



买入

26% ↑

目标价格: 人民币 65.56
原目标价格: 人民币 40.00

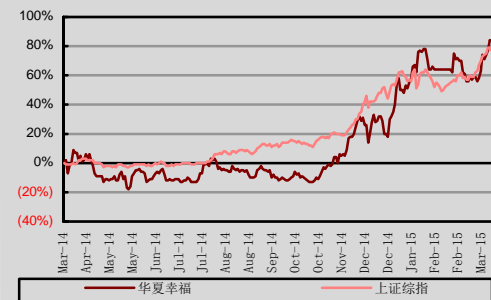
600340.CH

价格: 人民币 52.23

目标价格基础: 18.3倍 2015年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.8	195.4	42.0	83.3
相对上证综指	6.6	115.5	22.9	6.3

发行股数(百万)	1,323
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	69,094
3个月日均交易额(人民币 百万)	571
15年末净负债率(%)	80
15年末每股重估净资产值(人民币)	43.71
主要股东(%)	
华夏幸福基业控股股份公司	68.88

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年3月25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

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

华夏幸福

产业新城模式升级, 打造平台生态系统

华夏幸福依靠独特的产业新城模式顺应时代发展的呼唤, 在我国产业变革升级、新型城镇化深入和京津冀一体化推进等时代大背景下, 焕发出极强的生命力, 持续展现出领先行业的业绩和销售表现, 14年公司净利润和整体销售分别同比增长30%和37%, 均远好于行业表现, 并且目前丰富的预收款以及签约投资额可以锁定1年半以上的业绩, 同时公司拟每10股送10股派8元; 依托产业新城, 公司后续将继续优化和升级公司的业务模式, 致力于打造“以企业服务为核心”的平台生态体系, 营造共生共赢的新商业生态系统, 打开新的成长空间; 2月推出70亿元再融资计划, 将缓解资金压力, 助力成长; 此外, 公司去年以来进一步明晰聚焦京津冀区域战略, 大力拓展京津冀项目, 目前该区域委托面积达1,755平方公里, 无疑是京津冀规划第一受益标的。我们分别将公司2015-16年的每股收益预测由3.74元和4.76元小幅下调至3.59和4.66元, 看好公司产业新城的平台化发展体系, 上调目标价至65.56元, 相当于18.3倍2015年市盈率, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 净利润同比增长30%, 每10股送10股派8元。14年营业收入269亿、净利润35亿, 分别同比增28%和30%, 略低于我们预期, 但好于行业; 基本每股收益2.67元; 毛利率和净利率分别为35.8%和13.2%, 分别提升2.0和0.3个百分点, 其中毛利率更高的园区业务收入占比由去年26%提升至30%; 净资产收益率42.8%; 拟每10股送10股派8元。
- 15年计划销售增长20%, 预收款锁定率高达1年半。14年, 销售金额512亿元, 同比增长37%, 三年复合增长46%。其中, 地产销售430亿元, 同比增长46%, 好于TOP20的平均21%的水平; 计划15年整体销售615亿元, 同比增长20%。报告期末, 预收款项440亿元分别锁定15-16年地产业务预测收入的100%、和50%, 高预收款锁定未来1年半地产业绩, 锁定表现高于行业。
- 京津冀资源不断扩充, 二机场建设利好4园区。目前累计接受委托的园区共30个, 对应面积已超1,830平方公里, 其中京津冀区域超1,755平方公里, 占比达96%; 累计签约投资额1,666亿元, 估算未结算额约110亿元将支撑公司获得2-3年产业发展服务收入的高增长; 北京、霸州、永清、广阳等园区的产业的投资落地和土地价值的提升有很大的促进作用。
- 打造产业联盟和创新孵化两大发展路径, 符合国家“大众创业”导向。在产业联盟方面, 公司与不同领域的顶尖合作伙伴合作, 如: 中航科工、第二研究院、北汽通航、京东等等, 利用各自优势共建生态圈; 在创新孵化方面, 与清华、北大等等, 高校研究所合作, 搭建科技成果转化平台, 加速成果转化; 同时, 积极探索海外建设转化器, 并通过资本对接等方式, 加速创新成果转化。
- 营造“以企业为核心”的平台生态体系, 打开新成长空间。依托产业新城, 公司将继续优化和升级公司业务模式, 致力于打开外部资源进行合作, 营造共生共赢的新商业生态系统, 打开新的成长空间。

评级面临的主要风险

- 行业销售复苏低于预期; 政府对于返还款支付意愿度降低。

估值

- 我们分别将公司2015-16年的每股收益预测由3.74元和4.76元小幅下调至3.59和4.66元, 看好公司产业新城的平台化发展体系, 目标价由40.00元上调至65.56元, 相当于18.3倍2015年市盈率, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	21,060	26,886	38,115	48,099	61,520
变动(%)	74.4	27.7	41.8	26.2	27.9
净利润(人民币 百万)	2,715	3,538	4,742	6,170	8,114
全面摊薄每股收益(人民币)	2.052	2.674	3.585	4.664	6.134
变动(%)	52.2	30.3	34.1	30.1	31.5
先前预测每股收益(人民币)			3.741	4.763	
调整幅度(%)			(4.2)	(2.1)	
市盈率(倍)	25.4	19.5	14.6	11.2	8.5
每股现金流量(人民币)	(1.3)	(1.9)	(3.9)	(2.2)	(3.2)
价格/每股现金流量(倍)	(39.8)	(27.9)	(13.3)	(23.5)	(16.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.3	42.3	25.7	23.0	20.9
每股股息(人民币)	0.2	0.8	1.1	1.4	1.8
股息率(%)	0.3	1.5	2.1	2.7	3.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

净利润同比增长30%，每10股送10股派8元

14年营业收入269亿、净利润35亿，分别同比增28%和30%，略低于我们预期，但远好于行业；基本每股收益2.67元；毛利率和净利率分别为35.8%和13.2%，分别提升2.0和0.3个百分点，其中毛利率更高的园区业务收入占比由去去年26%提升至30%；净资产收益率42.8%；拟每10股送10股派8元。

图表 1. 华夏幸福 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	同比变动(%)
营业收入	21,060	26,886	27.7
营业成本	(13,939)	(17,269)	23.9
营业税	(1,413)	(1,867)	32.1
毛利润	5,707	7,750	35.8
其他收入	(13)	(41)	213.0
销售费用	(873)	(954)	9.2
管理费用	(1,151)	(1,754)	52.4
营业利润	3,671	5,002	36.3
投资收益	25	90	263.1
财务费用	(115)	(28)	(75.6)
营业外收支	5	(4)	(175.0)
税前利润	3,586	5,060	41.1
所得税	(900)	(1,258)	39.9
少数股东权益	29	(264)	(1025.2)
归属上市公司股东净利润	2,715	3,538	30.3
主要比率(%)			百分点增减
毛利率(税后)	27.1	28.8	1.7
经营利润率	17.4	18.6	1.2
净利率	12.9	13.2	0.3

资料来源：公司数据，中银国际研究

业务结构进一步优化，园区业务比重上升

主营业务收入中，按园区业务和地产开发业务划分，园区收入78.7亿元，占公司收入的30%，提升4个百分点，利润18.82亿元，占公司利润的53%，提升1个百分点。其中，产业发展服务收入35.68亿元，占公司总收入13%，提升2个百分点，产业发展服务利润14.73亿元，占公司利润的42%，提升4个百分点。

图表 2. 华夏幸福 2014 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(%)	营业收入 占比增减百分点	毛利率 增减百分点
1、房地产开发业务	185.4	68.9	27.8	20.1	(4.4)	1.8
- 园区住宅配套	158.1	58.8	28.5	20.8	(3.3)	1.4
- 城市地产开发	27.3	10.2	23.5	16.7	(0.9)	(3.8)
2、园区非地产开发业务	78.7	29.3	55.3	41.5	2.9	(1.2)
- 产业发展服务	35.7	13.3	96.9	51.2	2.1	(0.7)
- 基础设施建设	14.3	5.3	38.6	44.7	0.6	17.3
- 土地整理	26.3	9.8	14.3	28.4	(0.0)	(14.6)
- 综合服务	0.7	0.3	13.7	80.7	0.1	(16.2)
- 物业管理服务	1.6	0.6	-26.6	48.2	0.1	(42.5)
3、其他	4.8	1.8	24.3	1102.9	1.6	45.7
合计	268.9	100.0	35.8	27.7	0.0	2.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

15 年计划销售增长 20%，预收款锁定率高达 1 半年

14 年，销售金额 512 亿元，同比增长 37%，实现了 2011-14 年销售额复合增长 46%。其中，地产销售 430 亿元，同比增长 46%，增速仅次于绿地排名第二，并好于 TOP20 的平均 21% 的水平；对应地产销售均价为 7,399 元/平方米，同比下降 12%，源于园区地产年内的推盘结构和定价的调整。计划 15 年整体销售 615 亿元，同比增长 20%。

报告期末，预收款项 440 亿元分别锁定 15-16 年地产业务预测收入的 100%、和 50%，高预收款锁定未来 1 年半地产业绩，锁定表现高于行业。

图表 3. 华夏幸福 14 年销售情况明细 (单位: 亿元, 万平方米, 元/平方米)

	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	355.0	50.4	69.3	479.6	78.9	82.5	7,403	(15.9)
城市地产	75.2	27.2	14.7	101.9	25.1	17.5	7,383	1.7
园区回款	75.8	0.1	14.8	NA	NA	NA	NA	NA
酒店等其他业务	6.5	100.6	1.3	NA	NA	NA	NA	NA
整体	512.5	37.0	100.0	581.5	66.3	100.0	7,399	(12.4)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 华夏幸福 2014 年开发销售及 2015 年计划

	2014 计划完成率 (%)	同比 (%)	2015 计划	同比 (%)
新开工面积(万平方米)	749.3	57.3		
-- 园区内配套住宅	580.6	56.9		
-- 城市地产	168.7	58.6		
施工面积(万平方米)			2016.4	
-- 园区内配套住宅			1591.9	
-- 城市地产			424.5	
竣工面积(万平方米)	293.0	95.0	375.5	28.2
-- 园区内配套住宅	249.5	89.6	310.4	24.4
-- 城市地产	43.5	146.3	65.1	49.8
新增土地储备(万平方米)	474.5			
签约销售面积(万平方米)	580.8	91.6		
签约销售金额(亿元)	430.3	45.7		
销售均价(元/平方米)	7,408.1			
园区结算回款额(亿元)	75.8	0.0		
整体销售额(亿元)	512.5	102.5	615.0	20.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 5. 华夏幸福 2014 年拿地项目统计

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)
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 固国用(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
2014/10	昌黎 (2014) 52 号土地	昌黎	100	16,713	1.20	20,055	20,055	1,015	1,015	506
2014/11	香河 2014-108 号土地	香河	100	19,999	1.20	23,999	23,999	1,016	1,016	423
2014/11	香河 2014-109 号土地	香河	100	16,667	2.00	33,333	33,333	1,017	1,017	305
2014/11	昌黎 (2014) 54 号土地	昌黎	100	128,778	1.20	154,533	154,533	1,018	1,018	66
2014/11	廊坊 2014-11 号土地	廊坊	100	32,157	1.80	57,883	57,883	16,000	16,000	2,764
2014/11	廊坊 2014-12 号土地	廊坊	100	5,203	2.00	10,406	10,406	2,700	2,700	2,595
2014/11	廊坊 2014-13 号土地	廊坊	100	97,139	1.80	174,850	174,850	48,430	48,430	2,770
2014/12	霸州 (2014) 18 号公告 113 号土地	霸州	100	39,366	1.50	59,049	59,049	5,425	5,425	919
2014/12	霸州 (2014) 18 号公告 114 号土地	霸州	100	33,907	1.50	50,861	50,861	4,680	4,680	920
2014/12	固安 2014-68 号地块	固安	100	54,368	2.00	108,736	108,736	19,736	19,736	1,815
2014/12	固安 2014-69 号地块	固安	100	37,010	2.00	74,020	74,020	14,008	14,008	1,892
2014/12	固安 2014-70 号地块	固安	100	53,346	2.00	106,692	106,692	20,191	20,191	1,892
2014/12	嘉善 2012-64、66、68、73、76 地块	嘉善	100	88,734	1.00	88,734	88,734	13,133	13,133	1,480
2014/12	固安 2014-64 号地块	固安	100	63,336	1.20	76,003	76,003	2,662	2,662	350
2014/12	固安 2014-66 号地块	固安	100	16,051	1.20	19,261	19,261	690	690	358
2014/12	固安 2014-67 号地块	固安	100	52,042	1.20	62,450	62,450	2,157	2,157	345
2014/12	大厂 03-(50)-365 号地块	大厂	100	56,484	2.20	124,264	124,264	14,800	14,800	1,191
2014/12	大厂 03-(50)-366 号地块	大厂	100	23,516	2.20	51,735	51,735	5,200	5,200	1,005
2014/12	大厂 03-(50)-370 号地块	大厂	100	33,330	2.20	73,326	73,326	7,300	7,300	996
2014/12	大厂 03-(50)-371 号地块	大厂	100	45,538	2.20	100,183	100,183	10,400	10,400	1,038
2014/12	大厂 03-(50)-373 号地块	大厂	100	56,918	2.20	125,219	125,219	12,600	12,600	1,006
2014/12	大厂 03-(50)-375 号地块	大厂	100	20,000	2.20	44,000	44,000	3,600	3,600	818
2014/12	廊坊 2014-8 号地块	廊坊	100	47,745	1.80	85,940	85,940	22,400	22,400	2,606
2014/12	廊坊 2014-9 号地块	廊坊	100	43,219	1.80	77,795	77,795	20,200	20,200	2,597
2014/12	廊坊 2014-10 号地块	廊坊	100	36,544	1.80	65,779	65,779	17,100	17,100	2,600
2014/12	怀来 ZZ14-82 号地块	怀来	100	3,267	1.50	4,901	4,901	452	452	922
2014/12	怀来 ZZ14-83 号地块	怀来	100	19,296	1.50	28,943	28,943	2,682	2,682	927
2014/12	怀来 ZZ14-84 号地块	怀来	100	4,664	1.50	6,996	6,996	746	746	1,066
2014/12	怀来 ZZ14-86 号地块	怀来	100	2,994	1.50	4,491	4,491	439	439	978
2014/12	怀来 SF14-63 号地块	怀来	100	5,165	1.50	7,747	7,747	690	690	891
2014/12	怀来 SF14-64 号地块	怀来	100	3,497	1.50	5,246	5,246	379	379	722
2014/12	怀来 SF14-65 号地块	怀来	100	3,800	1.50	5,700	5,700	338	338	593
2014/12	怀来 SF14-66 号地块	怀来	100	2,514	1.50	3,772	3,772	301	301	798
2014/12	怀来 ZZ14-87 号地块	怀来	100	28,622	1.50	42,933	42,933	3,908	3,908	910
2014/12	怀来 GY14-76 地块	怀来	100	56,668	1.00	56,668	56,668	1,557	1,557	275
2014 年合计				2,517,201	1.89	4,745,106	4,745,106	740,363	740,363	1,560
同比(%)				(28.0)		(32.7)	(32.7)	(5.6)	(5.6)	40.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

京津冀储备不断扩充，二机场建设利好 4 园区

公司加大了京津冀拓展力度，今年合计新增委托园区 8 个，7 个位于京津冀区域，目前累计接受委托的园区共 30 个，对应面积已超 1,830 平方公里，其中京津冀区域超 1,755 平方公里，占比达 96%。另外，北京二机场计划将于 2018 年建成投入使用，届时将对公司固安、霸州、永清、广阳等园区的产业的落地和土地价值的提升有很大的促进作用；累计签约投资额 1,666 亿元，估算产业发展服务累计可结算额达 225 亿元，扣除累积结算 114 亿元，预计未结算额 110 亿元将支撑公司获得 2-3 年产业发展服务收入的高增长。

图表 6. 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
26	北京房山区张坊镇项目	北京	北京	2014-05	119
27	白洋淀科技城	河北	保定	2014-05	300
28	河北任丘项目	河北	任丘	2014-06	240
29	河北涿鹿项目	河北	涿鹿	2014-07	247
30	河北霸州项目	河北	霸州	2014-07	107
合计					超 1,830 平方公里
其中，京津冀区域小计					超 1,755 平方公里
其中，京津冀区域占比					96%

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；(3)香河县蒋辛屯镇及渠口镇项目预计为 20 平方公里。

图表 7. 华夏幸福近邻首都二机场园区情况

园区	委托开发面积 (平方公里)	至首都新机场距离 (公里)	相对首都新机场 方位
固安	87	10	西南方
永清	18	10	正南方
霸州	78	20	西南方
广阳	15	10	东南方
合计	198		

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8. 华夏幸福主要园区签约投资情况

	2011	2012	2013	2014
新增签约入园企业	86	45	60	114
新增签约投资额	129.8	279	395	502
累计签约入园企业	438.0	483	543	657
累计签约投资额	489.5	769	1,164	1,666

资料来源：公司公告，中银国际研究

打造产业联盟和创新孵化两大产业促进发展路径，符合国家“大众创业”导向

公司将产业创新具化为产业联盟的发展模式和创新孵化两大发展路径。在产业联盟方面，公司与不同领域的顶尖合作伙伴合作，先后与中国航天科工集团第二研究院、中国航天科技集团公司第五研究院、北汽通航、京东等行业龙头企业组建创新发展产业联盟，利用各自优势共建产业生态圈，共同培育新技术、新产业、新业态、新模式。

在创新孵化方面，与清华大学、北京大学、哈尔滨工业大学、北京航空航天大学、北京理工大学等高水平大学及研究院所深度合作，搭建科技成果孵化转化平台，加速成果对接转化，2014年5月，清华大学重大科技项目中试孵化基地正式签约落户固安产业新城；

同时，秉承“全球技术，华夏加速，中国创造”的核心理念构建完整产业链，探索在海内外建设相应孵化器、加速器载体和创意空间，并通过资本干预等方式，加速创新成果转化。2014年2月底“华夏幸福硅谷高科技孵化器”在美国山景城开园，9月与硅谷四家机构达成战略合作意向，有效实现创新项目孵化。

营造“以企业服务为核心”的平台生态体系，打开新成长空间

依托产业新城，公司将继续优化和升级公司的业务模式，致力于打造“以企业服务为核心”的平台生态体系，打开价值链、充分引入外部资源进行合作，营造共生共赢的新商业生态系统，打开新的成长空间。

图表 9. 华夏幸福 2014 年 4 季度以来主要合作项目情况

合作日期	合作单位	合作项目	主要合作内容
11 月 11 日	北京通用航空等 5 家企业	建立“中国通用航空企业联盟”	华夏幸福间接全资子公司华夏幸福航空产业投资有限公司拟与北京通用航空有限公司、山东通用航空服务有限公司、湖北蔚蓝国际航空学校有限公司、上海捷德航空技术有限公司及北京华商创想科技有限公司建立“中国通用航空企业联盟”并签署《战略合作框架协议》。
11 月 27 日	北方导航科技集团	在北斗导航技术、车联网、无人智能装备、军民融合垂直电商等产业领域的全面合作	华夏幸福与北方导航科技集团有限公司为加快推进双方在北斗导航技术、车联网、无人智能装备、军民融合垂直电商等产业领域的全面合作，建立战略合作关系，并签署《战略合作框架协议》。
11 月 27 日	京东	与北京京东世纪贸易有限公司战略合作	华夏幸福董事会审议通过了《关于与北京京东世纪贸易有限公司签署<战略合作框架协议>的议案》。
12 月 17 日	南京玻纤研究院、任丘政府	打造全国领先的玻璃纤维及复合新材料产业园	华夏幸福间接持股的全资子公司任丘鼎兴园区建设发展有限公司与南京玻纤纤维研究设计院、任丘市人民政府就共同打造全国领先的玻璃纤维及复合新材料产业园建立合作关系，并签署《战略合作框架协议》。
12 月 30 日	保定政府	签订白洋淀科技城委托开发补充条款	华夏幸福与保定政府签订白洋淀科技城 300 平方公里委托开发补充条款。
12 月 30 日	廊坊土建投等 4 家公司	设立廊坊空港投资开发有限公司	华夏幸福拟与廊坊市国土土地开发建设投资控股有限公司、国开元融资产管理有限责任公司、新奥文化产业发展有限公司、朗森汽车产业园开发有限公司共同出资设立廊坊空港投资开发有限公司，空港投资设立后将主要用于北京新机场临空经济区的整体开发建设。
1 月 5 日	清华大学	建立合作关系和长效机制、建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”	华夏幸福与清华大学本着“真诚合作、务求实效”的原则，就建立合作关系和长效机制达成《战略合作协议》。在该协议的基础上，公司与清华大学委派的对接单位清华大学（技术转移研究院）就联合建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”签署《联合建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”合作协议书》。

资料来源：公司数据，中银国际研究

看好公司平台化发展体系，重申买入评级

华夏幸福依靠独特的产业新城模式顺应时代发展的呼唤，在我国产业变革升级、新型城镇化深入和京津冀一体化推进等时代大背景下，焕发出极强的生命力，持续展现出领先行业的业绩和销售表现，14 年公司净利润和整体销售分别同比增长 30% 和 37%，均远好于行业表现，并且目前丰富的预收款项以及签约投资额可以锁定 1 年半以上的业绩，同时公司拟每 10 股送 10 股派 8 元；依托产业新城，公司后续将继续优化和升级公司的业务模式，致力于打造“以企业服务为核心”的平台生态体系，营造共生共赢的新商业生态系统，打开新的成长空间；2 月推出 70 亿元再融资计划，将缓解资金压力，助力成长；此外，公司去年以来进一步明晰聚焦京津冀区域战略，大力拓展京津冀项目，目前该区域委托面积达 1,755 平方公里，无疑是京津冀规划第一受益标的。我们分别将公司 2015-16 年的每股收益预测由 3.74 元和 4.76 元小幅下调至 3.59 和 4.66 元，看好公司产业新城的平台化发展体系，上调目标价至 65.56 元，相当于 18.3 倍 2015 年市盈率，重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	21,060	26,886	38,115	48,099	61,520
销售成本	(15,352)	(19,136)	(27,481)	(34,393)	(43,662)
经营费用	(2,024)	(2,707)	(3,838)	(4,843)	(6,194)
息税折旧前利润	3,749	5,168	6,968	9,034	11,835
折旧及摊销	(65)	(125)	(172)	(171)	(171)
经营利润 (息税前利润)	3,684	5,043	6,796	8,863	11,664
净利息收入/(费用)	(105)	(12)	(102)	(143)	(190)
其他收益/(损失)	7	29	100	121	152
税前利润	3,586	5,060	6,795	8,841	11,626
所得税	(900)	(1,258)	(1,699)	(2,210)	(2,906)
少数股东权益	29	(264)	(354)	(460)	(605)
净利润	2,715	3,538	4,742	6,170	8,114
核心净利润	2,715	3,538	4,742	6,170	8,114
每股收益(人民币)	2.052	2.674	3.585	4.664	6.134
核心每股收益(人民币)	2.052	2.674	3.585	4.664	6.134
每股股息(人民币)	0.150	0.800	1.072	1.395	1.835
收入增长(%)	74	28	42	26	28
息税前利润增长(%)	47	37	35	30	32
息税折旧前利润增长(%)	47	38	35	30	31
每股收益增长(%)	52	30	34	30	31
核心每股收益增长(%)	52	30	34	30	31

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	3,586	5,060	6,795	8,841	11,626
折旧与摊销	65	125	172	171	171
净利息费用	105	12	102	143	190
运营资本变动	(6,237)	(8,836)	(10,453)	(9,758)	(13,118)
税金	(900)	(1,258)	(1,699)	(2,210)	(2,906)
其他经营现金流	(94)	(56)	(104)	(125)	(156)
经营活动产生的现金流	(3,474)	(4,954)	(5,187)	(2,938)	(4,194)
购买固定资产净值	(714)	(719)	0	0	0
投资减少/增加	(868)	(564)	168	212	272
其他投资现金流	(1,493)	(1,444)	3,111	156	690
投资活动产生的现金流	(3,076)	(2,728)	3,279	368	962
净增权益	3,198	3,515	0	0	0
净增债务	9,659	13,624	8,933	10,274	13,052
支付股息	(1,729)	(2,996)	(1,419)	(1,846)	(2,427)
其他融资现金流	(24)	(2,089)	3,111	156	690
融资活动产生的现金流	11,104	12,055	10,626	8,584	11,315
现金变动	4,554	4,373	8,718	6,014	8,083
期初现金	5,311	9,866	14,240	22,958	28,972
公司自由现金流	(6,550)	(7,682)	(1,908)	(2,570)	(3,232)
权益自由现金流	3,109	5,942	7,025	7,704	9,820

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	9,944	16,194	22,958	28,972	37,055
应收帐款	2,751	6,084	8,625	10,885	13,922
库存	54,058	78,316	111,026	140,111	179,204
其他流动资产	2,596	7,078	4,315	5,403	6,864
流动资产总计	69,348	107,672	146,924	185,370	237,045
固定资产	2,098	3,110	2,959	2,810	4,124
无形资产	349	455	433	411	390
其他长期资产	2,298	2,726	3,660	4,489	5,609
长期资产总计	4,745	6,292	7,052	7,709	10,124
总资产	74,094	113,964	153,976	193,079	247,169
应付帐款	8,979	17,389	25,150	31,491	40,012
短期债务	9,802	21,218	30,151	40,425	53,477
其他流动负债	35,634	46,176	64,902	81,910	107,196
流动负债总计	54,415	84,783	120,204	153,826	200,685
长期借款	7,304	9,489	9,489	9,489	9,489
其他长期负债	2,420	2,296	3,316	4,150	5,270
股本	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323
储备	5,328	8,471	11,793	16,118	21,805
股东权益	6,650	9,794	13,116	17,441	23,127
少数股东权益	3,305	7,603	7,851	8,173	8,597
总负债及权益	74,094	113,964	153,976	193,079	247,169
每股帐面价值(人民币)	2.51	3.70	9.91	13.18	17.48
每股有形资产(人民币)	0.79	1.18	2.24	2.12	3.12
每股净负债/(现金)(人民币)	2.71	5.49	12.61	15.83	19.59

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.8	19.2	18.3	18.8	19.2
息税前利润率(%)	17.5	18.8	17.8	18.4	19.0
税前利润率(%)	17.0	18.8	17.8	18.4	18.9
净利率(%)	12.9	13.2	12.4	12.8	13.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	35.2	434.1	66.7	61.8	61.5
净权益负债率(%)	71.9	83.4	79.6	81.8	81.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	25.4	19.5	14.6	11.2	8.5
核心业务市盈率(倍)	25.4	19.5	14.6	11.2	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.9	24.5	18.3	14.1	10.7
市净率(倍)	20.8	14.1	5.3	4.0	3.0
价格/现金流(倍)	(39.8)	(27.9)	(13.3)	(23.5)	(16.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.3	42.3	25.7	23.0	20.9
周转率					
存货周转天数	1026.3	1262.5	1257.4	1332.6	1334.7
应收帐款周转天数	48.0	60.0	70.4	74.0	73.6
应付帐款周转天数	117.5	179.0	203.7	214.9	212.1
回报率					
股息支付率(%)	7.3	29.9	29.9	29.9	29.9
净资产收益率(%)	40.8	36.1	36.2	35.4	35.1
资产收益率(%)	4.7	4.0	3.8	3.8	4.0
已运用资本收益率(%)	18.8	13.7	12.8	13.3	14.0

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