



买入

27% ↑

目标价格: 人民币 26.44
原目标价格: 人民币 30.09

600340.CH

价格: 人民币 20.61

目标价格基础: 2013年净资产折价 5%

板块评级: 中立

股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对				
相对新华富时 A50 指数				
发行股数(百万)				132
流通股(%)				40
流通股市值(人民币 百万)				10,783
13年末每股评估净资产值(人民币)				39.02
3个月日均交易额(人民币 百万)				
13年末净负债比率(%)				42
主要股东(%)				
华夏幸福基业控股股份公司				65.61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 12 月 13 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

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

新型城镇化最大受益标的

华夏幸福产城融合、政企共赢的模式符合未来新型城镇化的发展方向, 是最大受益标的, 并且城镇化会议中提到“控制特大城市人口规模并发展若干城市群”也将进一步强化北京的需求外溢效应, 与此同时, 公司进一步提升了环北京战略地位和环北京的项目储备, 近期签订的香河可协同大厂承接北京东部外溢需求, 这将赋予环北京区域更大的发展空间。此外, 近期公司计划发行公司债 24 亿元以及获得了交行和国开行的大额授信, 将进一步拓宽公司的融资渠道并降低融资成本。销售方面, 我们预计公司 13-14 年销售分别为 315 亿元和 420 亿元, 分别同比增长 49% 和 33%。我们分别将公司 2013-15 年预测每股收益上调至 1.90 元、2.66 元和 3.32 元, 目前 14 年动态市盈率仅 7.7 倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **新型城镇化最大受益标的, 产城融合符合发展方向。** 城镇化工作会议中提到: (1) 严格控制特大城市人口规模, 并发展若干城市群 (影响: 北京周边城市迎来发展机遇, 而北京的需求外溢效应则将更加明显); (2) 要发展各具特色的城市产业体系, 强化城市间专业化分工协作 (影响: 新型城镇化中将更加重视产业, 公司的产城融合模式或将受益); (3) 鼓励社会资本参与城市公用设施投资运营 (影响: 目前常见的主要为 BT 模式, 而公司政企共赢的盈利模式比之更为先进)。
- **环北京再落子香河, 协同大厂承接北京东部外溢需求。** 12月14日, 公司与香河县人民政府签订委托开发协议, 委托开发面积 41 平方公里, 委托期限 30 年, 其中委托区域中住宅地产开发面积不超出委托区域总面积的 36%, 即 1,476 万平米住宅占地面积, 体量巨大。合作模式类似于嘉善、霸州和永清项目。该项目靠近目前成熟的大厂项目, 未来将协同大厂承接北京东部外溢需求, 而先前永清项目则协同固安承接北京南部外溢需求, 环北京战略地位和环北京的项目储备均再次提升。
- **维持 13 年 315 亿销售预测, 预计明年销售 420 亿元。** 前 3 季度销售金额 248 亿元 (地产 199 亿元, 园区 49 亿元), 同比增长 79%。我们维持公司全年整体销售额 315 亿元 (地产 255 亿元, 园区 60 亿元), 同比增长 49%, 相当于年初 280 亿元的计划的 113%。明年苏家屯、无锡、丰台、嘉善、镇江、牛陀、霸州、永清、香河等 9 个区域都将贡献增量销售, 保守预计合计贡献 50 亿元, 固安、大厂、廊坊三大项目预计可贡献 300 亿元, 再加上园区回款预计 70 亿元, 我们预计明年整体销售可达 420 亿元, 同比增长 33%。
- **计划发行公司债 24 亿元, 获得交行和国开行大额授信。** 公司计划发行公司债 24 亿元, 期限不超过 7 年期, 预计成本在 8% 左右, 该方案后续需要经国土部审批, 若最终发行成功, 本次计划的 24 亿元公司债以及 9 月计划的 60 亿元增发将几乎全覆盖前期的高成本信托融资, 融资成本将有效降低。此外, 公司近期分别与交行和国开行签订了战略合作协议, 各给予公司 200 亿元授信支持, 公司的融资渠道进一步拓宽。

评级面临的主要风险

- 行业调控进一步收紧; 信托收紧; 政府对于返还款支付意愿度降低。

估值

- 我们看好公司产城融合的经营模式, 并分别将公司 2013-15 年预测每股收益由原先的 1.77 元、2.25 元和 2.94 元上调至 1.90 元、2.66 元和 3.32 元, 目标价由 30.09 元下调至 26.44 元, 相当于 13.9 倍 2013 年市盈率、9.9 倍 2014 年市盈率和 2013 年 NAV 折价 5%, 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	18,891	25,644	32,317
变动(%)		55	56	36	26
净利润(人民币 百万)	1,358	1,784	2,512	3,525	4,392
全面摊薄每股收益(人民币)	1.027	1.348	1.899	2.665	3.320
变动(%)		31.4	40.8	40.3	24.6
先前预测每股收益(人民币)			1.771	2.254	2.941
调整幅度(%)			7.2	18.2	12.9
市盈率(倍)	20.1	15.3	10.9	7.7	6.2
每股现金流量(人民币)	0.18	0.16	(3.29)	(0.06)	(2.42)
价格/每股现金流量(倍)	113.2	125.3	(6.3)	(341.1)	(8.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.7	14.7	16.9	14.7	14.9
每股股息(人民币)	0.20	0.23	0.15	0.21	0.27
股息率(%)	0.97	1.12	0.74	1.03	1.29

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 1. 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
18	武汉市黄陂区项目	湖北	武汉	2013-02	NA
19	嘉善项目	浙江	嘉善	2013/04	12
20	霸州项目	河北	霸州	2013/07	14
21	永清县项目	河北	廊坊	2013/10	18
22	香河项目	河北	廊坊	2013/12	41
合计					超 779 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。

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	18,891	25,644	32,317
销售成本	(4,983)	(8,073)	(12,900)	(17,401)	(22,055)
经营费用	(1,023)	(1,439)	(2,433)	(3,150)	(3,977)
息税折旧前利润	1,785	2,566	3,557	5,093	6,284
折旧及摊销	(36)	(57)	(22)	(30)	(30)
经营利润(息税前利润)	1,749	2,509	3,535	5,063	6,254
净利息收入/(费用)	2	18	(69)	(226)	(319)
其他收益/(损失)	(8)	(7)	(0)	0	0
税前利润	1,742	2,520	3,466	4,837	5,935
所得税	(463)	(653)	(866)	(1,209)	(1,484)
少数股东权益	79	(83)	(88)	(103)	(60)
净利润	1,358	1,784	2,512	3,525	4,392
核心净利润	1,358	1,784	2,512	3,525	4,392
每股收益(人民币)	1.027	1.348	1.899	2.665	3.320
核心每股收益(人民币)	1.027	1.348	1.899	2.665	3.320
每股股息(人民币)	0.200	0.230	0.152	0.213	0.266
收入增长(%)	NA	55	56	36	26
息税前利润增长(%)	NA	43	41	43	24
息税折旧前利润增长(%)	NA	44	39	43	23
每股收益增长(%)	NA	31	41	40	25
核心每股收益增长(%)	NA	31	41	40	25

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	2,520	3,466	4,837	5,935
折旧与摊销	36	57	22	30	30
净利息费用	(2)	(18)	69	226	319
运营资本变动	(956)	(1,754)	(7,032)	(3,964)	(7,999)
税金	(463)	(653)	(866)	(1,209)	(1,484)
其他经营现金流	(117)	66	(11)	0	0
经营活动产生的现金流	241	218	(4,351)	(80)	(3,198)
购买固定资产净值	(670)	(1,231)	24	32	40
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(85)	(1,409)	4,375	(555)	137
投资活动产生的现金流	(755)	(2,640)	4,399	(523)	178
净增权益	1,195	0	0	0	0
净增债务	558	5,158	1,857	4,459	6,570
支付股息	0	(118)	(203)	(201)	(282)
其他融资现金流	(419)	(880)	2,188	(278)	69
融资活动产生的现金流	1,335	4,161	3,841	3,980	6,357
现金变动	821	1,738	3,889	3,377	3,336
期初现金	NA	3,574	5,556	9,445	12,822
公司自由现金流	(514)	(2,422)	47	(603)	(3,021)
权益自由现金流	(248)	2,176	1,904	3,855	3,549

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	9,445	12,822	16,158
应收帐款	966	2,787	2,834	3,847	4,847
库存	20,665	32,280	55,727	69,240	87,255
其他流动资产	1,506	1,300	116	157	198
流动资产总计	26,712	41,924	68,122	86,065	108,459
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	412	507	602
长期资产总计	868	1,270	1,385	1,451	1,515
总资产	27,580	43,193	69,508	87,516	109,974
应付帐款	2,216	4,584	8,223	11,122	14,069
短期债务	1,691	2,598	4,455	8,913	15,483
其他流动负债	17,403	24,766	38,305	46,628	55,473
流动负债总计	21,310	31,948	50,982	66,663	85,026
长期借款	929	5,228	8,216	8,216	8,216
其他长期负债	1,332	1,059	2,695	1,684	1,684
股本	588	882	1,323	1,323	1,323
储备	2,198	3,435	5,569	8,812	12,852
股东权益	2,786	4,316	6,892	10,135	14,175
少数股东权益	1,222	642	723	818	872
总负债及权益	27,580	43,193	69,508	87,516	109,974
每股帐面价值(人民币)	4.74	4.89	5.21	7.66	10.72
每股有形资产(人民币)	2.08	3.20	5.15	7.60	10.66
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.72)	1.72	2.44	3.26	5.70

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(%)	22.9	21.2	18.8	19.9	19.4
息税前利润率(%)	22.4	20.8	18.7	19.7	19.4
税前利润率(%)	22.4	20.9	18.3	18.9	18.4
净利率(%)	17.4	14.8	13.3	13.7	13.6
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	nm	38.1	19.6	17.4
净权益负债率(%)	净现金	45.77	42.36	39.33	50.12
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
估值					
市盈率(倍)	20.1	15.3	10.9	7.7	6.2
核心业务市盈率(倍)	20.1	15.3	10.9	7.7	6.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.8	19.6	13.9	9.9	8.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	4.2	4.0	2.7	1.9
价格/现金流(倍)	113.2	125.3	(6.3)	(341.1)	(8.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.7	14.7	16.9	14.7	14.9
周转率					
存货周转天数	1513.8	1197.0	1245.1	1310.6	1294.9
应收帐款周转天数	45.2	56.7	54.3	47.5	49.1
应付帐款周转天数	103.8	102.8	123.7	137.7	142.3
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	41.3	36.4	34.8	31.0
资产收益率(%)	4.7	5.3	4.7	4.8	4.8
已运用资本收益率(%)	26.6	26.4	21.5	21.1	18.8

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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