



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)20328529
hao.yuan@bocichina.com

田世欣

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com

华夏幸福3季报点评：业绩 稳增，销售领跑

净利同比增长27%，维持14年40%增长预测

2014年前3季度，华夏幸福(600340.CH/人民币24.74,买入)营业收入179亿元，同比增长30%，净利润28亿元，同比增长27%；每股收益2.13元；毛利率和净利率分别为39.2%和15.7%，分别提升3.2和下降0.4个百分点。

在行业业绩普遍下滑之际，公司保持业绩持续高增长难能可贵，同时也突出了产业新城模式的优异性，另外3季度中由于产业发展服务几无结算，因而导致前3季度毛利率和净利率较上半年略有回落，但4季度中产业发展服务的继续结算以及12-13年地产项目进入结算，预计全年毛利率较前3季度将有所回升，同时4季度结算也较多，因为我们维持全年40%业绩增长预测。

销售同比增长51%，表现持续领跑行业

2014年前3季度，华夏幸福实现销售面积417万平方米，同比增长80%；销售金额375亿元，同比增长51%，相当于我们全年预测的75%，分别好于同期主要房企10%的同比增速和64%的平均完成率，弱市下销售表现优异。

展望14年，我们预计苏家屯、无锡和镇江等异地项目将增量贡献40亿，固安、大厂和廊坊贡献约380亿，园区回款超80亿，预计14年销售超500亿，同比增34%；3季度末，预收款项高达433亿元，同比增长33%，并且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99%。

拿地趋于谨慎，区域聚焦京津冀

前3季度，公司共获得土地建筑面积271万平方米，同比下降27%，拿地金额46亿元，同比增长13%，拿地金额占比当期地产销售15%，其中，京津冀区域的拿地面积和拿地金额分别达到229万平方米和39亿元，占比分别高达85%和84%，可见今年公司在土地市场保持谨慎态度的同时，仍大力扩充京津冀区域的土地储备；楼面价1,703元/平米，同比增长55%。

负债率有所改善，拟发中票缓解资金压力

报告期末，资产负债率为83.8%，较年初下降2.8个百分点；净负债率为89.0%，较年初提高了17.1个百分点，但较上半年下降了3.1个百分点，略低于行业平均水平；公司手持货币资金约161亿元，而短债合计206亿元，短期略有偿债压力；9月公司公告拟注册和发行不超过人民币39亿元中期票据，这将缓解公司资金压力，同时降低公司总体融资成本。此外，三项费用率较去年同期提升1.4个百分点至9.1%，其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别提高0.6、提高1.0和下降0.2个百分点。

维持买入评级

14年中，华夏幸福持续保持领先行业的业绩和销售表现，前3季度业绩和销售分别同比增长27%和51%，并且我们预计公司全年业绩和销售分别将获得40%和34%的高增长，继续领跑于行业；而公司在产业方面也动作愈发频繁，不断加强、升级、并变现自身在产业打造方面的优势，更加突出公司产业的属性多过于地产属性；此外，公司今年以来进一步明晰聚焦京津冀区域的战略，大力拓展京津冀区域项目，目前京津冀区域累计委托面积达1,755平方公里，无疑是京津冀规划第一受益标的。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2.88元和3.74元，维持**买入**评级。

图表 1. 华夏幸福 2014 年前 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年前 3 季度	2014 年前 3 季度	同比变动(%)
营业收入	13,762	17,932	30
营业成本	(8,803)	(10,894)	24
营业税	(893)	(1,067)	19
毛利润	4,066	5,971	47
其他收入	(10)	(9)	(7)
销售费用	(381)	(597)	57
管理费用	(644)	(1,016)	58
营业利润	3,031	4,349	44
投资收益	(1)	56	(7145)
财务费用	(41)	(23)	(44)
营业外收支	(2)	1	(189)
税前利润	2,987	4,384	47
所得税	(769)	(1,197)	56
少数股东权益	0	(365)	(3311556)
归属上市公司股东净利润	2,218	2,821	27
主要比率(%)			百分点变动
含税毛利率	30	33	4
经营利润率	22	24	2
净利率	16	16	(0)

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 华夏幸福 2014 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 (平方米)	容积率	建筑面积 (平方米)	权益面积 (平方米)	成交总价 (万元)	权益地价 (万元)	楼面价 (元/平方米)
2014/01	固安 2013-111、112、113 号地块	固安	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	100	198,536	2.20	436,778	436,778	134,855	134,855	3,087
2014/04	香河 2013-106、2013-112 号两宗地块	香河	100	58,924	2.00	117,849	117,849	29,900	29,900	2,537
2014/05	嘉善 2010-86-1 号地块	嘉善	100	99,901	1.60	159,842	159,842	10,989	10,989	688
2014/05	无锡 2014-3 号地块	无锡	100	48,735	3.20	155,952	155,952	47,659	47,659	3,056
2014/06	镇江 2014-3-2 号地块	镇江	100	26,658	1.00	26,658	26,658	4,800	4,800	1,801
2014/06	大厂 03-(50)-358、5-(50)-130、5-(50)-131、5-(50)-133 号四宗土地	大厂	100	143,805	2.77	398,613	398,613	30,190	30,190	757
2014/07	怀来 GL14-22、ZZ14-20、ZZ14-21、ZZ14-39 号四宗土地	怀来	100	88,220	1.78	156,902	156,902	11,973	11,973	763
2014/07	霸州 (2014) 9 号公告 49 号土地	霸州	100	64,000	1.50	96,000	96,000	8,704	8,704	907
2014/07	固安 2014-13、2014-14、2014-23、2014-47 四宗土地	固安	100	129,914	2.09	271,811.8	271,812	41,881	41,881	1,541
2014/07	固安 2014-20 号宗地	固安	100	30,563	2.50	76,408	76,408	11,698	11,698	1,531
2014/08	固安孔雀湖东街北侧地块	固安	100	10,916	2.20	24,016	24,016	3,733	3,733	1,554
2014/09	固安 2014-50 号地块	固安	100	30,840	2.20	67,848	67,848	6,300	6,300	929
2014/09	固安 2014-51 号地块	固安	100	30,511	2.20	67,125	67,125	5,100	5,100	760
2014 年前 3 季度合计				1,268,607	2.14	2,708,604	2,708,604	461,393	461,393	1,703
同比(%)				(27.7)		(27.1)	(27.1)	12.9	12.9	54.8
其中, 3 季度合计				384,965	1.97	760,110	760,110	89,389	89,389	1,176
同比(%)				(3.4)		(8.1)	(8.1)	25.3	25.3	36.4

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，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
西单北大街 110 号 7 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