

沪港通股票

首次覆盖

华夏幸福
京津冀卫星城建设者，具有新城开发综合能力
公司聚焦京津冀卫星城建设

公司是中国领先的产业新城开发商，2014年83%的土地储备和96%的收入源于环北京卫星新城，可以提供城市设计、住宅开发、基建和招商引资等新城建设全系列服务。公司具有将北京周边固安开发建设为现代化新城的成功经验，并正在北京周边其他市县进行复制，有望直接受益于京津冀区域卫星新城建设。

京津冀卫星城人口有望快速增长

美国三大人口聚集区域占比全国42%，而中国三大区域仅聚集全国28%人口，京津冀人口仅占全国8%，我们认为伴随京津冀规划的实施，该区域经济实力将明显增强，京津冀未来10年人口年增长将至少达150万人。同时北京市区将严格控制人口增长，我们判断区域整体人口持续增长和北京产业持续外迁的合力将使人口在周边卫星城聚集，带来卫星新城的大发展。

具有新城综合开发四大系统能力

新城开发需要系统性能力，公司经过多年实践建立了四大能力：与地方政府签署专属协议开发区域获得长期专属开发权的能力，提供新城基础设施建设的能力，建设针对中低收入者住宅的能力和招商引资的能力。系统性的能力带来了超过同业的发展速度，公司过去三年营收年复合增速高达51%，归母净利润年复合增速达38%，远高于传统地产商及园区开发企业。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价42.7元

我们预计公司15-17年EPS为1.98/2.62/3.03元，目前股价对应PE13/10/9倍，公司上市后平均PE9倍。基于地产、园区服务及基础设施业务分部估值，我们推导出目标价42.7元，对应16年16.3倍PE（A股其余覆盖公司目标价对应16年加权PE9.4倍，因是房地产开发企业，所以目标价对应估值较低），位于历史均值+3个标准差范围，我们相信伴随京津冀一体化落实和招商引资业务发展，公司估值有望提升，首次覆盖给予“买入”评级。

Equities

中国

房地产业

12个月评级 **买入**
 之前: 未予评级

12个月目标价 **Rmb42.70**
 之前: -

股价 **Rmb26.00**

路透代码: 600340.SS 彭博代码 600340 CH

交易数据和主要指标
52周股价波动范围 Rmb34.37-12.29

市值 Rmb68.8十亿/US\$11.1十亿

已发行股本 2,646百万 (ORDA)

流通股比例 100%

日均成交量(千股) 50,930

日均成交额(Rmb百万) Rmb1,484.4

普通股股东权益(12/15E) Rmb15.3十亿

市净率(12/15E) 4.5x

净债务/EBITDA 2.4x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测
12/15E	-	1.98	- 1.87
12/16E	-	2.62	- 2.40
12/17E	-	3.03	- 2.92

丁晓

分析师

S1460515010001

xiao.ding@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	12,077	21,060	26,886	39,003	53,455	62,359	68,695	75,079
息税前利润(UBS)	2,509	3,684	5,043	7,606	10,003	11,583	13,056	14,522
净利润(UBS)	1,795	2,728	3,538	5,250	6,936	8,027	8,976	9,930
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	2.04	2.06	1.34	1.98	2.62	3.03	3.39	3.75
每股股息 (Rmb)	0.23	0.15	0.40	0.59	0.78	0.91	1.01	1.12
现金 / (净债务)	(2,270)	(7,162)	(14,488)	(18,748)	(23,610)	(28,605)	(28,406)	(33,633)
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	20.8	17.5	18.8	19.5	18.7	18.6	19.0	19.3
ROIC (EBIT) (%)	49.0	30.3	20.6	20.6	21.1	19.8	19.2	18.6
EV/EBITDA(core)x	7.1	9.6	10.2	12.3	9.8	8.9	8.1	7.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	2.9	5.0	9.8	13.1	9.9	8.6	7.7	6.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.5)	(15.4)	(16.7)	(2.0)	(6.4)	(4.8)	(1.9)	(1.3)
净股息收益率(%)	3.9	1.5	3.0	2.3	3.0	3.5	3.9	4.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2015 年 07 月 23 日 15 时 26 分的股价(Rmb26.00)得出;

投资主题

华夏幸福

投资理由

公司独特的“园区+地产”运营模式使得其业绩增速远快于传统地产开发商及园区开发企业。过去 3 年公司营收年复合增速高达 51%，归母净利润年复合增速达 38%。公司深耕京津冀区域，14 年底在该区域的园区受托管理面积占全公司总受托面积的 85%，土地储备占公司总土地储备的 83%，是京津冀一体化战略的受益者。此外，公司的固安模式受到政府及市场认可，固安模式在异地的成功复制为公司的业务扩张及业绩增长打开了广阔空间。鉴于公司独特的产业新城模式，我们根据地产、园区及基础设施建设业务分部估值法推导出公司未来 12 个月目标价为 42.7 元，对应 2016 年整体 PE 为 16.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

乐观情景

如果公司环北京区域的产业新城建设业务收入增速超预期，且公司在环沈阳、环上海区域拓展的新业务能尽早贡献利润，我们预计公司 2016 年整体市盈率可能上升至 18 倍，每股估值提升至 47.16 元。

悲观情景

如果公司环北京区域的产业新城建设业务收入增速不达预期，且公司在环沈阳、环上海区域拓展的新业务进展不及预期，我们预计公司 2016 年整体市盈率可能下降至 13 倍，每股估值下降至 34.06 元。

近期催化剂

京津冀一体化战略推进速度或超市场预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb42.70

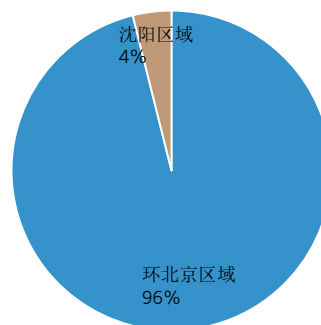
公司简介

华夏幸福创立于 1998 年，成立伊始公司从事传统的房地产开发及物业管理业务。2002 年开始公司转型做综合性园区的开发、建设与运营，经过十几年的发展，公司已成为国内领先的产业新城运营商。截至 2014 年底，公司在全国布局 20 多个园区，受托管理面积超过 1300 多平方公里。2014 年公司实现销售额共计 512.5 亿元，其中园区配套住宅签约销售额 355 亿元，城市地产销售额 75.2 亿元；园区配套住宅及城市地产签约销售面积分别为 478.9 万平方米及 101.9 万平方米。

行业展望

中国除一、二线城市以外的城市商品房销售已进入低增长或负增长阶段，而伴随着新城镇化建设的加速、区域一体化及产业升级利好政策的出台，我们认为大城市周边的卫星城将迎来广阔的发展空间。我们认为，能在卫星城与当地政府签署排他性合作协议锁定稀缺性资源，以及具有产业新城综合开发能力的开发商将有更大发展空间。

收入按地区分布，2014 (%)



来源：公司数据

各类业务 EBIT

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
园区住宅配套	1839	2362	4063	5806	6707
产业发展服务	1194	1813	2216	2608	3118
城市地产开发	238	336	651	930	1072
基础设施建设	417	488	522	575	601
其他	(3)	44	155	85	85
息税前利润	3,684	5,043	7,606	10,003	11,583

来源：公司数据，瑞银证券估算

目录

丁晓
分析师
S1460515010001
xiao.ding@ubssecurities.com
+86-105-832 8664

投资分析	4
风险	4
估值和推导我们目标价的基础.....	4
瑞银预期对比市场一致预期	5
敏感性分析.....	5
风险分析	6
竞争分析	10
行业吸引力评估	10
竞争优势	14
管理层策略.....	22
财务状况	26
关键假设	31
估值	32
目标价和评级	33
附录	35
公司背景	35
公司架构图.....	35

投资分析

华夏幸福过去三年净利润年复合增速高达 38%，住宅营收年复合增速高达 51%，处于我们覆盖 A 股地产公司第一名。我们预计公司未来三年仍将高速发展，营业收入年复合增长约 32%，净利润年复合增长约 31%。

华夏幸福过去几年取得高过同业增速的根本原因主要有，一为公司可售楼盘基本布局环北京区域，而近年伴随京津冀地区的发展，人口开始大量聚集该区域，公司开发的低价格楼盘正好满足了该区域中低收入者的购房需求。二为公司通过多年努力形成了独立进行卫星城建设的全面能力，涵盖修路、土地一级开发等基础设施建设、大体量住宅楼盘建设和销售、遍及全国并延伸至硅谷等地的招商引资，而这些综合能力使公司能够为超级城市周边小型县市提供城市开发整体解决方案，并最终获得一些县市的区域特许经营和经营权利。

我们预计未来京津冀区域卫星城建设将进入快车道，人口将继续快速聚集，环北京区域卫星城仍有很大发展机遇，提供新城开发整体服务的公司仍能够获得超于行业的增长速度。

我们预测 15-17 年 EPS 分别为 1.98 元/2.62 元/3.03 元，我们将公司地产、园区服务及基础设施业务参照可比公司估值水平分开单独估值，推导出目标价 42.7 元，对应公司 16 年 16.3 倍 PE，目标价对应 PE 估值高于历史均值 3 个标准差，我们相信如京津冀一体化推进落实和公司招商引资业务持续做大，公司估值有望提升，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险

公司业务经营面临的最大风险为住宅销售集中于环北京区域，如果该区域房地产市场不景气，将严重影响公司住宅销售回款，并从根本上影响公司基建和招商引资等业务的开展。

估值和推导我们目标价的基础

目前股价对应 15-17 年 PE13 倍、10 倍和 9 倍，上市后市场按照房地产开发企业给予公司估值，且近 4 年是房地产开发企业估值历史底部区间，所以公司上市后至今平均 PE 估值仅为 9 倍。

我们将公司三大业务地产业务、园区服务业务及基础设施业务参照可比公司估值水平分开单独估值，给予 16 年地产业务 11 倍 PE，给予产业服务业务 30 倍 PE，给予基础建设业务 14 倍 PE，推导出目标价 42.7 元，对应公司 16 年 16.3 倍 PE。

图表 1: 分项业务经营数据

分项业务	贡献收入 (亿元)				贡献净利润 (亿元)				NAV
	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2016E
住宅开发	185.4	298.5	436.7	513.3	18.9	30.4	44.5	52.3	34.5
基础设施建设	40.6	42.7	44.8	47.0	3.4	4.6	4.7	4.9	4.6
产业园 (招商引资)	35.7	42.8	51.4	61.7	12.7	15.2	18.3	21.9	14.0
其他	7.2	6.1	1.6	1.6	0.4	2.3	1.8	1.1	0.0
总计	268.9	390.0	534.6	623.6	35.4	52.5	69.4	80.3	53.2

来源: 公司数据、瑞银证券估算

瑞银预期对比市场一致预期

我们预测 15-17 年 EPS 分别为 1.98 元/2.62 元/3.03 元, 分别比市场一致预期高 5.9%/9.2%/3.8%, 显示我们对公司三大主业进展的判断相对市场略微乐观。

敏感性分析

图表 2: 2016 年 EPS 敏感性分析 (元)

结算面积假设 (万平方米)	结算均价假设 (元/平方米)				
	6,754	7,129	7,504	7,879	8,254
524	2.35	2.41	2.48	2.54	2.61
553	2.41	2.48	2.55	2.62	2.69
582	2.48	2.55	2.62	2.69	2.76
611	2.54	2.62	2.69	2.77	2.84
640	2.61	2.69	2.76	2.84	2.92

来源: 瑞银证券估算

风险分析

风险一：住宅销售过度集中于环北京区域

公司住宅销售高度依赖环北京区域项目的销售，固安、大厂和廊坊三个县市销售占比达 82%，如果该区域人口增长低于预期，住宅业务将受到负面影响。

图表 3: 公司楼盘销售面积分布

住宅销售区域	2014 年销售面积 (万平)	占比
固安	218.2	38%
大厂	166.2	29%
廊坊	88.8	15%
香河	28	5%
怀来	14.9	3%
苏家屯	15.6	3%
无锡	19.2	3%
镇江	12	2%
武清	13	2%
霸州	5.3	1%
合计	581.2	100%

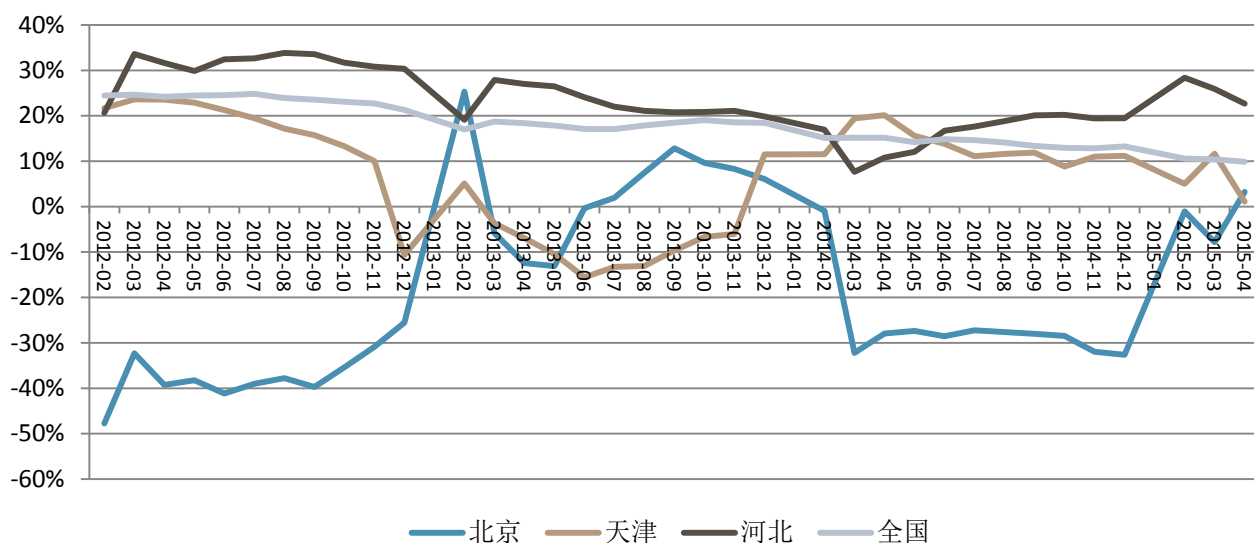
来源: 公司数据

风险二：招商引资难度越来越大

中国制造业投资增速 15 年 6 月为 9.7%，近年增长速度持续缩窄，北京和天津的制造业投资增速已低于全国水平，而河北制造业投资增长仍然在 20% 以上，这一方面对公司来说是良好的机遇，另一方面也是很大的挑战，如何在一个整体增速下行的大局面下保持公司所属园区招商引资业务的持续高增长。

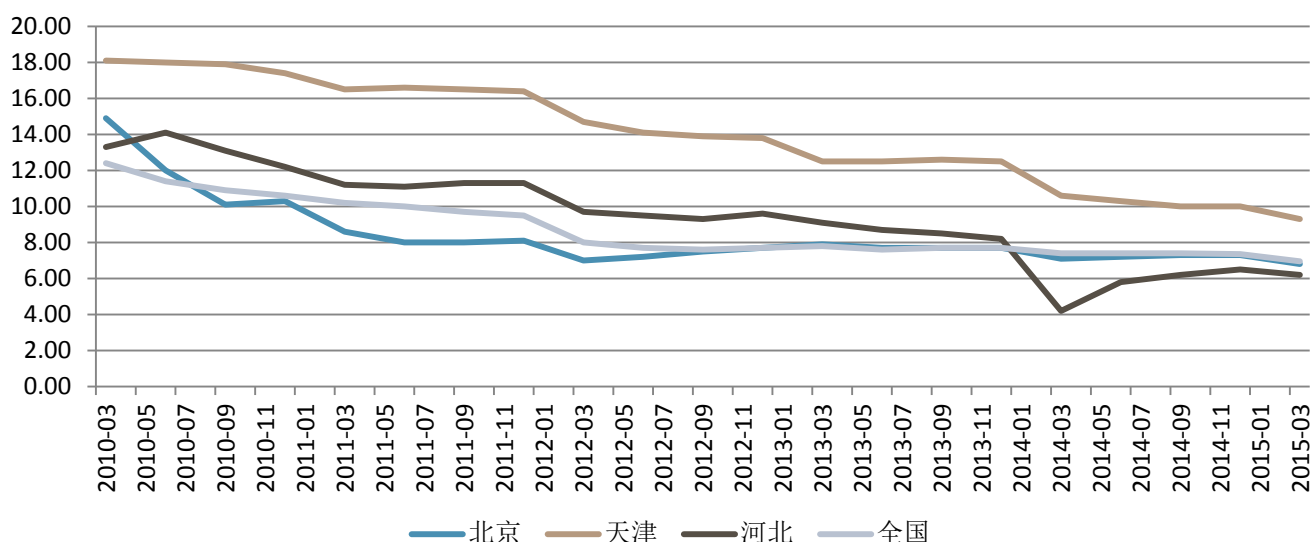
公司近年通过吸引中航等央企投资取得良好成绩，并且在拓展与硅谷等高科技企业的商务关系，希望引进欧美日等国高科技企业在园区建立工厂，公司招商引资的产业类型面临升级，从传统制造业升级为物流中心、研发中心等领域，对公司招商引资工作同样带来挑战。

图表 4: 京津冀制造业投资额月累计同比



来源: Wind。注: 统计局尚未发布省和直辖市 5 月和 6 月数据。

图表 5: 京津冀 GDP 季增长

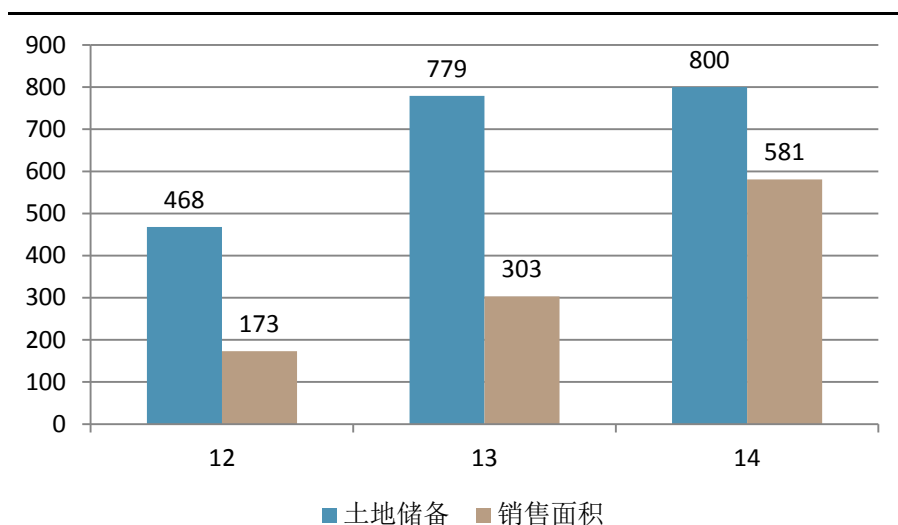


来源: Wind。注: 统计局尚未发布省和直辖市 15 年 2 季度数据。

风险三: 公司住宅土地储备缺乏的风险

因为公司与地方政府协议的约定, 公司独家开发协议区域, 使公司对协议区域内住宅土地具有某种独占性, 所以公司近年住宅拿地方式逐渐演变为“以销售定拿地”的策略, 直接导致公司土地储备并不像其他住宅开发企业一样大, 我们预计 14 年底土地储备面积仅可支撑 1.2 年的销售, 如果公司在获取土地方面速度稍慢便可能出现供给缺乏的风险, 影响公司销售业绩。

图表 6: 公司年土地储备和年销售面积 (万平方米)



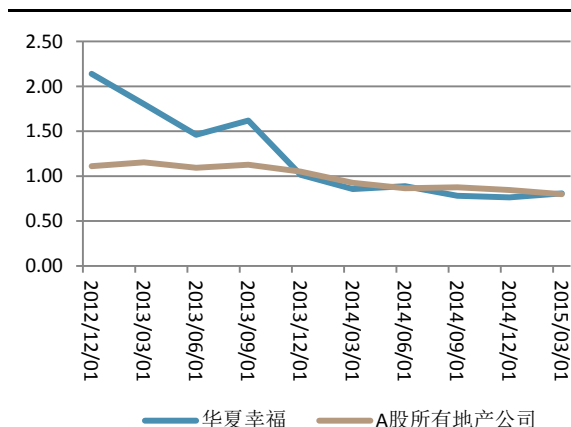
来源: 公司公告

风险四: 负债率较高的风险

公司 15 年一季度末拥有货币资金 197 亿元, 但短期负债和一年以内的长期负债共 243 亿元, 短期偿付比率为 0.8, 与 A 股整体水平一致, 伴随公司的扩张, 净负债率达 89%, 略低于行业水平, 但也处公司历史高位, 根据我们的测算 15-17 年公司净负债率将维持在 80% 的水平, 如果未来公司住宅销售和产业园区业务回款低于预期, 公司将有债务压力。

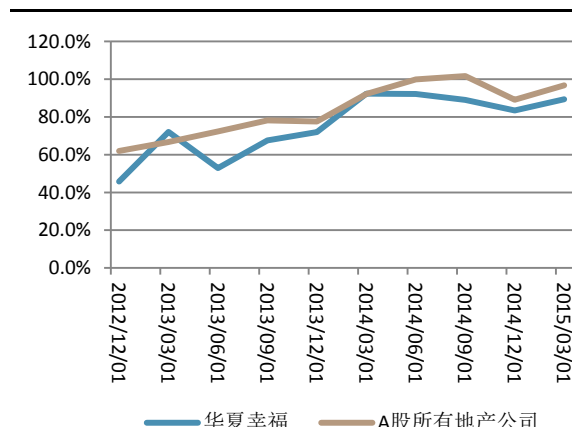
公司也曾与天方资产等资产管理公司合作使用子公司股权融资, 出让下属于子公司股权, 一定期限后回购, 我们预计额度在 30 亿元左右, 公司多样化的融资也提高了财务风险。

图表 7: 短期偿付比例比较



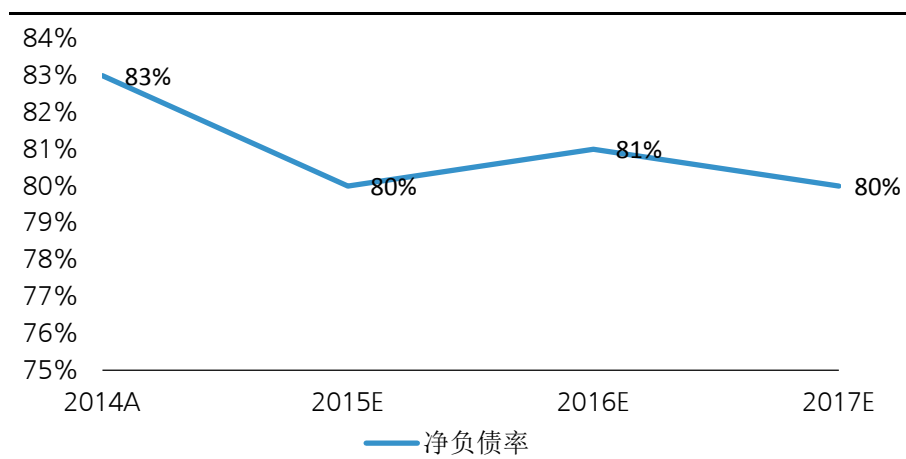
来源: Wind

图表 8: 净资产负债率比较



来源: Wind

图表 9: 未来三年净负债率预测



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

竞争分析

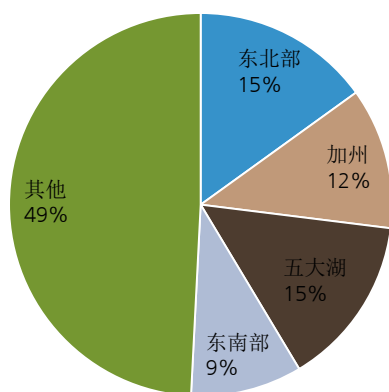
行业吸引力评估

京津冀区域人口料将继续快速增长，北京周边卫星城有广阔发展空间

因为日本、韩国国土面积狭小，人口天然集中，与中国可比性较低，我们选择与中国国土面积可比的美国作为人口地域分布的研究对象。

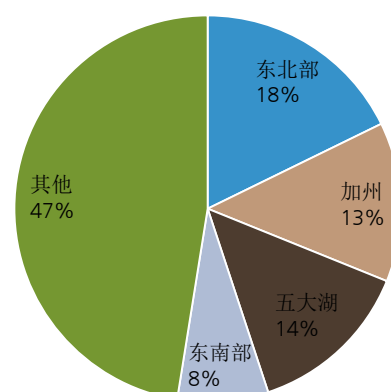
以美国为例，虽然美国三面临海，一面临湖，适合人类生存的区域众多，但人口仍然聚集在三大区域。东北部的的新泽西州等四洲人口总计占比全国的15%，五大湖区域人口占比 15%，加州占比 12%，前三大人口聚集区域可占比全国人口的 42%，而更多的人口创造更多的 GDP，三大区域 GDP 占比全国的 45%，更多的经济和就业机会又反过来吸引更多的新增人口。

图表 10: 美国主要州人口分布 (2014)



来源:CEIC。注:东北部包括新泽西、纽约、宾州及麻州;五大湖包括伊利诺伊、密歇根、威斯康星、印第安纳及俄亥俄州;东南部包括佛罗里达及佐治亚州。

图表 11: 美国主要州 GDP 占比 (2014)



来源: CEIC

反观中国虽然经过多年城市化，三大人口聚集区域仅聚集全国 28%的人口，但贡献了全国 43%的 GDP。

理性角度看中国优质的人类生存区域明显小于美国，依照逐水而居的概念，仅东南沿海区域符合条件，所以我们认为京津冀、长三角和珠三角三大区域人口占比将进一步增加，人口将持续涌入这些区域。

图表 12: 三大经济圈数据 (2014)

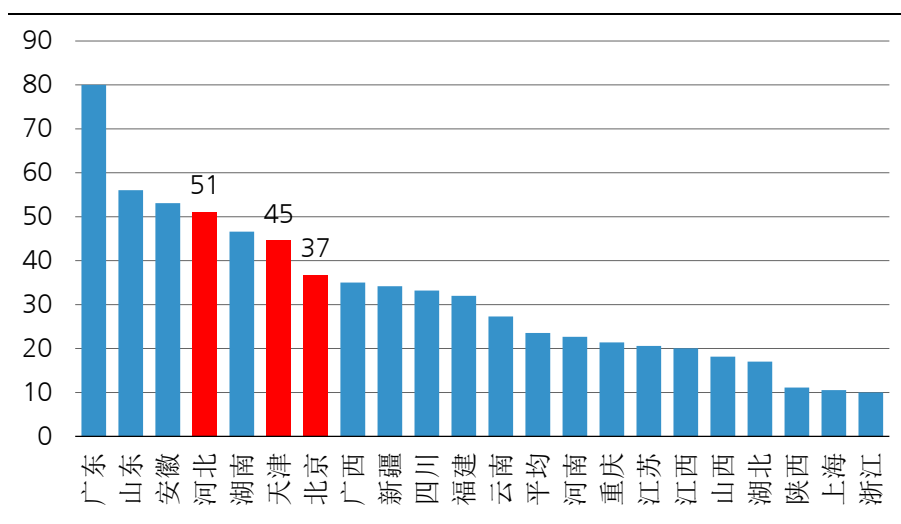
泛三大经济圈	土地面积 (万平方公里)	人口 (万)	人口占全国比重	GDP (亿元)	GDP 占全国比重
京津冀	21.7	11052	8%	66,474	10%
长三角	22.0	15894	12%	128,803	20%
珠三角	18.1	11355	8%	85,837	13%
合计	61.8	38301	28%	281114	43%
全国 (含香港)	960.1	137413		654,508	

来源: WIND。注: 京津冀包括北京、天津、河北省; 长三角包括上海、江苏省、浙江省; 珠三角包括广东省、香港。

尤其是京津冀区域, 河北省与两大直辖市人口仅占比全国 8%, GDP 贡献 10%, 远小于长三角和珠三角, 我们认为京津冀区域与美国东北部可比, 未来人口占比将继续增大。

根据 14 年人口统计数据, 河北、天津和北京人口新增分别 51 万、45 万和 37 万, 位居各省份人口增长的 4、6、7 名, 人口增长明显。

图表 13: 2014 年人口增长超过 10 万的省份/直辖市 (万人)

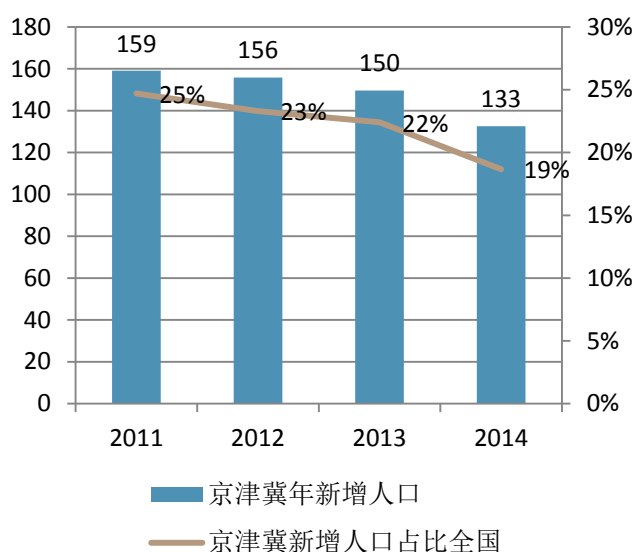


来源: WIND

14 年京津冀区域年新增人口为 133 万, 占比全国新增人口的 19%, 其中由于近年北京市政府大力控制人口的增长速度, 使北京年新增人口数量逐年快速递减, 其中部分人口伴随产业外移迁移至河北区域, 部分迁移至全国其他地区。

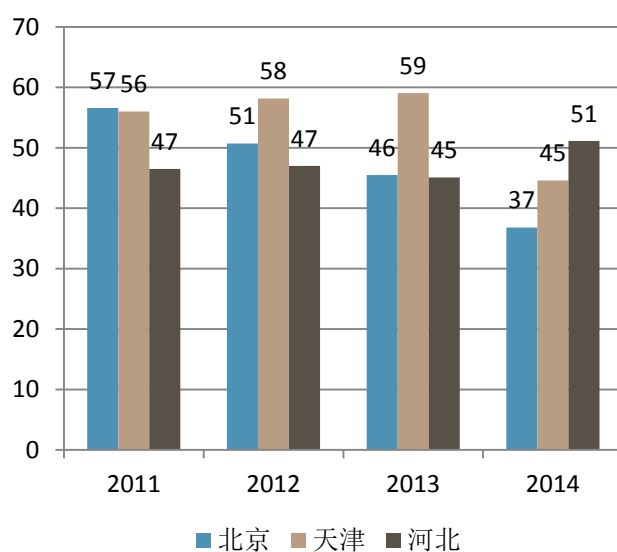
我们认为伴随京津冀一体化规划的实施, 京津冀新增人口数量将相比之前增加, 未来十年年新增数量将保持在 150 万人以上, 其中北京和天津出于避免大城市病的因素将控制人口的增长速度, 所以河北将主要承担未来大量增加的人口, 靠近北京和天津的河北部分城市将成为两市的卫星城, 此类卫星城对住宅仍有高需求。

图表 14: 京津冀年新增人口 (万人)



来源: Wind

图表 15: 北京、天津和河北年新增人口 (万人)



来源: Wind

京津冀地区 14 年住宅销售面积仅占到全国的 7%，销售均价仅 7731 元/平米，房价明显低于长三角和珠三角。

图表 16: 三大经济圈 2014 年住宅销售情况

	14 年住宅销售额 (百万元)	占比全国 (%)	14 年住宅销售面积 (千平方米)	占比全国 (%)	14 年住宅销售均价 (元/平米)
京津冀	589,841	9%	76,292	7%	7731
长三角	1,306,562	21%	145,233	14%	8996
珠三角	696,026	11%	81,636	8%	8526
全国	6,239,558	100%	1,051,818	100%	5932

来源: CEIC

而京津冀中的河北的销售均价更低至 4988 元/平米，甚至低于全国平均水平，京津冀区域在房地产发展方面面临较大的不平衡，因为如前所述，我们预计京津冀人口将持续增加，而北京和天津将限制人口增长，并且高房价并不适合在京津就业的中低收入者，其中很多人将选择在周边的区域购房，而这些区域房价低，符合此类购房者的承受能力。

图表 17: 京津冀 2014 年住宅销售情况

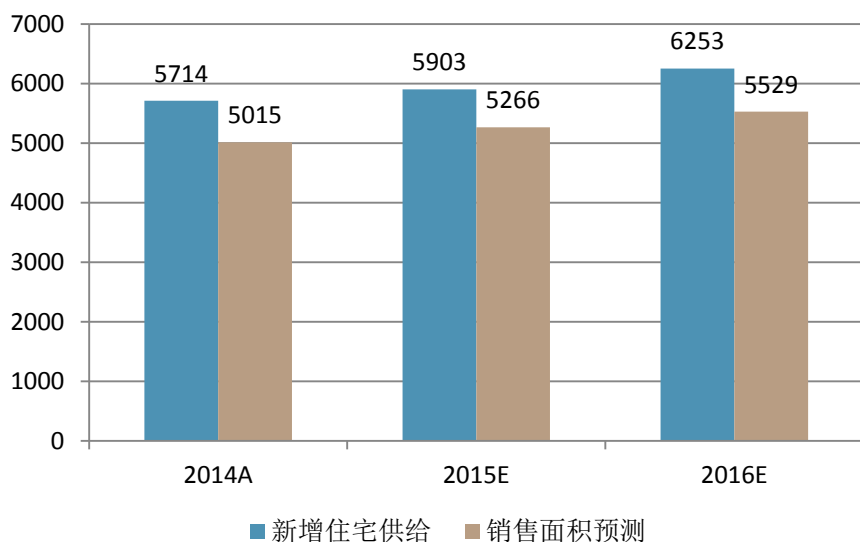
	14 年住宅销售额 (百万元)	占比全国 (%)	14 年住宅销售面积 (千平方米)	占比全国 (%)	14 年住宅销售均价 (元/平米)
北京	210,246	3%	11,365	1%	18499
天津	129,433	2%	14,776	1%	8760
河北	250,162	4%	50,151	5%	4988
全国	6,239,558	100%	1,051,818	100%	5932

来源: CEIC

但不可否认，河北省整体也面临住宅供给大于需求的问题，我们预计至少到 2016 年河北省住宅供给和需求仍不能平衡，但我们发现河北省内住宅市场表

现差异很大，省会石家庄市 15 年 1-5 月住宅销售增长 30%，而全省为负 12%，虽然统计局未公布京津周围县市的正式住宅销售数据，但根据我们多年观察，北京周边县市销售与北京市内住宅销售基本节奏一致，我们预计今年此类卫星城楼盘销售仍乐观，河北省住宅供给较大的问题预计在距离北京和天津较远的地区。

图表 18: 河北省新增供给和销售预测 (万平方米)



来源: Wind, 瑞银证券估算

京津冀一体化实施将启动北京周边卫星城大发展

之前京津冀区域人口聚集主要选择北京和天津，但由于北京交通拥堵，医疗和教育等社会服务资源难以承受人口的继续增加，北京市政府近年的主要工作之一为控制人口增速，而京津冀一体化方案本身的主要作用之一也为减轻北京的人口压力。

2015 年 3 月 23 日，中央财经领导小组第九次会议审议研究了《京津冀协同发展规划纲要》，中共中央政治局 2015 年 4 月 30 日召开会议，审议通过该纲要，目前全文尚未公开发布，我们会做后续跟踪。我们认为推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。

所以我们判断，未来京津冀地区将面临两大趋势，整体人口的持续增加和北京产业的持续外迁，两种作用力相交将使人口和产业在北京周边卫星城聚集，从而带来卫星城的大发展。

卫星城有望不再是睡城

北京曾计划将距离市中心 25 公里左右的通州、昌平、房山、大兴、顺义等地作为卫星城，但鉴于工作地点、教育医疗等均在核心城区，使这些卫星城成为只供晚上睡觉的睡城，而我们判断新的京津冀规划将吸取这些经验教训，将以北京为核心，距离 50-100 公里的位置建设成体系的卫星城，这些城市将拥有工厂、写字楼、商业、学校、医院，而不仅仅是住宅，将使新增加的人口在这些城市体内享有相应生活配套。

我们认为目前该区域内的以下城市将迎来卫星城建设的高速发展期，涿州、固安、廊坊、大厂、燕郊是重点卫星城。

火车、高速公路交通已很便利，远期规划地铁或可通达

目前北京至廊坊至天津已开通高铁，北京至天津全程 35 分钟，北京至廊坊只需要 21 分钟。涿州、固安、廊坊、香河、大厂、燕郊等地均有高速公路通往北京和天津，进入两大直辖市只需 20 公里，到达核心区域距离仅为 40-50 公里。

如果北京地铁远期可将以下四条地铁分别自左至右延伸至涿州、固安、廊坊和燕郊则基本实现同城化，在周边卫星城居住的居民可以更方便的进出北京，同时地铁沿路房地产项目也将被带动发展。

京津冀区域新一代卫星城的建设需要的将不仅仅是住宅建设的能力，而是城市综合设计、开发、建设和运营的能力。目前看，华夏幸福借助其先人一步的布局，已经在京津冀区域形成先发优势，并构建了城市基础设施建设、住宅建设、园区开发和招商引资、学校及商业等建设的综合能力，有望借助京津冀规划的实施，伴随卫星城获得高于行业的增长速度。

竞争优势

华夏幸福具有新城综合开发四大系统能力

公司现有业务分为三大类，分别为住宅开发、新城基础设施建设和产业园区招商引资，可以提供新城建设的全系列服务。

公司过去 3 年营收年复合增速高达 51%，归母净利润年复合增速达 38%，远远好于传统地产商及园区开发企业。

能力一：与地方政府签署专属协议开发区域获得长期专属开发权的能力

公司业务开展一般以与地方政府签署合作开发协议为起点，协议中由公司负责合作区域的布局设计、基础设施建设、住宅开发、工业园区建设和招商引资等，我们将该合作看作 PPP 模式的落地形式之一。

截至目前公司已与多个地方政府签署了约 20 个区域开发协议，协议面积自 6 平方公里至 300 平方公里不等，协议有效日期大多为 20-50 年。

图表 19: 已签署协议概况

所属区域	园区名称	签约日期	受托土地面积 (平方公里)	管理期限
环北京	固安工业园	2002/6	86.7	50
	大厂潮白河工业区	2007/5	70	50
	大厂新兴产业示范区	2011/5	13.2	50
	怀来生态新城	2009/9	121.7	50
	霸州工业园及温泉绿色小镇	2013/7	14	18
	永清工业园	2013/10	18	20
	香河工业园	2013/12	41	30
	固安农业产业化示范区	2014/1	6.7	50
	固安五彩京南温泉小镇	2014/5	3.9	50
	房山产业新城	2014/5	119	NA
	白洋淀科技城	2014/5	300	NA
	文安园区	2014/7	24.2	5
	涿鹿园区	2014/7	64	50
	霸州园区	2014/7	107.2	50
任丘园区	2014/7	240	50	
沈阳	沈水生态科技创新城	2012/1	34.9	30
环上海	无锡园区	2012/6	3.5	15
	嘉善产业新城	2013/4	12	NA
	南京市溧水经济开发区	2014/4	8.9	NA
	上海金山区枫泾镇产业新城	2015/3	91.7	NA
四川	眉山市仁寿县产业新城	2015/4	50	NA
湖北	湖北省葛店经济技术开发区	2014/1	18	NA

来源: 公司公告

截至目前公司已签署协议区域面积超过 1400 平方公里，除去天然湖泊、河流、道路、山岭等，我们预计其中约 5% 将规划为住宅区域，15% 将规划为产业园区，2% 将用于医院、学校、酒店、商场等物业。所以如果单独看公司已购买的住宅土地储备，如我们前述并不充裕，但公司通过协议控制的土地资源很大，未来有望通过土地购买逐渐转化为公司土地储备的资源量充足。

图表 20: 部分性质用地开发估算（性质：占地面积，截止 14 年底）

总协议面积（万平方米）	100%	144800
住宅	5%	7240
产业园区	15%	21720
医院、学校、酒店	2%	2896

来源: 瑞银证券估算

能力二：提供新城基础设施建设的能力

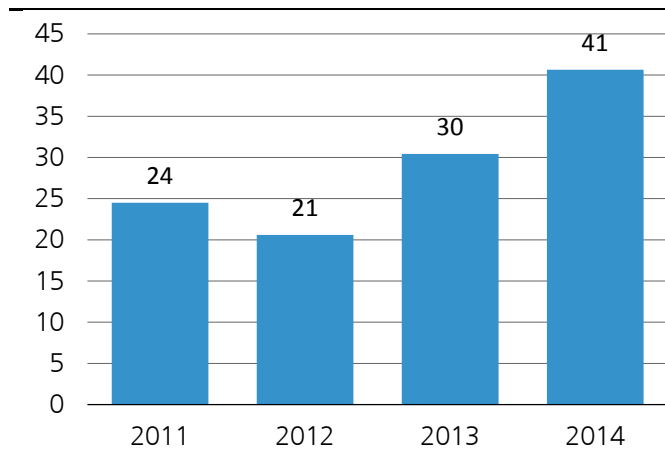
协议签署后公司将进行区域内基础设施的建设，主要为土地开发、道路建设、供水、供电、供暖、供气、通信、排水等“九通一平”业务及厂房建设等项目。

2014 年该类业务占比公司营收仅 15%，但不可或缺，截至 14 年底公司在各园区累计完工道路超 200 条。因为目前中国基础设施建设商和开发商一般业务互不重叠，而开发商也基本从二级市场进行招拍挂拿地，普通住宅开发商

没有开展大量基础设施的经验和人员，而对于核心城市周边的县市级地方政府而言，因为缺乏土地整理的大笔资金，没有能力向土地市场直接供给“熟地”，需要能够进行大体量一级土地开发的公司进行垫资开发，所以基建是协议签署后公司最先开始的步骤，也是公司按照新城整体设计进行的第一步工作，所以公司此类业务能力在新城开发中显得尤为重要。

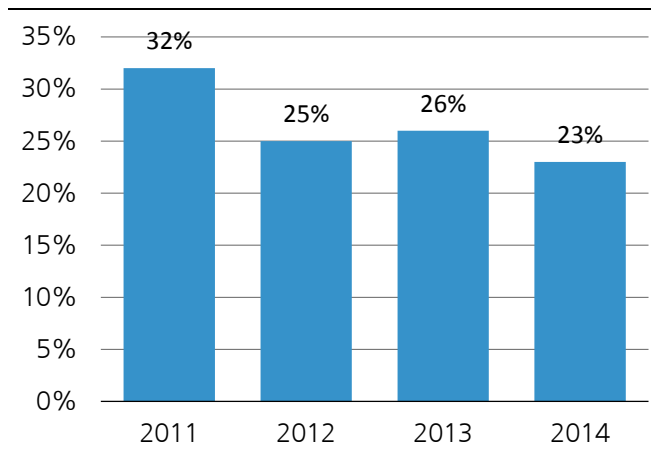
通过基建开发，公司对于住宅用地是否已达到熟地标准具有掌握力，并且在区域内公司是唯一的二级市场购买土地者，公司可以顺畅的实现从土地一级开发到土地二级市场购买的全流程。

图表 21: 基础设施建设收入（亿元）



来源: 公司数据。

图表 22: 基础设施建设毛利率



来源: 公司数据。

能力三：建设针对中低收入者住宅的能力

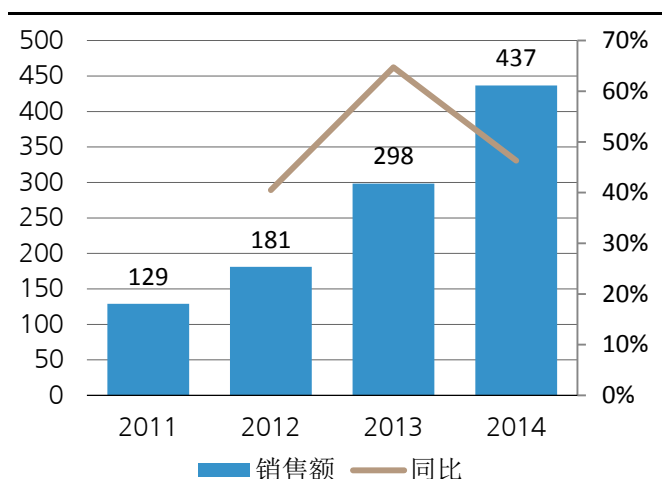
公司目前住宅销售额的 90% 以上在环北京卫星城，主要为固安、廊坊、大厂等区域，销售均价仅为 7500 元/平米，相当于北京六环区域住宅价格的 30%。

住宅业务细化分为园区配套地产和城市地产，园区配套地产为在协议区域内建设的住宅项目，而城市地产则为与普通开发商一样在廊坊等市区内获得的项目，伴随园区住宅项目体量越来越大，我们预计城市地产占比将越来越小，不是公司主要业务，2014 年仅占比销售额的 19%，并且将继续缩小。

因为北京持续限购和高房价，促使在北京工作的大量中低收入者选择在环北京区域购房，公司楼盘具有大量刚性购房者。公司通过控制土地成本从而控制销售均价，最终可以向中低收入者持续提供承担得起的住宅是公司住宅产品的重要竞争力。

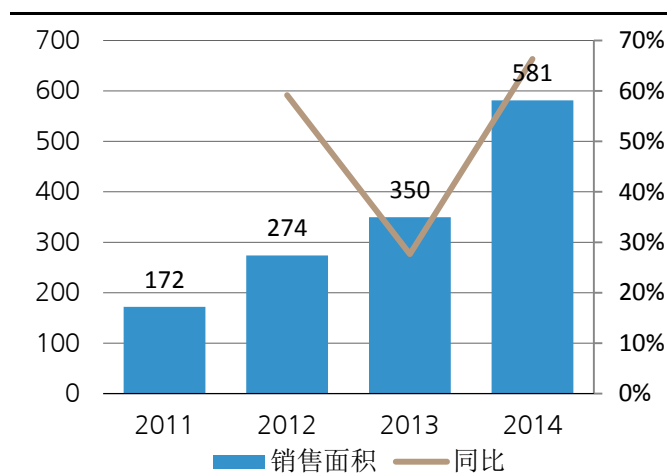
14 年公司住宅销售额达 430 亿元，近 3 年复合增速 50%，处于全国领先行列，未来如果在环上海等区域可成功复制环北京区域，则公司房地产销售额有望上新的台阶。

图表 23: 公司年度销售额 (亿元)



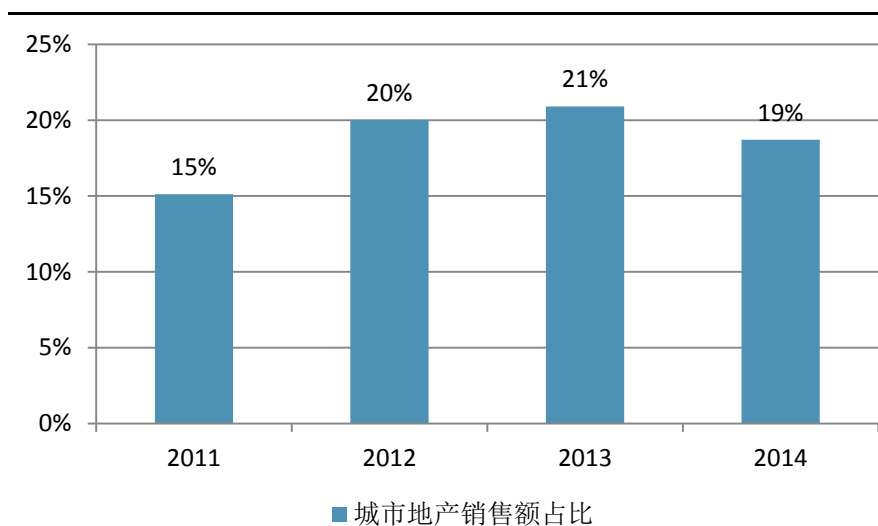
来源: 公司数据

图表 24: 公司销售面积 (万平方米)



来源: 公司数据

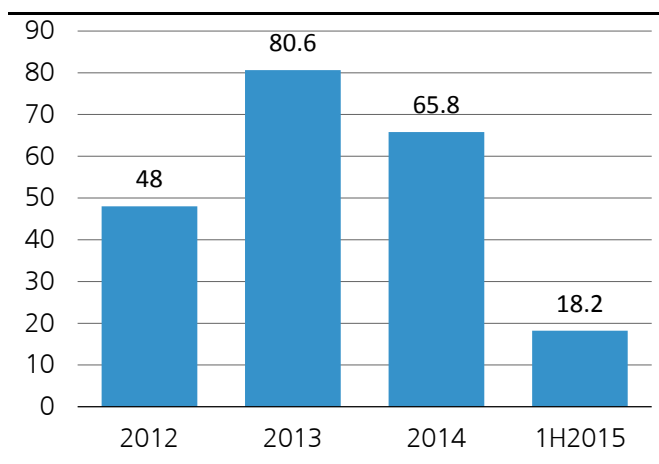
图表 25: 城市地产销售额占比



来源: 公司数据

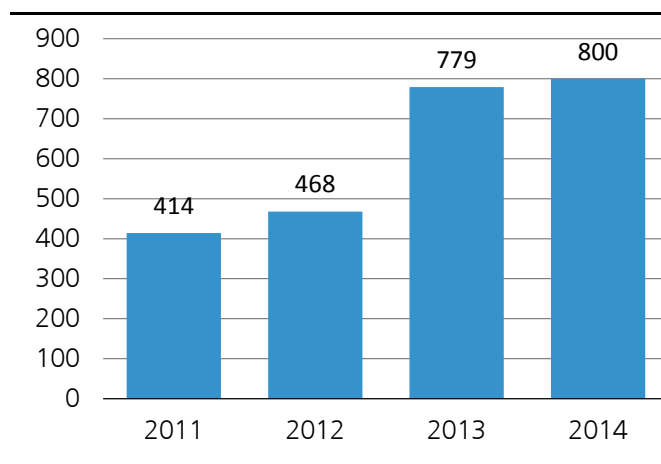
公司拿地方面具有特有优势, 因为公司是所在区域的整体开发商, 对区域设计和土地开发具有一定计划权, 公司并不需要像传统开发商一样耗费资金囤积大量土地, 所以 14 年底公司储备土地面积仅 800 万平米, 但如我们之前测算, 实际控制的住宅土地占地面积 0.7 亿平米, 如果按照 2.0 的容积率计算, 住宅类土地的建筑面积高达 1.4 亿平米, 良好的商业模式使公司摆脱了沉淀资金在土地资源的行业旧有规则, 同时又对大量土地具有重大影响力和控制力。

图表 26: 年度拿地金额 (亿元)



来源: 公司数据

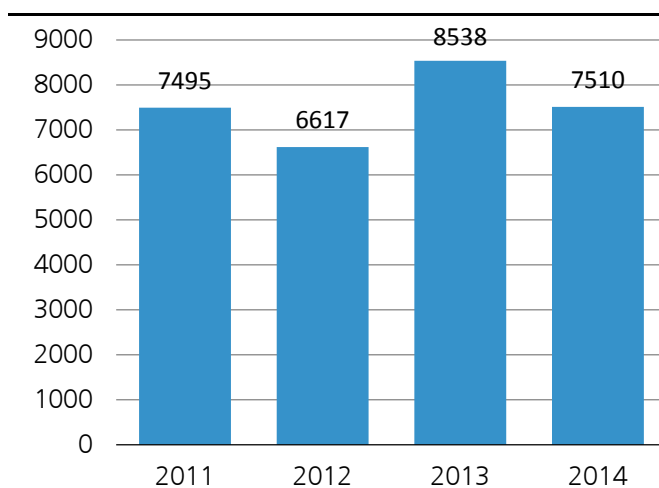
图表 27: 土地储备规划面积 (万平方米)



来源: 公司数据

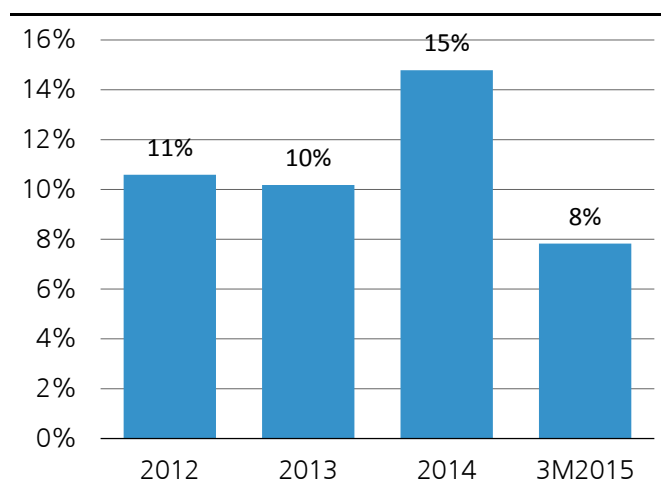
同时由于协议开发区域内没有竞争对手, 公司土地成本上涨幅度较小, 土地成本占比一直在很低的位置, 使公司可以持续提供较低价位的住宅, 既保障了公司住宅产品的快速去化, 又保证了毛利率的稳定。

图表 28: 公司销售均价 (元/平方米)



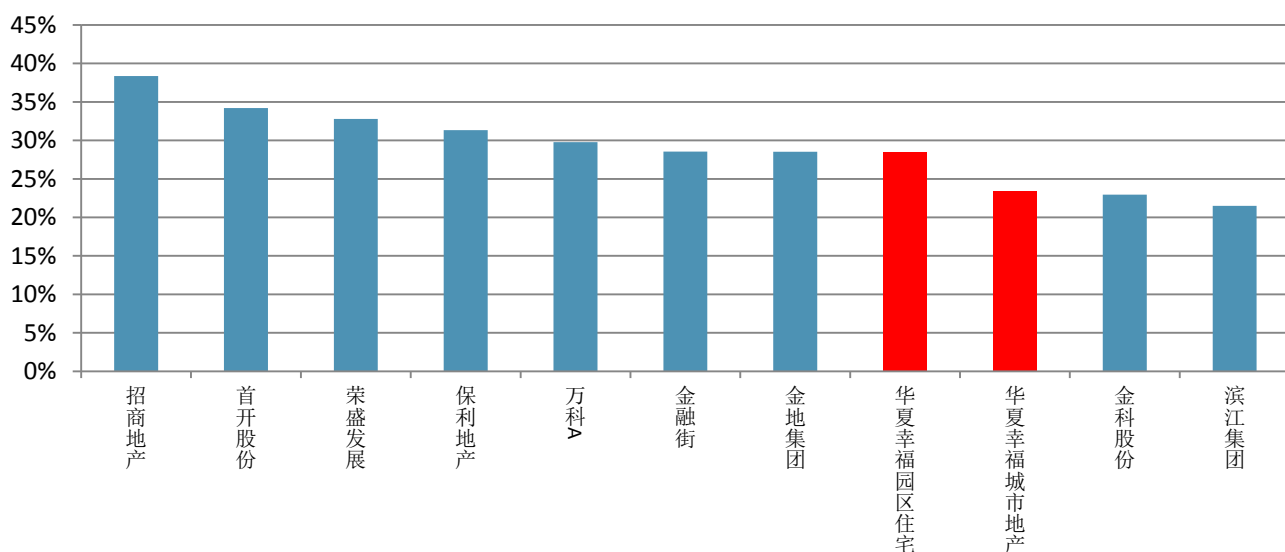
来源: 公司数据

图表 29: 楼面价占比销售均价



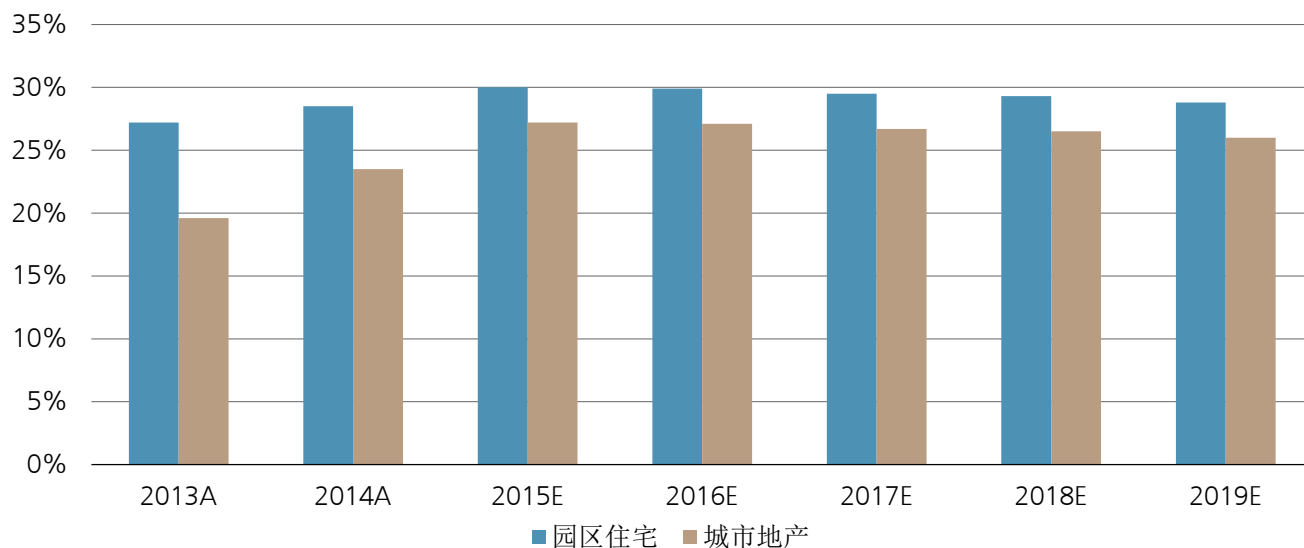
来源: 公司数据

图表 30: 14 年公司地产业务毛利率与同行对比



来源: 公司公告

图表 31: 公司地产业务毛利率趋势



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目前我们覆盖的项目布局京津冀较多的公司中, 华夏幸福在河北的项目占比最大, 是最纯粹的环北京卫星城大发展受益标的。因为环北京周边空间较大, 首开股份和荣盛发展项目距离华夏幸福园区地产位置较远, 尚不形成直接竞争。

图表 32: 京津冀布局较多地产公司比较

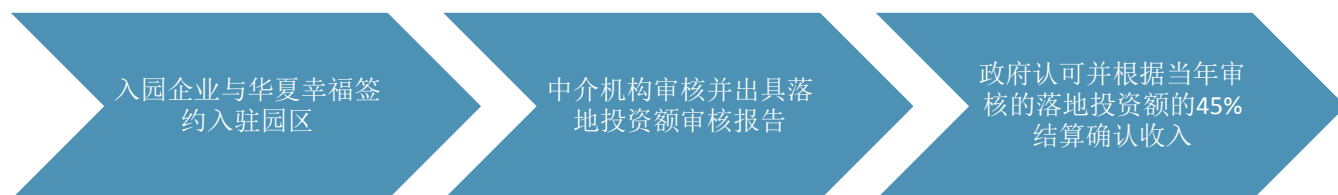
房地产项目 2016E NAV 占比	北京	天津	河北	合计
首开股份	54%	0.4%	3%	57%
金融街	35%	19%	0%	54%
荣盛发展	0%	0%	29%	29%
华夏幸福	0%	2%	84%	86%

来源: 公司数据; 瑞银证券估算

能力四: 招商引资的能力

公司建立了专门的产业发展集团公司进行招商引资, 我们将此视为其有别于其他住宅开发商的另一关键能力, 并且这一能力可以带来显著盈利, 我们发现在与地方政府的部分协议中明确约定公司可提取落地投资额的 45% 作为服务收入, 其余协议中也有相关约定但未明确具体比例。落地投资额包括但不限于入园企业所占土地的价格、厂房设备、设备投资等能测算的投资。

图表 33: 产业发展服务 (招商引资) 收入确认流程

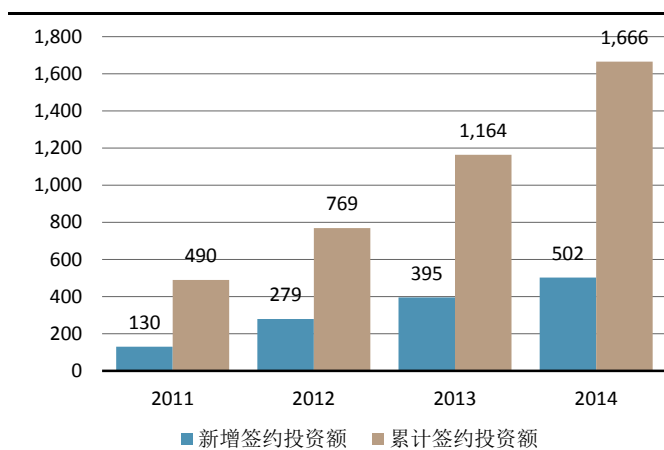


来源: 公司信息、瑞银证券

因为政府在企业投资行为中没有直接的收入, 我们预计政府给予公司的返还收入来源于财政收入, 本质上是对于公司提供产业园区建设和招商引资的服务购买, 而地方政府可以在未来从入园企业获得税收。

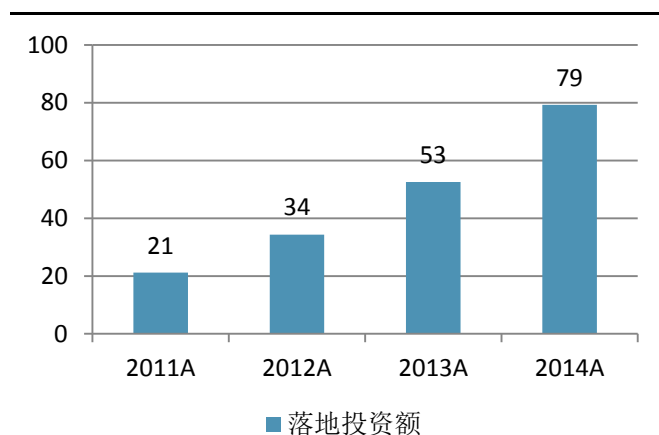
截至 14 年公司所有园区累计签约投资额高达 1666 亿元, 年新增签约投资额超过 500 亿元, 如果这些项目均顺利落地投资, 则公司招商引资业务的收入仍有很大空间。

图表 34: 新增/累计签约投资额 (亿元)



来源: 公司数据。

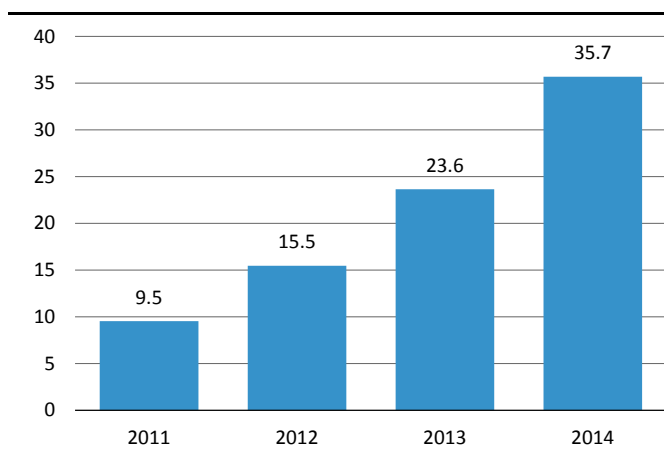
图表 35: 落地投资额 (亿元)



来源: 公司数据。

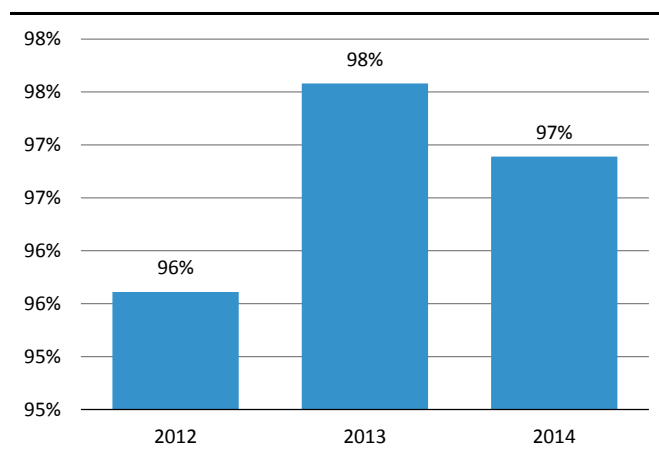
公司招商引资业务贡献营收的 13%，但贡献净利润约 40%，因为招商引资为服务性和轻资产业务，主要成本为人员工资，所以单纯看财务指标该业务具有很高的毛利率，但离不开公司基础设施、住宅开发等业务的协同配合，也是公司新城整体开发综合能力在盈利上得最终体现。

图表 36: 产业发展服务 (招商引资) 收入 (亿元)



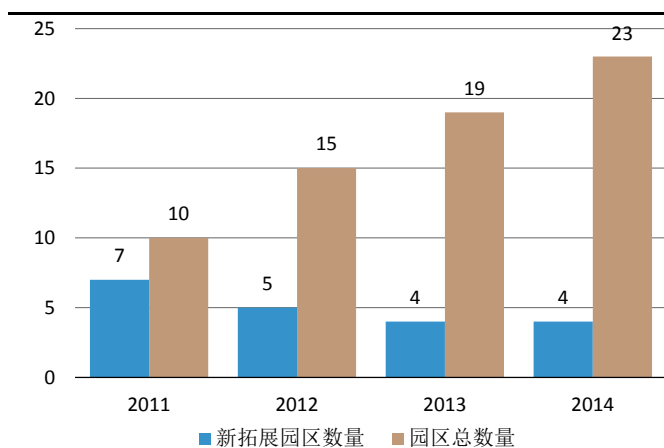
来源: 公司数据。

图表 37: 产业发展服务 (招商引资) 毛利率



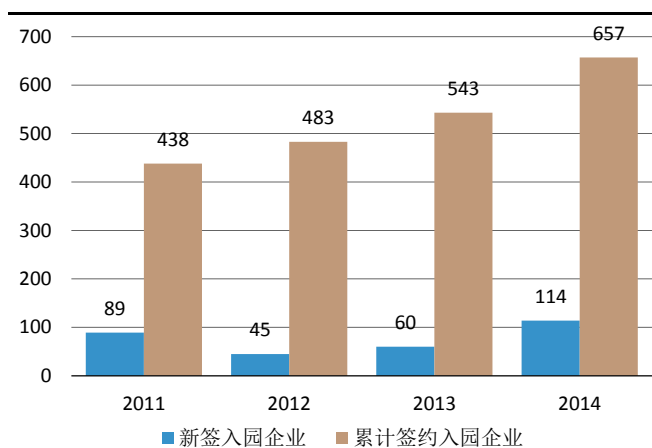
来源: 公司数据。

图表 38: 新拓展/累计园区数量



来源: 公司数据。

图表 39: 新签/累计入园企业数量



来源: 公司数据。

总结产业园区业务收入流程:

- 一、 招商团队与意向企业签署投资协议开始明确签约投资额
- 二、 企业进入园区进行厂房、设备的投资建设
- 三、 每半年公司将连同第三方对实际落地投资额进行评估和核算
- 四、 政府部门认同核算结果后将根据协议支付公司费用
- 五、 公司确认收入

我们预计一般投资项目投资期长达 5 年, 前期签约投资额将逐渐兑现为公司收入。

图表 40: 产业园区结算收入预测表

单位 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
新增签约投资额	27,900	39,500	50,200	60,240	72,288	86,746	104,095	124,914
同比增长	115%	42%	27%	20%	20%	20%	20%	20%
落地投资额	3,436	5,255	7,929	9,515	11,418	13,701	16,442	19,730
落地投资额占比近 5 年平均新增签约投资额				25%	23%	22%	22%	22%
产业发展服务结算收入	1,546	2,365	3,568	4,282	5,138	6,166	7,399	8,879
落地投资额返还比例	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

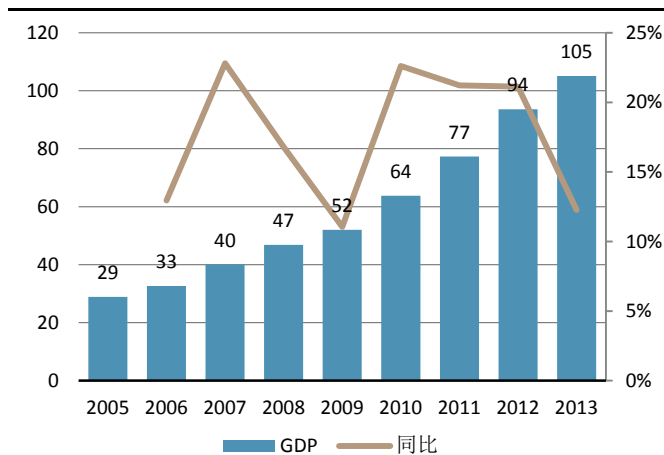
管理层策略

公司管理层采取的主要是差异化的竞争策略, 在中国过去十年的城市住宅黄金发展期中, 公司并未如其他住宅开发商一样选择在大中型城市通过招拍挂的方式获取土地后销售, 反而在北京远郊的固安经营固安工业园区, 锤炼开发新城的整体能力, 正是多年的精细运作使固安园区成为公司的一张金名片和样板工程, 在与其他县市政府交流合作时, 只有公司能够拿出落地的实践经验, 对地方政府签署专属委托协议具有很强的推动意义。

典型样本：固安模式，地方政府获得丰厚回报

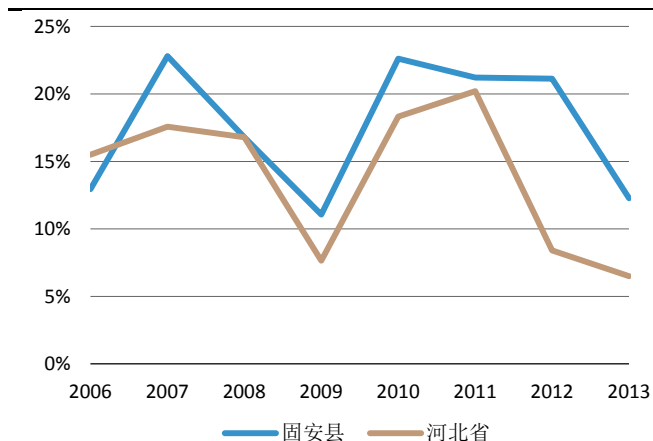
公司自 04 年便开始重点建设固安新城，经过多年建设，13 年固安 GDP 达到 105 亿元，增长速度明显高于河北省水平，财政收入在 13 年达到 18 亿元，约为 07 年的 16 倍，可见固安县政府在与公司的合作中同样获得了丰厚的回报。

图表 41: 固安县 GDP (亿元)



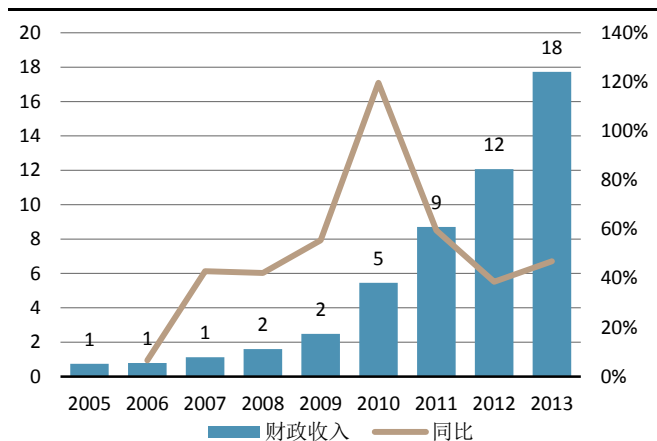
来源: WIND

图表 43: 固安县 GDP 增速 06 年后快于河北全省



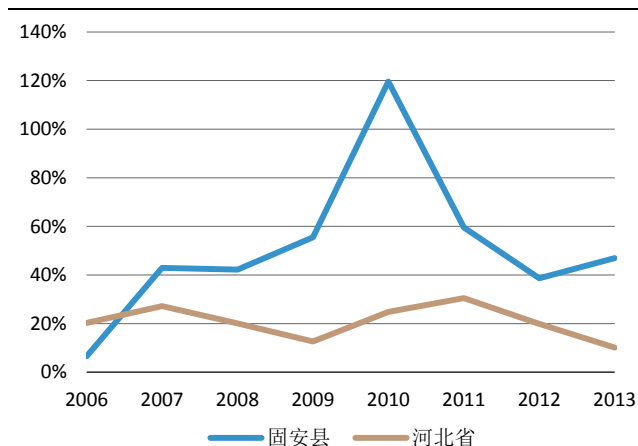
来源: WIND。注: 统计局尚未公布 14 年固安的各项经济数据

图表 42: 固安县财政收入 (亿元)



来源: WIND

图表 44: 固安县财政收入增速 07 年后快于河北全省

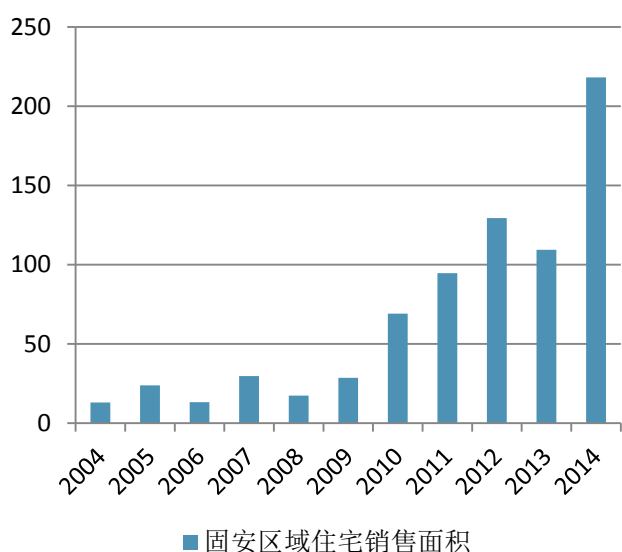


来源: WIND。注: 统计局尚未公布 14 年固安的各项经济数据

目前除固安县城区域有少量开发商进行房地产项目开发外，固安周边新城区域基本由公司独家开发，截至 14 年 12 月底，华夏幸福为固安累计投资超 250 亿元，园区累计完工厂站 21 座，道路完工 107 条，景观完工 46 个，还包括排水、供水、供热、供气、供电、通信管网等配套设施建设。

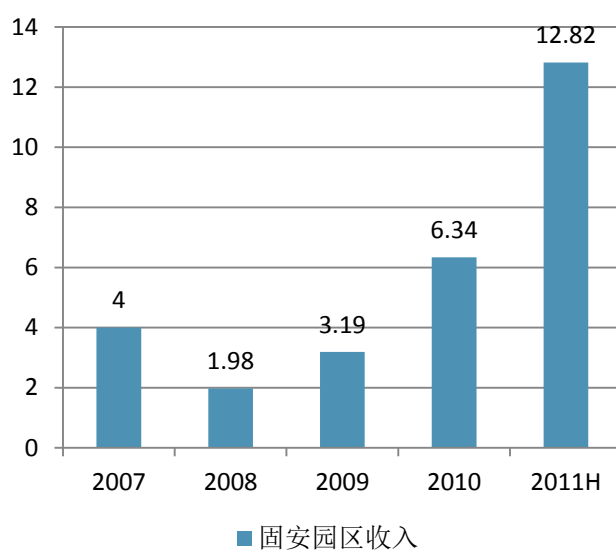
公司也从固安获得了丰厚回报，14 年仅在固安便销售住宅 218 万平米，是 2004 年的 16.7 倍，10 年取得高速发展。虽然公司 11 年重组上市后不再单独公布在固安的园区类业务的收入，但从我们可以查找到的历史数据看，仅 11 年上半年固安园区类业务收入便达到 12.8 亿，是 07 年全年的 3 倍。总而言之，公司打造了一个更好的固安，同时固安也助力公司从一个蜗居在县城的小公司成长为现在中国产业新城领导者。

图表 45: 公司固安区域住宅销售面积 (万平方米)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 46: 公司在固安获得的产业园区开发收入 (亿元)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算。注: 公司 1H2011 后不单独公布该项数据。

同业比较

由于优越的项目布局和招商引资业务带来的附加收益, 华夏幸福近 3 年销售额年复合增长速度为 50%, 净利润复合增速为 38%, 远高于我们目前覆盖的住宅开发商。

图表 47: 华夏幸福和覆盖住宅开发商近三年销售额及净利润增速对比

2011-2014 年	销售额近 3 年 CAGR	净利润近 3 年 CAGR
华夏幸福	50%	38%
万科 A	21%	18%
保利地产	23%	23%
招商地产	35%	27%
金地集团	17%	10%
荣盛发展	36%	28%
首开股份	22%	-4%
金科股份	15%	-5%
滨江集团	20%	2%
金融街	17%	13%

来源: 公司数据

而纯园区企业净利润增速与华夏幸福难以相比, 我们参考的园区企业净利润增速差异较大, 并且园区企业业务基本在一个城市开展, 可拓展性低, 而华夏幸福是主动出击寻找与地方政府的合作机会, 招商引资能力在业界广受认可。

图表 48: 华夏幸福和部分园区企业利润增速对比

2011-2014 年	净利润近 3 年 CAGR
华夏幸福	38%
苏州高新	-13%
张江高科	-2%
浦东金桥	-2%
外高桥	25%
南京高科	19%

来源: WIND

财务状况

我们预计公司 2014-2017 年净利润复合增长可达 31%

我们预计伴随公司在环上海、环沈阳等多区域项目的实施，公司未来三年营收年复合增速可达 32%，净利润年复合增速能够达到 31%。

图表 49: 分项业务经营数据

分项业务	贡献收入 (亿元)				贡献净利润 (亿元)				NAV(元/股)
	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2016E
住宅开发	185.4	298.5	436.7	513.3	18.9	30.4	44.5	52.3	34.5
基础设施建设	40.6	42.7	44.8	47.0	3.4	4.6	4.7	4.9	4.6
产业园 (招商引资)	35.7	42.8	51.4	61.7	12.7	15.2	18.3	21.9	14.0
其他	7.2	6.1	1.6	1.6	0.4	2.3	1.8	1.1	0.0
总计	268.9	390.0	534.6	623.6	35.4	52.5	69.4	80.3	53.2

来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 50: 分项业务收入、净利润占比

分项业务	收入占比				净利润占比			
	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2016E
住宅开发	69%	77%	82%	82%	53%	58%	64%	65%
基础设施建设	15%	11%	8%	8%	10%	9%	7%	6%
产业园 (招商引资)	13%	11%	10%	10%	36%	29%	26%	27%

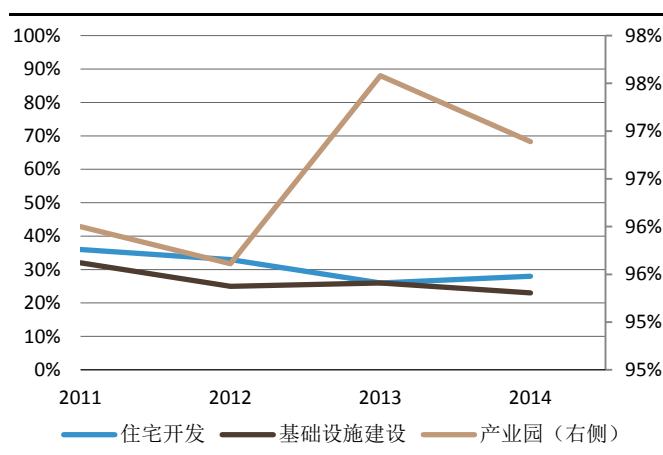
来源: 公司数据、瑞银证券估算

产业园业务高毛利率其实是新城开发综合能力的体现

公司 14 年住宅开发和基础设施业务毛利率分别为 28% 及 23%，住宅业务毛利率较低主要因为结算 12 年降价销售的楼盘，我们预计未来 3 年住宅毛利率将上升，而基础设施业务毛利率将维持在 23% 左右的水平。

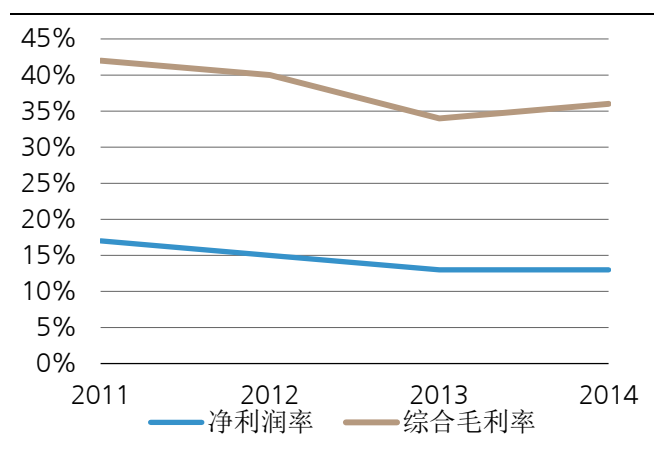
因为公司为地方政府提供新城区域设计、招商引资、基础设施前期垫款等服务，这些服务的盈利能力集中体现在落地投资额的返还，体现在产业园业务收入，使公司整体净利润率能够维持在 13% 的较高水平。

图表 51: 分业务毛利率



来源: 公司数据

图表 52: 公司净利润率



来源: 公司数据

根据我们对公司 16 年主要现金流入和流出项目的估算，公司住宅销售回款是公司现金流是否运转正常的主力，只要销售顺畅，便会得到银行及其他金融机构新增贷款支持，公司现金流应不会出现问题。

图表 53: 2016 年年公司主要现金流进流出项目预测

16 年公司主要现金流进流出项目 (亿元)	2016E
现金流进	
住宅销售回款	430
基建业务回款	45
产业园区业务回款	51
银行等机构借款	316
总计	842
现金流出	
购买土地	118
住宅施工	395
基建业务施工	35
银行等机构还款	182
总计	730

来源: 瑞银证券估算

公司存货中已完工但未结算的库存占比仅约 5%，大部分为已售未结和在建拟售等住宅存货。

图表 54: 公司存货分类

存货分类 (百万元)	14A	15E	16E	17E
住宅已完工未结算	4,002	5,600	7,210	8,733
住宅在建开发	57,300	80,180	103,231	125,039
住宅拟开发	8,880	12,426	15,998	19,378
其他	8,134	11,382	14,654	17,750
总计	78,316	109,587	141,093	170,899

来源: 公司公告、瑞银证券估算

财务报表

图表 55: 公司利润表(百万元)

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
园区住宅配套	6596	13088	15807	25371	37122	43626
产业发展服务	1546	2365	3568	4282	5138	6166
城市地产开发	1713	2339	2730	4477	6551	7699
基础设施建设	2060	3044	4064	4268	4481	4705
物业管理	33	111	163	163	163	163
其他业务	128	114	553	443	0	0
营业收入	12077	21060	26886	39003	53455	62359
园区住宅配套	-4216	-9534	-11302	-17764	-26038	-30777
产业发展服务	-68	-57	-111	-133	-160	-192
城市地产开发	-1336	-1879	-2089	-3259	-4776	-5645
基础设施建设	-1536	-2238	-3134	-3291	-3384	-3553
物业管理	-17	-94	-206	-144	0	0
其他业务	-116	-137	-427	-171	0	0
营业成本	-7288	-13939	-17269	-24761	-34358	-40167
土地增值税	-200	-400	-555	-805	-1104	-1288
营业税及附加	-585	-1013	-1312	-1903	-2608	-3042
营业税金及附加	-785	-1413	-1867	-2708	-3711	-4330
销售费用	-718	-873	-954	-1383	-1896	-2212
管理费用	-777	-1151	-1754	-2544	-3486	-4067
财务费用	18	-115	-28	-97	-82	-102
资产减值损失	-11	-13	-41	-1	-1	-1
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
对联营企业和合营企业的投资收益	-1	-1	0	0	0	0
其他投资收益	0	26	91	0	0	0
其他非经常性损益	5	5	-4	0	0	0
税前利润	2520	3586	5060	7509	9920	11480
所得税	-653	-900	-1258	-1867	-2467	-2855
少数股东损益	-83	29	-264	-392	-517	-599
归属于母公司所有者的净利润	1784	2715	3538	5250	6936	8027
净利润同比		52%	30%	48%	32%	16%
净利率	15%	13%	13%	13%	13%	13%
毛利率	40%	34%	36%	37%	36%	36%

来源: 公司数据; 瑞银证券估算

图表 56: 公司资产负债表(百万元)

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	5556	9944	16194	18973	17470	14960
应收账款	1411	1744	5138	5908	6499	7474
预付款项	1300	2396	2983	2983	2983	2983
其他应收款	1375	1006	947	994	1044	1305
存货	32280	54058	78316	109587	141093	170899
其他流动资产	2	200	4095	4095	4095	4095
流动资产	41924	69348	107672	142540	173183	201716
固定资产	204	760	1646	2633	3170	4400
长期股权投资	18	18	17	19	21	23
投资性房地产	116	219	422	674	978	978
在建工程	708	1339	1463	1682	1934	2031
无形资产	83	349	455	589	703	705
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	141	2060	2289	2404	2404	2404
非流动资产	1270	4745	6292	8001	9210	10541
总资产	43193	74094	113964	150542	182394	212257
短期借款	670	3395	7938	8732	9605	10565
应付账款	2678	5816	11791	11791	11791	11791
其他应付款	1792	2460	3220	3220	3220	3220
预收款项	24253	34981	43980	67639	85249	101076
应交税费	406	333	1763	1763	1763	1763
一年内到期的非流动负债	1928	6407	13280	9514	14474	17000
其他流动负债	221	1023	2812	2812	2812	2812
流动负债	31948	54415	84784	105470	128914	148227
长期借款	5228	7304	9489	19474	22000	26000
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1059	2419	2296	2296	2296	2296
非流动负债	6287	9723	11784	21770	24296	28296
少数股东权益	642	3305	7603	7994	8512	9110
实收资本	882	1323	1323	2646	2646	2646
资本公积金	16	16	21	21	21	21
盈余公积金	249	376	543	1068	1761	2564
归属于母公司所有者权益	4316	6650	9794	15307	20672	26624
负债和所有者权益	43193	74094	113964	150542	182394	212257

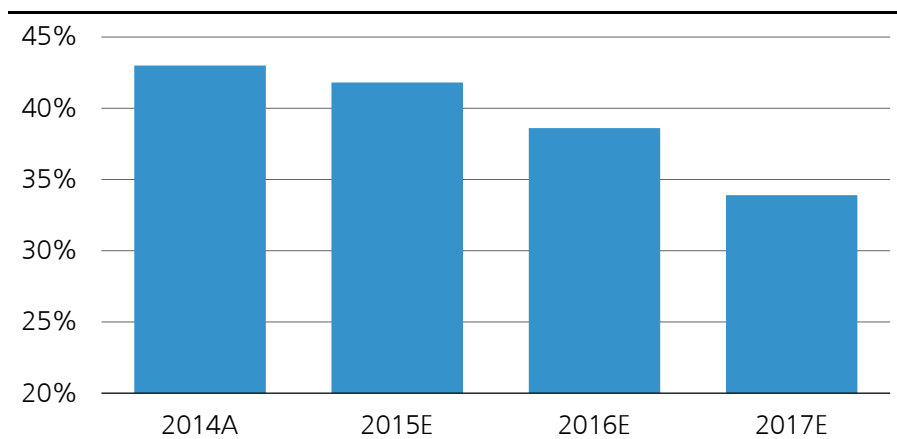
来源:公司数据; 瑞银证券估算

图表 57: 公司现金流量表(百万元)

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	1784	2715	3538	5250	6936	8027
少数股东损益	83	-29	264	392	517	599
财务费用	28	168	130	97	82	102
资产减值准备	11	13	41	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	0
投资损失	1	-25	-90	0	0	0
固定资产折旧	34	40	109	130	208	261
无形资产摊销	10	22	12	3	4	5
净运营资本变动	-1754	-6237	-8836	-5380	-10741	-10675
其他	21	-141	-122	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	218	-3474	-4954	492	-2992	-1682
收回投资	0	8061	10250	0	0	0
处置长期资产	0	0	137	0	0	0
购建长期资产	-453	-714	-856	-1843	-1421	-1596
投资支付的现金	-778	-8955	-10911	0	0	0
其他投资活动现金流入	-1409	-1468	-1348	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-2640	-3076	-2728	-1843	-1421	-1596
股权融资收到的现金	0	0	0	1323	0	0
向少数股东融资	0	3198	3515	0	0	0
取得借款	7022	13554	25995	28206	31605	36565
偿还债务	-1864	-3895	-12371	-21218	-18246	-24079
分配股利及利息支付	-678	-1729	-2996	-4206	-5449	-6718
其他筹资活动现金流	-319	-24	-2089	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	4161	11104	12055	4105	7910	5768
期初现金及现金等价物余额	3573	5311	9866	14240	16994	20491
现金及现金等价物净增加额	1738	4554	4374	2755	3497	2491
期末现金及现金等价物余额	5311	9866	14240	16994	20491	22982

来源: 公司数据; 瑞银证券估算

图表 58: ROE 趋势



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

关键假设

图表 59: 部分关键指标和假设

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
住宅开发								
住宅销售均价 (元/平方米)	6576	9737	7408	7503	7507	7542	7616	7690
住宅销售价格年涨幅	-12%	48%	-24%	1%	0%	0%	1%	1%
住宅销售面积 (万平方米)	274	303	581	684	749	807	831	848
住宅销售金额 (亿元)	180	295	430	513	562	609	633	652
销售面积/拿地面积	40%	33%	98%	81%	81%	81%	81%	81%
拿地规划面积 (万平方米)	685	928	593	845	925	997	1027	1047
拿地楼板价 (元/平)	701	869	1110	1274	1274	1188	1225	1311
拿地均价年涨幅		24%	28%	15%	0%	-7%	3%	7%
拿地金额 (亿元)	48	81	66	108	118	118	126	137
城市地产收入占比	21%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
园区业务								
新增签约投资额(百万元)	27900	39500	50200	60240	72288	86746	104095	124914
新增签约投资额年增长	115%	42%	27%	20%	20%	20%	20%	20%
落地投资额(百万元)	3436	5255	7929	9515	11418	13701	16442	19730
落地投资额占比近 5 年新增签约投资额				25%	23%	22%	22%	22%
落地投资额返还比例	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
产业发展服务收入(百万元)	1546	2365	3568	4282	5138	6166	7399	8879
基础设施建设收入年增长			45%	5%	5%	5%	5%	5%
土地整理业务年增长	-9%	0%	28%	5%	5%	5%	5%	5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值

横向比较，我们选择了部分住宅开发类公司、新城基础设施开发类公司和园区开发类公司，通过比较 PE 估值发现，华夏幸福 PE 估值水平仅高于大型住宅开发公司，与其他类公司相比估值具有优势。

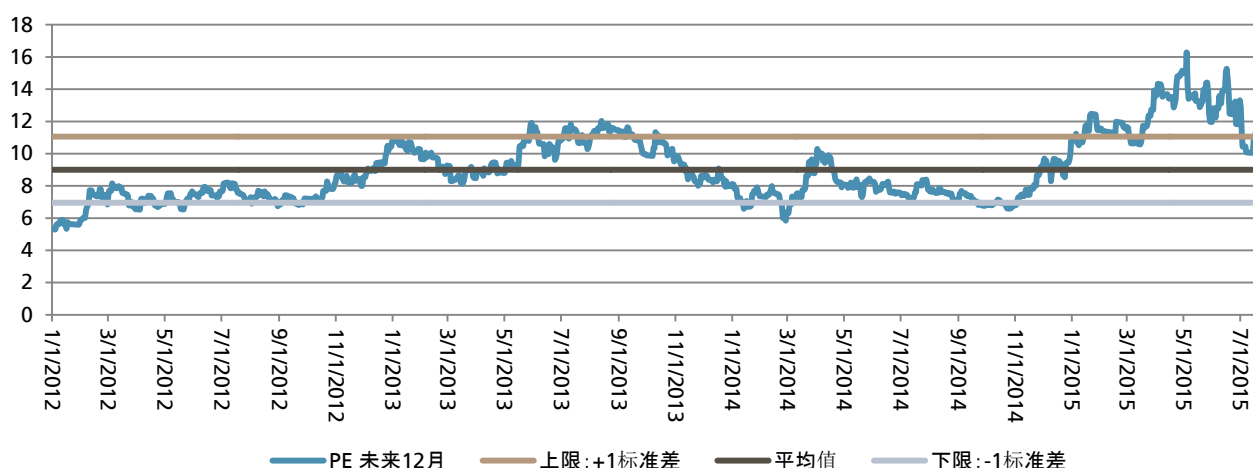
图表 60: 住宅、新城基础设施、园区开发企业估值比较

住宅开发类			
公司	代码	2015E PE	2016E PE
万科 A	000002.SZ	8.9	8.2
保利地产	600048.SH	7.3	6.1
荣盛发展	002146.SZ	9.0	7.8
金融街	000402.SZ	10.0	8.2
首开股份	600376.SH	17.0	14.2
滨江集团	002244.SZ	18.7	13.6
金科股份	000656.SZ	23.2	19.0
金地集团	600383.SH	12.4	10.9
加权均值		11.0	9.4
新城基础设施开发类			
公司	代码	2015E PE	2016E PE
黑牡丹	600510.SH	34	27
云南城投	600239.SH	15	12
天保基建	000965.SZ	30	28
加权均值		26	22
园区开发类			
公司	代码	2015E PE	2016E PE
苏州高新	600736.sh	43	33
张江高科	600895.sh	69	54
浦东金桥	600639.sh	37	31
外高桥	600648.sh	34	27
南京高科	600064.sh	22	18
加权均值		40	31
华夏幸福	600340.sh	12	9

来源:WIND;瑞银证券估算。注:住宅开发类公司和华夏幸福为瑞银证券预测,新城基础设施开发类和园区开发类采用市场一致预期。数据截至 2015 年 7 月 22 日。

纵向比较,12 年初至今公司 Forward PE 均值为 9.0,标准差为 2.05,目前该指标为 11,仍处于一个标准差上限范围内。

图表 61: Forward PE 趋势图



来源: wind, 瑞银证券估算

目标价和评级

我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 为 1.98/2.62/3.03 元，目前股价对应 PE13 倍、10 倍和 9 倍，上市后市场按照房地产开发企业给予公司估值，且近 4 年是房地产开发企业估值历史底部区间，所以公司上市后至今平均 PE 估值仅为 9 倍，但伴随公司园区类招商引资业务的迅速发展，我们认为对公司的估值应该考虑园区类业务，同时市场给予园区类业务估值明显高于房地产开发业务，所以我们认为公司整体估值应该上移。

因为 A 股无完全可比公司，为更清楚的计算公司目标价，我们将公司三大业务地产业务、园区服务业务及基础设施业务参照图表 60 内公司估值水平分开单独估值，给予 16 年地产业务 11 倍 PE，给予产业服务业务 30 倍 PE，给予基础设施建设业务 14 倍 PE，我们推导出目标价 42.7 元，对应公司 16 年 16.3 倍 PE（A 股其余覆盖公司目标价对应 16 年加权 PE9.4 倍，因基本为房地产开发企业，所以目标价对应估值较低），目标价对应 PE 估值高于历史均值 3 个标准差，如京津冀一体化推进落实和公司招商引资业务持续做大，我们认为估值水平将向我们目标价对应估值水平靠近，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 62: 分业务推导目标价

业务	2016E NAV (元)	PE	2016E EPS (元)	PE 推导的目标价 (元)
房产开发	34.5	11	1.68	18.5
产业服务	14.0	30	0.69	20.7
基础建设 (含土地整理)	4.6	14	0.25	3.5
合计	53.2		2.62	42.7

来源:瑞银证券估算

图表 63: 瑞银覆盖 A 股地产公司估值表

序号	公司	代码	股价 (元)	市值(亿 元)	评级	目标价 (元)	EPS14 (元)	EPS15E (元)	EPS16E (元)	EPS17E (元)	PE14	PE15E	PE16E	PE17E
1	华夏幸福	600340.SH	25.69	680	买入	42.70	1.34	1.98	2.62	3.03	19.1	12.9	9.8	8.4
2	万科 A	000002.SZ	14.70	1624	买入	18.10	1.43	1.65	1.78	2.11	10.3	8.9	8.2	7.0
3	保利地产	600048.SH	10.13	1089	买入	17.37	1.19	1.39	1.66	1.91	8.5	7.3	6.1	5.3
4	荣盛发展	002146.SZ	9.88	377	中性	11.99	0.85	1.09	1.26	1.36	11.6	9.0	7.8	7.3
5	金融街	000402.SZ	10.66	319	中性	14.10	0.71	1.07	1.31	1.33	15.1	10.0	8.2	8.0
6	首开股份	600376.SH	16.58	372	中性	15.20	0.74	0.97	1.17	1.48	22.6	17.0	14.2	11.2
7	滨江集团	002244.SZ	8.43	228	卖出	4.14	0.31	0.45	0.62	0.69	27.2	18.7	13.6	12.2
8	金科股份	000656.SZ	7.25	300	卖出	3.33	0.22	0.31	0.38	0.43	33.0	23.2	19.0	17.0
9	金地集团	600383.SH	12.18	547	卖出	12.37	0.87	0.99	1.11	1.19	14.0	12.4	10.9	10.2
	加权平均										13.9	11.0	9.4	8.2

来源: 公司数据, 瑞银证券估算。股价截止 2015 年 7 月 22 日。

附录

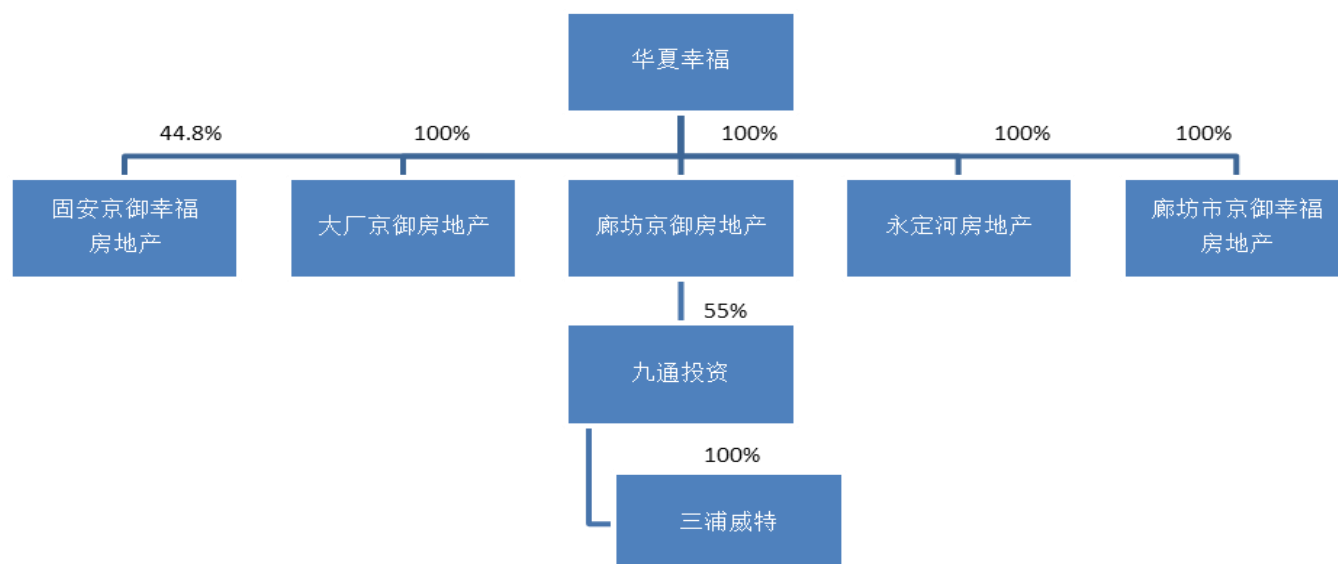
公司背景

华夏幸福创立于 1998 年，成立伊始公司从事传统的房地产开发及物业管理业务。2002 年开始公司转型做综合性园区的开发、建设与运营，2002 年 6 月，固安工业园区奠基成立，公司开启产业新城事业领域。随后公司不仅加大在固安的产业新城建设，还陆续将固安模式在环北京、环沈阳、环上海及环武汉经济圈复制。经过十几年的发展，公司已成为国内领先的产业新城运营商。

公司控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，享有公司 68.9% 股权（截止 2015 年 3 月），实际控制人是王文学先生。公司 2011 年借壳 ST 国祥登陆 A 股市场，上市后公司进入快速发展阶段。近年伴随公司发展壮大，通过内部提拔和招聘优秀房地产企业以及园区开发企业的优秀人才，公司已经建立了较完善的职业经理人团队，并建立了企业大学，被评选为翰威特最佳雇主。

公司架构图

图表 64: 公司下属主要子公司的组织结构图（2014 年）



来源: 公司数据

华夏幸福 (600340.SS)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	12,077	21,060	26,886	39,003	45.1	53,455	37.1	62,359	68,695	75,079
毛利	4,004	5,708	7,750	11,534	48.8	15,386	33.4	17,862	19,973	22,082
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,578	3,717	5,218	7,740	48.3	10,216	32.0	11,848	13,425	15,038
折旧和摊销	(69)	(33)	(175)	(133)	-24.0	(212)	59.3	(265)	(369)	(515)
息税前利润(UBS)	2,509	3,684	5,043	7,606	50.8	10,003	31.5	11,583	13,056	14,522
联营及投资收益	(1)	(1)	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	5	31	45	(1)	-	(1)	-5.0	(1)	(1)	(1)
净利息	18	(115)	(28)	(97)	-245.2	(82)	14.9	(102)	(217)	(319)
例外项目(包括商誉)	(11)	(13)	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,520	3,586	5,060	7,509	48.4	9,920	32.1	11,480	12,838	14,202
税项	(653)	(900)	(1,258)	(1,867)	-48.4	(2,467)	-32.1	(2,855)	(3,193)	(3,532)
税后利润	1,867	2,686	3,801	5,641	48.4	7,453	32.1	8,625	9,646	10,670
优先股股息及少数股权	(83)	29	(264)	(392)	-48.4	(517)	-32.1	(599)	(670)	(741)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,784	2,715	3,538	5,250	48.4	6,936	32.1	8,027	8,976	9,930
净利润(UBS)	1,795	2,728	3,538	5,250	48.4	6,936	32.1	8,027	8,976	9,930
税率(%)	25.9	25.1	24.9	24.9	0.0	24.9	0.0	24.9	24.9	24.9
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	2.04	2.06	1.34	1.98	48.4	2.62	32.1	3.03	3.39	3.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	2.02	2.05	1.34	1.98	48.4	2.62	32.1	3.03	3.39	3.75
每股收益(UBS, 基本)	2.04	2.06	1.34	1.98	48.4	2.62	32.1	3.03	3.39	3.75
每股股息净值(Rmb)	0.23	0.15	0.40	0.59	48.4	0.78	32.1	0.91	1.01	1.12
每股账面价值	1.63	2.51	3.70	5.79	56.3	7.81	35.1	10.06	12.55	15.29
平均股数(稀释后)	882.00	1,322.90	2,646.19	2,645.80	0.0	2,645.80	0.0	2,645.80	2,645.80	2,645.80
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	5,556	9,944	16,218	18,973	17.0	22,470	18.4	24,960	27,216	31,151
其他流动资产	36,368	59,404	91,454	123,567	35.1	150,714	22.0	176,755	196,762	220,815
流动资产总额	41,924	69,348	107,672	142,540	32.4	173,183	21.5	201,716	223,979	251,966
有形固定资产净值	1,028	2,318	3,530	4,990	41.4	6,082	21.9	7,409	9,232	11,277
无形固定资产净值	83	349	455	589	29.3	703	19.4	706	708	711
投资/其他资产	159	2,078	2,307	2,423	5.0	2,425	0.1	2,427	2,429	2,432
总资产	43,194	74,093	113,964	150,542	32.1	182,394	21.2	212,257	236,348	266,386
应付账款和其他短期负债	29,350	44,613	63,566	87,224	37.2	104,835	20.2	120,662	135,452	148,343
短期债务	2,598	9,802	21,218	18,246	-14.01	24,079	31.97	27,565	28,622	35,784
流动负债总额	31,948	54,415	84,784	105,470	24.4	128,914	22.2	148,227	164,074	184,127
长期债务	5,228	7,304	9,489	19,474	105.2	22,000	13.0	26,000	27,000	29,000
其它长期负债	1,059	2,419	2,296	2,296	0.0	2,296	0.0	2,296	2,296	2,296
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	38,235	64,138	96,568	127,241	31.8	153,210	20.4	176,523	193,370	215,423
普通股股东权益	4,317	6,650	9,794	15,307	56.3	20,672	35.1	26,624	33,198	40,443
少数股东权益	642	3,305	7,603	7,994	5.2	8,512	6.5	9,110	9,780	10,521
负债和权益总计	43,194	74,093	113,964	150,542	32.1	182,394	21.2	212,257	236,348	266,386
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	1,784	2,715	3,538	5,250	48.4	6,936	32.1	8,027	8,976	9,930
折旧和摊销	69	33	175	133	-24.0	212	59.3	265	369	515
营运资本变动净值	(3,499)	(7,773)	(13,098)	(8,455)	35.4	(9,536)	-12.8	(10,215)	(5,217)	(11,163)
其他营业性现金流	1,864	1,551	4,431	3,564	-19.6	(604)	-	241	(3,234)	2,370
经营性现金流	218	(3,474)	(4,954)	492	-	(2,992)	-	(1,682)	894	1,652
有形资本支出	(453)	(714)	(856)	(1,843)	-115.3	(1,421)	22.9	(1,596)	(2,197)	(2,566)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2,187)	(2,362)	(1,871)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(2,640)	(3,076)	(2,727)	(1,843)	32.4	(1,421)	22.9	(1,596)	(2,197)	(2,566)
已付股息	(118)	(203)	(198)	(1,058)	NM	(1,571)	-48.4	(2,075)	(2,401)	(2,685)
股份发行/回购	0	0	0	1,323	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(927)	2,027	(1,347)	(3,174)	-135.52	1,122	-	357	3,904	(1,629)
债务及优先股变化	5,206	9,280	13,601	7,014	-48.43	8,359	19.18	7,486	2,057	9,162
融资性现金流	4,161	11,104	12,055	4,105	-65.9	7,910	92.7	5,768	3,559	4,848
现金流量中现金的增加(减少)	1,739	4,554	4,373	2,755	-37.0	3,497	26.9	2,491	2,256	3,934
外汇/非现金项目	243	(166)	1,901	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,982	4,388	6,274	2,755	-56.1	3,497	26.9	2,491	2,256	3,934

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

华夏幸福 (600340.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	2.9	5.0	9.8	13.1	9.9	8.6	7.7	6.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	2.9	5.0	9.8	13.1	9.9	8.6	7.7	6.9
股价/每股现金收益	2.8	4.9	9.4	12.8	9.6	8.3	7.4	6.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.5)	(15.4)	(16.7)	(2.0)	(6.4)	(4.8)	(1.9)	(1.3)
净股息收益率(%)	3.9	1.5	3.0	2.3	3.0	3.5	3.9	4.3
市净率	3.6	4.1	3.6	4.5	3.3	2.6	2.1	1.7
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.7	2.0	2.4	1.9	1.7	1.6	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.1	9.6	10.2	12.3	9.8	8.9	8.1	7.5
企业价值/息税前利润(核心)	7.3	9.7	10.6	12.5	10.0	9.1	8.3	7.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.2	9.8	10.5	12.5	9.9	9.0	8.2	7.5
企业价值/运营投入资本	3.6	2.9	2.2	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	15,685	27,277	34,788	68,790	68,790	68,790	68,790	68,790
净债务 (现金)	658	4,716	10,825	16,618	21,179	26,107	28,505	31,019
少数股东权益	932	1,974	5,454	7,798	8,253	8,811	9,445	10,150
养老金拨备/其他	1,196	1,739	2,357	2,296	2,296	2,296	2,296	2,296
企业价值总额	18,470	35,705	53,424	95,502	100,517	106,004	109,036	112,255
非核心资产	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
核心企业价值	18,370	35,605	53,324	95,402	100,417	105,904	108,936	112,155
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	55.0	74.4	27.7	45.1	37.1	16.7	10.2	9.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	45.6	44.2	40.4	48.3	32.0	16.0	13.3	12.0
息税前利润(UBS)	43.5	46.8	36.9	50.8	31.5	15.8	12.7	11.2
每股收益(UBS 稀释后)	-12.4	1.3	-35.2	48.4	32.1	15.7	11.8	10.6
每股股息净值	15.0	-34.8	166.6	48.4	32.1	15.7	11.8	10.6
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	33.2	27.1	28.8	29.6	28.8	28.6	29.1	29.4
息税折旧摊销前利润率	21.3	17.6	19.4	19.8	19.1	19.0	19.5	20.0
息税前利润率	20.8	17.5	18.8	19.5	18.7	18.6	19.0	19.3
净利 (UBS) 率	14.9	13.0	13.2	13.5	13.0	12.9	13.1	13.2
ROIC (EBIT)	49.0	30.3	20.6	20.6	21.1	19.8	19.2	18.6
税后投资资本回报率	36.3	22.7	15.5	15.5	15.9	14.9	14.5	14.0
净股东权益回报率(UBS)	50.5	49.7	43.0	41.8	38.6	33.9	30.0	27.0
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.9	1.9	2.8	2.4	2.3	2.4	2.1	2.2
净债务/总权益 %	45.8	71.9	83.3	80.5	80.9	80.1	66.1	66.0
净债务/(净债务 + 总权益) %	31.4	41.8	45.4	44.6	44.7	44.5	39.8	39.8
净债务/企业价值	12.4	20.1	27.2	19.7	23.5	27.0	26.1	30.0
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	3.8	3.4	3.2	4.7	2.7	2.6	3.2	3.4
息税前利润/净利息	NM	32.0	NM	NM	NM	NM	60.2	45.5
股息保障倍数 (UBS)	8.8	13.7	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	11.3	7.3	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	12,077	21,060	26,886	39,003	53,455	62,359	68,695	75,079
总计	12,077	21,060	26,886	39,003	53,455	62,359	68,695	75,079
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	2,509	3,684	5,043	7,606	10,003	11,583	13,056	14,522
总计	2,509	3,684	5,043	7,606	10,003	11,583	13,056	14,522

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+64.2%
预测股息收益率	2.3%
预测股票回报率	+66.5%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+57.9%

风险声明

公司面临的主要风险：一是京津冀地区人口增长不达预期，从而导致该区域住宅销售低于预期；二是宏观经济如果不景气，招商引资业务将受到较大负面影响，从而影响到公司招商引资业务收入；三是如果住宅销售不达预期，则公司现金流将受到不利影响，公司资金链将受到较大压力。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：丁晓

涉及报告中提及的公司的披露

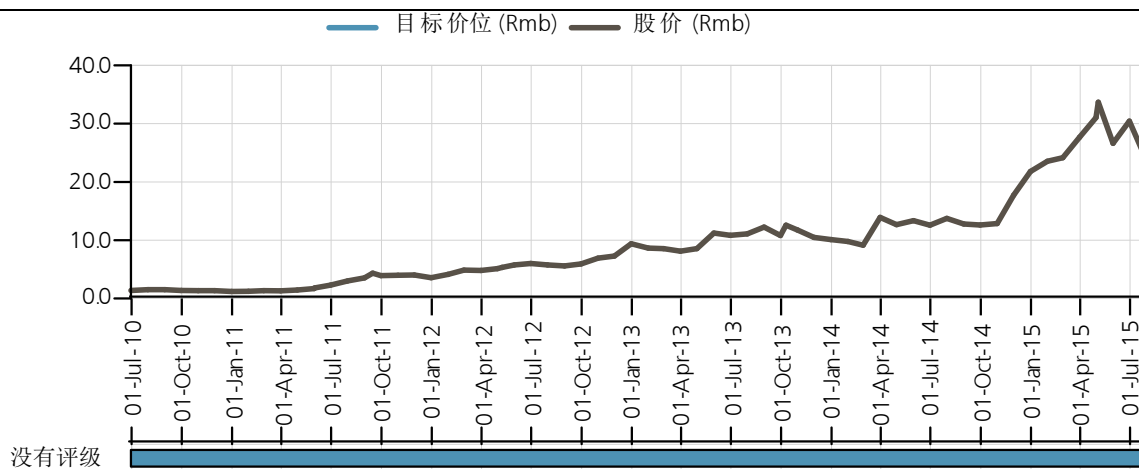
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华夏幸福	600340.SS	未予评级	不适用	Rmb25.69	2015 年 07 月 22 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

华夏幸福 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 7 月 22 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格仅作资讯之用,并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他信息来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高层管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。

俄罗斯: 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities

Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. [MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。**澳大利亚:** UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。**印度:** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

