2013年前3季度，华夏幸福(600340.CH/人民币 23.60, 买入)实现营业收入138亿元，同比增长99%；净利润22亿元，同比增长49%；合每股收益1.68元；毛利率和净利率为36.0%与16.1%，分别较去年同期下降了11.2和5.5个百分点。3季度中，公司实现净利润4.5亿元，同比增长94%，合每股收益0.34元。公司加权平均净资产收益率为41.32%，在已披露2013年三季报的上市房企中位居榜首。

公司毛利率下降有两方面原因：（1）地产结算收入占比提升，但毛利率更高的产业发展服务收入占比下降，这是公司地产销售规模快速增长的必然结果，但换来的是结算收入快速增长；（2）11-12年降价项目进入结算导致园区地产和城市地产毛利率分别下降，主要受后者的影响更大一点，这部分毛利率预计明年将有所回升。

图表1. 华夏幸福2013年前3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年前3季度	2013年前3季度	同比变动(%)
营业收入	6,902	13,762	99.4
营业成本	(3,645)	(8,803)	141.5
营业税	(430)	(893)	107.6
毛利润	2,827	4,066	43.8
其他收入	(2)	(10)	452.1
销售费用	(398)	(381)	(4.3)
管理费用	(464)	(644)	38.9
营业利润	1,964	3,031	54.4
投资收益	(1)	(1)	(27.8)
财务费用	19	(41)	(314.5)
营业外收支	3	(2)	(149.9)
税前利润	1,985	2,987	50.5
所得税	(508)	(769)	51.5
少数股东权益	14	0	(99.9)
归属上市公司股东净利润	1,492	2,218	48.7
主要比率(%)			百分点变动
含税毛利率	41.0	29.5	(11.4)
经营利润率	28.4	22.0	(6.4)
净利率	21.6	16.1	(5.5)

资料来源：公司数据及中银国际研究

前3季度销售248亿元，上调全年销售预测至315亿

2013年前3季度，实现销售面积232万平方米，同比增长22%；销售金额248亿元，同比增长79%，完成全年销售计划的89%；其中，园区回款约49亿元，同比增长161%，地产销售约199亿元，同比增长66%，按项目来看，固安项目76亿、大厂项目79亿和廊坊项目40亿元，其余少量为苏家屯项目和丰台项目；对应地产销售均价为8,552元/平方米，同比增长36%，这主要得益于固安和大厂销售均价的大幅增长。

按照目前的销售情况，我们预计4季度销售预测为60亿元（前3季度平均66亿元），那么全年地产销售超255亿元，同时考虑约55亿元园区回款，因此，我们上调公司全年整体销售额至315亿元，同比增长49%。

报告期末，公司的预收款项为326亿元，分别锁定了我们对公司2013-15年的房地产业务预测收入的100%、100%和96%，锁定表现远好于行业平均水平。

拿地成本优势明显，净负债率有所上升

前3季度，拿地面积371万平方米，同比增长88%，拿地金额41亿元，同比增长255%，拿地金额占比当期地产销售21%，楼面价1,100元/平方米，同比增长89%，楼面价占比当期销售均价为13%，低于行业30-40%的平均水平，拿地成本优势非常突出。

报告期末，公司资产负债率为89.6%，剔除预售账款后负债率仅为37.5%，净负债率为67.5%，较年初提高了22个百分点；公司持有货币资金100亿元，为一年内到期借款的1.6倍。

报告期内，三项费用率较去年同期下降4.5个百分点至7.7%，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别下降3.0、2.0和提高0.6个百分点至2.8%、4.7%和0.3%。

维持买入评级

前3季度，华夏幸福受益于环北京区域的火爆市场，实现了销售量价齐涨，整体销售额达248亿元，完成年初目标近9成，我们预测公司全年销售有望达315亿元，同比增长近五成；园区方面，3季度中公司在环北京区域连续落子霸州和永清，尤其后者未来将协同固安承接北京外溢需求，共同受益二机场的建设；此外，3季度中，公司与中国国际电视总公司实现战略合作将加强公司在文化传媒产业方面的招商能力；公司与中国电力投资集团签订分布式光伏能源项目也将增加园区吸引力的同时为园区增收；而公司获得交行河北分行200亿元授信，将进一步拓展公司的融资渠道。我们维持公司2013-14年盈利预测为2.66元和3.38元，维持**买入**评级。

图表 2. 华夏幸福 2013 年前 3 季度拿地项目统计

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)
2013/01	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
2013/01	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
2013/01	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
2013/01	怀来县 GY12-44 号地块	怀来县	100	10,667	0.80	8,533	8,533	211	211	247
2013/01	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
2013/01	大厂回族自治县 03-314 号地块	大厂	100	6,667	1.50	10,000	10,000	1,000	1,000	1,000
2013/01	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
2013/01	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
2013/01	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
2013/01	大厂回族自治县 03-313 号地块	大厂	100	1,869	1.50	2,804	2,804	168	168	600
2013/03	怀来县 SF13-01 号地块	怀来县	100	10,304	1.50	15,456	15,456	773	773	500
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	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
2013/03	河北省固安县 2013-35 地块	固安县	100	18,288	2.20	40,234	40,234	3,611	3,611	897
2013/04	天津津武 (挂) 2012-119 号地块	天津市	100	118,386	1.20	142,063	142,063	14,370	14,370	1,012
2013/05	廊坊市 2013-9、2013-10 号土地	廊坊市	100	122,723	3.00	368,169	368,169	58,950	58,950	1,601
2013/06	固安县 2013-39、2013-40、2013-41、2013-44、2013-46 号地块	固安县	100	56,974	2.23	127,071	127,071	11,933	11,933	939
2013/06	固安县为 2013-42、2013-43 号地块	固安县	100	10,001	2.20	22,003	22,003	2,179	2,179	990
2013/06	固安县 2013-45 号	固安县	100	29,310	1.00	29,310	29,310	6,780	6,780	2,313
2013/06	大厂回族自治县 03- (50) 317、03- (50) 318、03- (50) 319、03- (50) 320、03- (50) 321 号地块	大厂	100	251,755	2.50	629,387	629,387	49,100	49,100	780
2013/06	固安县国泰路东侧地块	固安县	100	103,838	2.40	248,733	248,733	19,773	19,773	795
2013/06	固安县温泉园区南陈村东南侧地块	固安县	100	13,333	1.00	13,333	13,333	932	932	699
2013/06	固安县孔雀环路东侧地块	固安县	100	49,111	2.50	122,777	122,777	8,912	8,912	726
2013/07	河北省香河县 2013-34、2013-35 号土地	香河县	100	59,246	2.00	118,492	118,492	12,005	12,005	1,013
2013/08	固安县 2013-73 地块	固安县	100	61,812	2.20	135,987	135,987	13,045	13,045	959
2013/09	无锡 2013-109 号土地	无锡市	100	29,127	2.50	72,818	72,818	4,043	4,043	555
2013/09	怀来县 ZZ13-04 地块	怀来县	100	57,932	1.50	86,898	86,898	6,250	6,250	719
2013/09	怀来县 ZZ13-25、ZZ13-26、ZZ13-27、ZZ13-28、ZZ13-29 地块	怀来县	100	62,910	1.50	94,366	94,366	8,553	8,553	906
2013/09	大厂回族自治县 03- (50) -324、03- (50) -325、03- (50) -326、03- (50) -327 地块	大厂	100	113,115	2.50	282,788	282,788	23,754	23,754	840
2013/09	大厂回族自治县 03- (50) -328 地块	大厂	100	14,414	2.50	36,036	36,036	3,676	3,676	1,020
2013/10	霸州为 2013-71、2013-72、2013-73 号土地	霸州	100	178,784	1.50	268,176	268,176	22,408	22,408	836
2013/10	怀来县 ZZ13-30、ZZ13-31、ZZ13-32、ZZ13-33 号地块	怀来县	100	55,114	1.50	82,672	82,672	7,581	7,581	917
前 3 季度合计			100	1,988,798	2.04	4,064,807	4,064,807	438,674	438,674	1,079

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

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士，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