



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：S1300206110230
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com

华夏幸福：销售、业绩高增长，引入投资干预、建产业发展另一变现渠道

1 季度净利同比增长 32%，维持 14 年业绩同比增长 40%

2014 年 1 季度，华夏幸福(600340.CH/人民币 24.82, 买入)实现营业收入 31.6 亿元，同比增长 159.3%；净利润 6.2 亿元，同比增长 31.9%；合每股收益 0.47 元；毛利率和净利率为 49.0%与 19.6%，分别较去年同期下降了 31.4 和 19.0 个百分点，毛利率大幅下降源于高毛利率的产业发展服务收入占比由去年 79%下降至今年的 43%左右。全年来看，地产销售连续两年获得超 40%高增长表现将推动结算规模稳定增长，同时 11-12 年降价项目的结算进入尾声促使地产结算毛利率有所回升，我们维持 14 年业绩同比 40%增长的预测。

1 季度销售 109 亿、同比增 56%，维持全年销售预测 500 亿元

13 年 1 季度，公司实现销售 109 亿元，同比增长 56%，其中，园区地产销售 68 亿元，同比增长 81%，城市地产销售 14 亿元，同比下降 29%，园区回款 26 亿元，同比增长 104%。展望 14 年，预计苏家屯、无锡和嘉善等 9 个区域将增量贡献 80 亿，固安、大厂和廊坊贡献 340 亿，园区回款 80 亿，预计 14 年销售 500 亿，同比增 34%；1 季度末，预收款项分别锁定我们对公司 14-16 年的房地产业务预测收入的 100%、100%和 22%。

引入产品载体和投资干预，建立产业发展业务的另一变现渠道

近期，公司在产业发展方面引入两大措施，一方面，公司从去年开始打造“4 港 1 基地”的产品载体，主要包括科技港、商务港、产业港（如近期签约的固安卫星导航产业港）、孵化港（如固安肽谷）、龙头发展基地（如固安航天产业基地），这些产品载体将服务于园区企业从创业到上市之间的各个阶段；另一方面，公司和控股从去年开始建立投资团队（如：公司近期成立了华夏幸福资本管理有限公司、孔雀城有限公司和嘉兴华夏幸福贰号投资合伙企业），并且后续将以资本的形式对产业进行投资干预和加速，以此促进产业发展，而公司也可以从投资收益和落地投资中双重获益，预计 2-3 季度将有一系列投资动作。总体而言，在公司庞大的高新项目源的基础上以及在产品载体营造的良好投资环境下，投资业务或将成为公司多年来致力于产业发展业务的另一变现渠道，以此更少依赖于地产业务的贡献。

维持买入评级

华夏幸福主打环北京“产业新城”模式，是新型城镇化和京津冀一体化的第一受益标的；销售方面，14 年 9 大区域增量贡献以及固安、大厂和廊坊的持续发力将推动公司销售达 500 亿元，同比增长 34%；业绩方面，丰富的未结算签约投资额以及预收账款足够保证 14 年获得 40%的业绩高增长；近期公司三方面的变化尤为值得关注：（1）引入产品载体和投资干预两大措施，建立产业发展业务的另一变现渠道；（2）产业发展引入行业负责人制度并加强招商团队，后续将加快高新技术产业的引进；（3）组织变革加强产业发展重视程度，招兵各行业中精英人才，加快公司业务发展及效率提升。我们看好公司产业新城的经营模式。维持公司 2014-15 年预测每股收益维持 2.88 元和 3.74 元，维持买入评级。

图表 1. 华夏幸福 2014 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	1,219	3,162	159.3
营业成本	(239)	(1,613)	575.2
营业税	(66)	(154)	133.3
毛利润	915	1,395	52.5
其他收入	1	(5)	(814.8)
销售费用	(41)	(131)	222.9
管理费用	(203)	(246)	21.2
营业利润	672	1,013	50.8
投资收益	(0)	28	(6943.1)
财务费用	(18)	(4)	(76.9)
营业外收支	0	0	760.1
税前利润	654	1,037	58.7
所得税	(182)	(278)	53.3
少数股东权益	(1)	(138)	9937.6
归属上市公司股东净利润	471	621	31.9
主要比率(%)			百分点变动
含税毛利率	75.0	44.1	(30.9)
经营利润率	55.1	32.0	(23.0)
净利率	38.6	19.6	(19.0)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 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
23	固安农业产业化示范区	河北	廊坊	2014/01	7
24	香河县蒋辛屯镇及渠口镇项目	河北	廊坊	2014-04	20*
25	南京市溧水区项目	江苏	南京	2014/04	8
合计					超 814 平方公里
其中, 京津冀区域小计					超 739 平方公里
其中, 京津冀区域占比					91%

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 3. 华夏幸福 14 年 1 季度销售情况明细 (单位: 亿元, 万平米, 元/平米)

	销售额	同比(%)	占比(%)	销售面积	同比(%)	占比(%)	销售均价	同比(%)
园区地产	68.0	81.3	62.4	72.9	59.9	80.6	9,335.9	13.4
城市地产	13.9	(28.9)	12.7	17.5	(36.7)	19.4	7,916.7	12.3
园区回款	25.5	104.3	23.4	NA	NA	NA	NA	NA
酒店等其他业务	1.7	432.3	1.5	NA	NA	NA	NA	NA
整体	109.1	56.2	100.0	90.4	23.4	100.0	9,060.8	16.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 华夏幸福 2014 年 1 季度拿地统计

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)
2014/01	固安 2013-111、112、113 号地块	固安县	100	202,402	2.20	445,284	445,284	69,831	69,831	1,568
2014/02	廊坊国用(2011)第 03706 号	廊坊	100	67,821	2.00	135,642	135,642	35,080	35,080	2,586
2014/03	镇江 2014-1-1 号	镇江	100	36,859	1.95	71,875	71,875	8,700	8,700	1,210
2014/03	固安 2014-7、2014-8、2014-9、2014-10、2014-11、2014-12、2014-4、2014-5、2014-6 共九宗地块	固安县	100	198,536	2.20	436,778	436,778	134,855	134,855	3,087
	2014 年第一季度合计			505,618	2.15	1,089,580	1,089,580	248,466	248,466	2,280

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；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 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