



买入

35% ↑

目标价格:人民币 41.00

600340.CH

价格:人民币 31.37

目标价格基础:14倍 17年市盈率

板块评级: 中立

华夏幸福

受益雄安建设加速, 优质白马乘风蓝筹行情

华夏幸福 2002 年起步于固安从事园区开发业务, 目前已成为全国产业新城开发及运营龙头, 房地产千亿销售规模稳居全国十强。公司自 2012 年上市以来公司保持每年 30% 以上的业绩增速, 是高成长白马价值股的典范, 目前市盈率仅 10 倍, 在近期蓝筹白马行情催化下有望获得估值修复。我们认为公司未来业绩仍保持高速增长, 主要由于: 1) 雄安新区开发建设和京津冀战略推进提速, 公司充足的环京储备增值空间巨大, 今年销售均价已大幅上涨; 2) 公司园区招商和运营能力优异, 近年产业发展服务收入占比不断提升, 综合毛利率水平将保持高位; 3) 异地复制在长三角已初见成效, 嘉善项目成功树立标杆, 并逐步进入业绩贡献期; 4) 公司近期成立中国产业新城基金, 标志轻资产步伐加快。我们认为公司是地产板块成长特性最强而周期属性较弱的白马龙头房企, 上调公司 2016-2018 年盈利预测分别为 2.94 元、3.86 元和 4.81 元, 维持目标价 41.00 元, 相当于 14 倍 17 年市盈率和 10.6 倍 18 年市盈率, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- **受益京津冀产业转移, 雄安新区红利可期。**2002 年公司起步于固安园区开发, 是成长于河北的领先产业新城运营商。2013 年政府首提京津冀战略, 疏解非首都功能; 2017 年政府宣布设立雄安新区, 定位比肩上海浦东和深圳, 预计建设提速在即。公司坐拥大量优质环京储备, 区位优势明显, 拟开发储备建面近 1,000 万平米, 在建面积 2,400 万平米, 园区综合项目开发经验和运营经验充足, 有望持续受益雄安新区建设推进。
- **高成长价值白马典范, 服务占比持续提升。**公司自 2012 年以来公司保持每年 30% 以上的业绩增速, 是高成长白马价值股的典范, 2017 年 1-9 月公司分别实现收入和归母净利润同比增长 21% 和 35%。近年来公司积极调整业务结构, 淡化地产开发属性: 产业发展服务收入占比从 2013 年的 11% 上升至 2016 年的 20%, 2017 年上半年收入同比大增 81%, 使公司综合毛利率维持高位。公司地产销量短期虽然受到限购政策影响, 但前三季度销售均价 1.6 万元/平米同比大增 30%, 体现优质储备的升值空间。
- **异地复制初见成效, 探索产业新城基金模式。**2014 年公司开始拓展京津冀外省园区业务, 目前异地复制已在长三角初见成效: 预计 2017 年浙江嘉善和安徽来安区域销量均有望突破百万平米合计占比超 20%, 杭州和南京事业部销售额也有望破百亿, 产业发展服务中非京津冀收入占比超过 40%。另一方面, 10 月公司作为 GP 拟合作成立中国产业新城基金, 基金总规模 75 亿公司出资 25 亿, 主要投向产业固安新城开发和目标企业股权投资, 积极探索轻资产化开发模式。

评级面临的主要风险

- 环京区域地产调控超预期, 异地园区开发进度慢于预期。

估值

- 考虑到公司京津冀储备的增值空间、产业服务收入占比提升和长三角项目进入业绩贡献期, 我们上调公司 2016-2018 盈利预测分别为 2.94 元、3.86 元和 4.81 元, 维持目标价 41.00 元, 相当于 14 倍 17 年市盈率和 10.6 倍 18 年市盈率, 作为 A 股成长白马典范, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	38,335	53,821	61,660	71,206	82,687
变动(%)	43	40	15	15	16
净利润(人民币 百万)	4,801	6,492	8,676	11,405	14,214
全面摊薄每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.936	3.860	4.810
变动(%)	35.7	35.2	33.6	31.5	24.6
原先预测每股收益(人民币)			2.68	3.15	3.63
调整幅度(%)			9.4	9.4	8.0
全面摊薄市盈率(倍)	18.7	13.9	10.4	7.9	6.3
价格/每股现金流量(倍)	12.1	11.6	9.9	9.8	7.1
每股现金流量(人民币)	2.52	2.63	3.09	3.12	4.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	11.4	8.0	6.9	6.3
每股股息(人民币)	0.483	0.660	0.882	1.159	1.445
股息率(%)	1.6	2.2	2.9	3.8	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.9	(0.8)	(3.1)	10.8
相对上证指数	20.4	(2.3)	(8.3)	2.6

发行股数(百万)	2,955
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	89,978
3个月日均交易额(人民币 百万)	716
净负债比率(%) (2017E)	37
主要股东(%)	
华夏幸福基业控股股份公司	58

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 11 月 14 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

房地产: 房地产开发

卢骁峰, ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

目录

公司概要.....	5
雄安建设提速在即	8
产业新城模式优势凸显	11
产业新城 PPP 模式.....	11
固安模式成为典范.....	12
积极配合参与雄安建设	13
项目销售均价大涨，产业发展服务占比提升.....	14
成立产业新城基金，轻资产模式加速推进	15
异地复制初见成效	16
财务分析及估值.....	19
盈利预测及投资建议.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 固安产业新城.....	5
图表 2. 公司股权结构图.....	5
图表 3. 销售金额及增长率.....	6
图表 4. 营业收入及增长率.....	6
图表 5. 扣非后归母净利润及增长率.....	6
图表 6. 总资产及增长率.....	6
图表 7. 固安肽谷生物医药产业园位置.....	7
图表 8. 京津冀铁路十三五规划及公司产业园区布局.....	7
图表 9. 京津冀协同发展相关政策梳理.....	8
图表 10. 雄安新区设立后相关政策梳理.....	9
图表 11. 雄安建设步步推进.....	9
图表 12. 雄安新区位置示意.....	10
图表 13. 公司 PPP 开发模式.....	11
图表 14. 产业新城 PPP 模式中各项业务的收入分配模式.....	11
图表 15. 2017 年中国产业新城运营综合实力排名.....	12
图表 16. 固安县历年 GDP.....	12
图表 17. 固安县历年财政收入.....	12
图表 18. 华夏幸福产业园区产业集群.....	13
图表 19. 固安园区产业集群.....	13
图表 20. 雄安新区相关园区.....	14
图表 21. 签约销售面积.....	14
图表 22. 签约销售金额.....	14
图表 23. 公司业务毛利率.....	14
图表 24. 地产销售均价.....	14
图表 25. 公司业务营业收入占比.....	15
图表 26. 公司业务毛利占比.....	15
图表 27. 新拓园区数量及区域分布.....	16
图表 28. 新增签约入园企业区域占比.....	16
图表 29. 新增签约投资金额区域占比.....	16
图表 30. 园区签约企业数.....	17
图表 31. 园区签约投资金额.....	17

图表 32. 园区签约企业平均投资	17
图表 33. 公司收入区域占比	18
图表 34. 公司毛利区域占比	18
图表 35. 公司 2016 年规划建面区域分布	19
图表 36. 公司 2017H1 规划建面区域分布	19
图表 37. 公司销售金额及增速	19
图表 38. 公司各项业务毛利率(%)	20
图表 39. 公司业务营业收入占比	20
图表 40. 公司业务毛利占比	20
图表 41. 公司资产负债率	21
图表 42. 短期负债及货币资金覆盖率	21
图表 43. 营业收入及净利润测算	22
图表 44. 行业可比公司估值	22
损益表(人民币 百万)	23
资产负债表(人民币 百万)	23
现金流量表(人民币 百万)	23
主要比率 (%)	23

公司概要

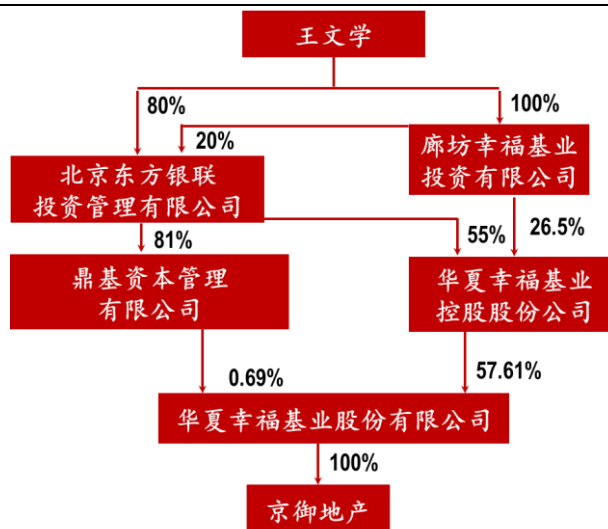
华夏幸福基业股份有限公司（股票代码：600340）是中国领先的产业新城运营商。公司前身廊坊市华夏房地产开发公司于1998年成立，从事住宅开发业务。2002年公司开始从事园区开发业务，成立“固安工业园区”项目并于2006年升级为省级开发区。2007年，华夏幸福整体改制为股份公司，2011年借壳ST国祥实现在A股上市。目前，公司的控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，控股比例57.61%，实际控制人为公司法人王文学先生，任华夏幸福基业股份有限公司董事长。

图表 1. 固安产业新城



资料来源：互联网、公司公告及中银证券

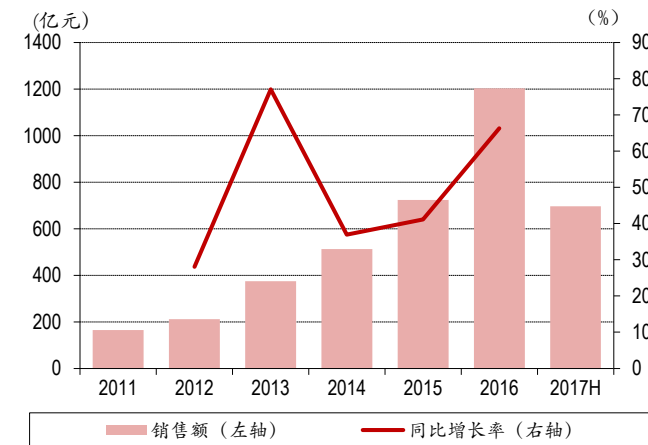
图表 2. 公司股权结构图



资料来源：公司公告及中银证券

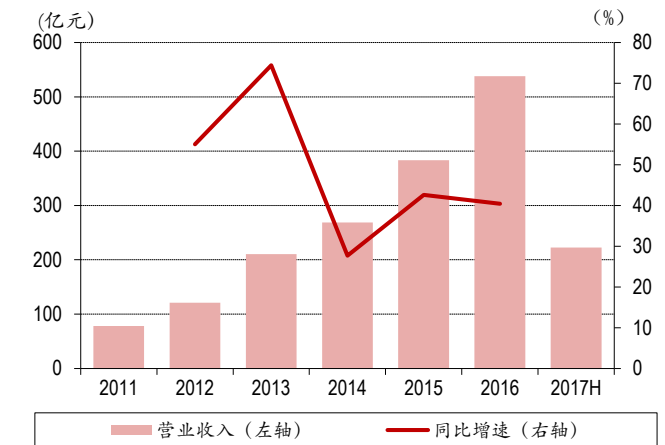
公司上市以来，销售规模、营业收入、净利润和总资产持续高速增长，是地产板块成长特性最显著的龙头房企。从销售规模来看，公司上市以来销售规模增速始终维持在20%以上，业绩增速始终维持在30%以上。2017年前三季度公司销售规模达1,000亿元，同比增长11%，实现净利润同比增长35%。

图表 3. 销售金额及增长率



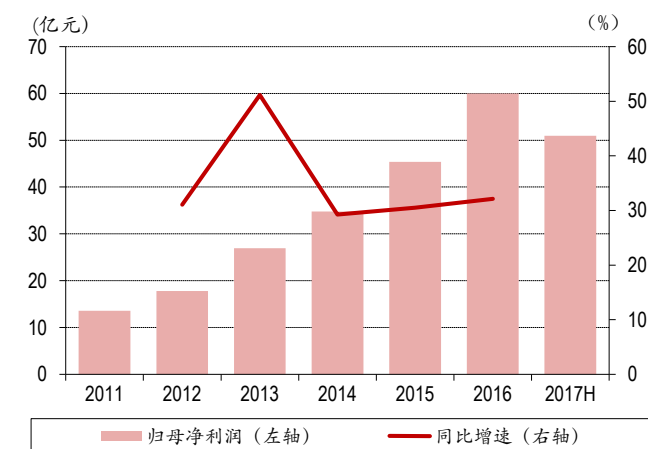
资料来源：公司公告及中银证券

图表 4. 营业收入及增长率



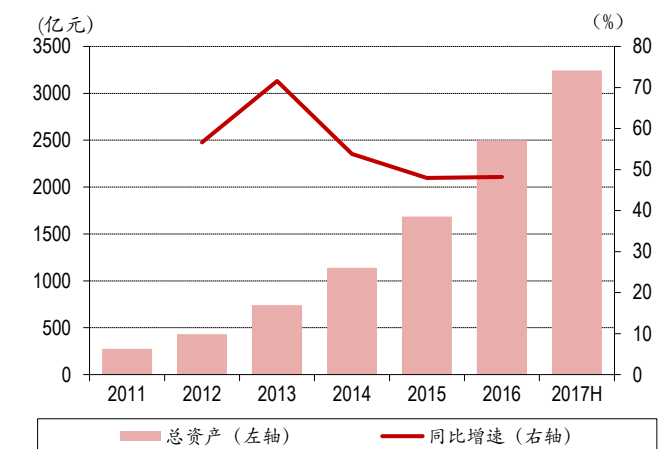
资料来源：万得资讯及中银证券

图表 5. 扣非后归母净利润及增长率



资料来源：公司公告及中银证券

图表 6. 总资产及增长率



资料来源：公司公告及中银证券

PPP 产城融合“幸福”模式获得认可。经过十多年的实践和探索，固安县从根本上实现了产业结构的升级调整，各项经济指标全省领先，中等城市框架和城市服务配套设施初具规模，并发展成为一个以人为本、产城融合的幸福城市，形成了成熟的产业集群。2015年华夏幸福与固安县政府的合作模式获国务院通报表扬，固安工业园区新型城镇化项目入选PPP项目库。

图表 7. 固安肽谷生物医药产业园位置



资料来源：互联网、公司公告及中银证券

深耕京津冀地区，区位优势明显。公司从固安工业园区立足，逐渐成长为具有丰富产业园区开发经验的产业新城运营商。公司作为河北成长起来的、深耕京津冀地区的企业，区位优势明显。同时，公司在京津冀区域的园区均位于“京津冀城际铁路十三五规划”中的节点城市，公司将依托自己产业新城投资运营能力打造城铁经济带，统筹开展铁路建设与产业新城建设，将轨道交通资源系统性地接入产业新城平台，周边沿线固安、永清、霸州、白洋淀、任丘、雄县、文安等产业新城项目都将极大受益。

图表 8. 京津冀铁路十三五规划及公司产业园区布局



资料来源：互联网、公司公告及中银证券

雄安建设提速在即

13年首提京津冀战略，政策持续落地。2013年8月，习近平主席在北戴河主持研究河北发展问题时，提出要推进京津冀协同发展。2014年2月，主席在北京主持召开座谈会特别强调京津冀优势互补与协同发展，并首次将之上升为国家战略。

疏解非首都功能，加快产业转移。京津冀协同发展中的一个重要议题是确定了北京政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心“四个中心”的城市核心功能战略定位，将非首都核心功能向外疏解，天津和河北将成为产业转移的主要承接地。

产业园区是承接产业转移的重要载体。按照导向要求，京津冀各产业园区要依托现有产业基础，将承接新产业与淘汰落后产能、处置僵尸企业相结合，将谋求新发展与转型升级相结合，合理确定主导产业和发展方向，引导相关产业向园区转移集聚，形成与资源环境承载力相适应的产业空间布局。

图表 9. 京津冀协同发展相关政策梳理

发布时间	制定主体	相关政策
2014年7月	天津	《天津市贯彻落实〈京津冀协同发展规划纲要〉实施方案(2015—2020年)》
2015年4月	京津冀协同发展领导小组	《京津冀协同发展规划纲要》
2015年6月	财政部	《京津冀协同发展产业转移对接企业税收收入分享办法》
2015年7月	北京	《中共北京市委北京市人民政府关于贯彻〈京津冀协同发展规划纲要〉的意见》
2015年12月	三地环保厅局	《京津冀区域环保率先突破合作框架协议》
2016年2月	最高人民法院	《最高人民法院关于为京津冀协同发展提供司法服务和保障的意见》
2016年2月	京津冀	《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》
2016年3月	发改委	《关于北京市行政副中心和疏解北京非首都功能集中承载地有关情况的汇报》
2016年5月	发改委	《关于规划建设北京城市副中心和研究设立河北雄安新区有关情况的汇报》
2016年5月	水利部	《京津冀协同发展水利专项规划》
2016年6月	工业和信息化部	《京津冀产业转移指南》
2016年11月	民政部	《京津冀民政事业协同发展合作框架协议》
2017年2月	武清、通州、廊坊	《通武廊战略合作发展框架协议》
2017年3月	北京	《北京市2017年重点工程计划》
2017年5月	北京	《北京城市总体规划(2016年-2030年)(送审稿)》
2017年8月	北京、河北	《关于共同推进雄安新区规划建设战略合作协议》
2017年8月	交通运输部	《京津冀协同发展交通一体化规划》
2017年8月	发改委等	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
正研究制定	发改委等	《京津冀空间规划》、《京津冀教育协同专项规划》

资料来源：发改委等部门资料整理及中银证券

17年设立雄安新区，深度推进京津冀一体化。2017年4月1日，中共中央、国务院决定设立雄安新区，雄安新区的设立是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是“千年大计”。雄安新区规划范围涉及河北雄县、容城、安新三县及周边部分区域，起步面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积2,000平方公里，将疏解北京非首都功能，深入推进京津冀一体化。

雄安建投集团成立，首都新两翼建设加速。雄安新区将承接北京非首都功能，与通州一同成为首都新的两翼，7月雄安建投集团成立将加快雄安新区的建设。目前北京城市总体规划中已经单列了支持雄安建设的内容，预计未来雄安新区在集聚创新资源和北京辐射输出创新资源会有更多的资源落地，下半年雄安新区的建设有望加速并逐步进入实质性的建设阶段。

比肩浦东深圳，定调千年大计。雄安新区作为京津冀协同发展中的重要一环不仅仅是疏解北京非首都功能，还有产业转型升级。目前雄安相比珠三角和长三角还有一定的差距，但也说明了未来的成长的空间。受雄安新区辐射，已在京津冀区域布局的开发商都会因为新区未来的长期发展获得持续红利。

图表 10. 雄安新区设立后相关政策梳理

发布时间	制定主体	相关政策
2017年5月	北京	《北京城市总体规划（2016年-2030年）（送审稿）》
2017年6月	雄安新区三县	《关于加强房屋租赁市场管理工作的实施意见》
2017年7月		中国雄安建设投资集团有限公司成立
2017年8月	北京、河北	《关于共同推进雄安新区规划建设战略合作协议》
2017年8月	交通运输部	《京津冀协同发展交通一体化规划》
2017年8月	发改委	《关于加强京津冀产业转移承接重点平台建设意见》
正研究制定	发改委等	《京津冀空间规划》《京津冀教育协同专项规划》《雄安新区规划方案》

资料来源：发改委等部门资料整理及中银证券

雄安建设提速在即，区域发展再获推进。近期中共北京市委书记蔡奇在《党的十九大报告辅导读本》撰文指出，党中央已明确雄安新区规划建设目标：到2020年，雄安新区对外骨干交通路网基本建成，起步区基础设施建设和产业布局框架基本形成，白洋淀环境综合治理和生态修复取得明显进展，新区雏形初步显现；到2030年，雄安要建成为一座绿色低碳、信息智能、宜居宜业，具有较强竞争力和影响力，人与自然和谐共处的现代化新城。我们预计未来雄安新区建设将逐步提速。

图表 11. 雄安建设步步推进

日期	事件进展
2017年6月26日	河北雄安新区启动区城市设计国际咨询建议书征询公告发布
2017年7月3日	279家国内外设计机构角逐雄安新区城市设计，这些设计机构组成了183个设计团队，包括国际、国内著名公司组成的设计联合体67个。
2017年7月19日	河北雄安新区启动区的城市设计工作迎来阶段性成果，雄安规划设计名单曝光，12个咨询人中，同济联合体入围。
2017年7月26、27日	河北雄安新区启动区城市设计国际咨询第二次咨询会在北京市举行
2017年8月20日	设计团队将提交城市设计方案成果，提交的城市设计方案将是雄安规划方案极其重要的第一稿。
2017年9月	预计9月底提交中央审查，规划审批落地将标志着雄安新区建设正式启动。

资料来源：中中银证券

图表 12. 雄安新区位置示意



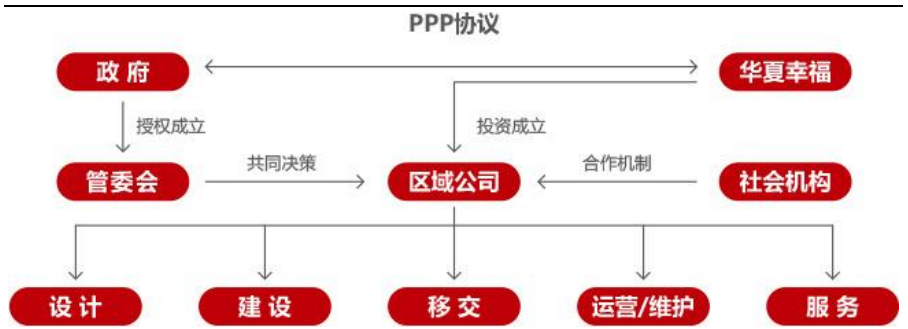
资料来源：公司网站及中银证券

产业新城模式优势凸显

产业新城 PPP 模式

产业新城 PPP 开发模式，提供园区综合解决方案。华夏幸福依托“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作机制，接受政府委托从事城市定位和规划、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展服务和综合运营服务的一体化全价值链业务，为所在区域提供可持续发展的全流程综合解决方案，打造“产业高度聚集、城市功能完善、生态环境优美”的产业新城。

图表 13. 公司 PPP 开发模式



资料来源：公司官网及中银证券

收入分配模式清晰，产业发展服务贡献收益。在公司产业园区开发模式的各项业务收入中，设计咨询、土地整理、基础设施及公共设施投资建设等按照投资成本的 10%-15% 计算投资收益，产业发展服务费以当年园区新增落地投资额的 45% 来分配收入（一般次年确认收入），是公司产业新城 PPP 模式中最核心的收益部分，体现了“政府主导、企业运作、合作共赢”的思想。

图表 14. 产业新城 PPP 模式中各项业务的收入分配模式

收入项目	收分配模式
规划设计、咨询等其他服务费	投资成本的 10%
土地整理投资	投资成本的 15%
基础设施及公共设施投资建设	投资成本的 15%
产业发展服务费	新增落地投资额的 45%
物业管理、公共项目维护及公用事业服务等服务	按照政府定价执行，无政府定价的按照政府指导价或经双方商定的市场价确定

资料来源：公司公告及中银证券注：落地投资额约为签约投资额的 30%

专业招商引资团队，引导打造产业集群。产业新城开发收入模式中的最关键的部分在于招商引资，公司为支持产业发展服务配备了 4,000 多人的专业化团队和庞大的数据库系统，设计并制定了完备的战略模式。一直以来公司落实“产业优先”重大战略，在产业生态发展上，一方面引入龙头企业引领产业集聚，培育良好的园区产业环境，逐步引导并打造产业集群。另一方面通过旗下孵化器进行项目孵化，加强与清华大学等科研院所的“产学研合作”，建立“孵化器-加速器-专业园区-产业新城”的产业培植链条。

目前，公司围绕电子信息、高端装备、航空航天、生命健康等 10 大重点产业，推动产业集聚发展。在中国指数研究院发布的“2017 中国产业新城运营商综合实力 TOP10”榜单上，华夏幸福在中国产业新城运营商综合实力排名第一。

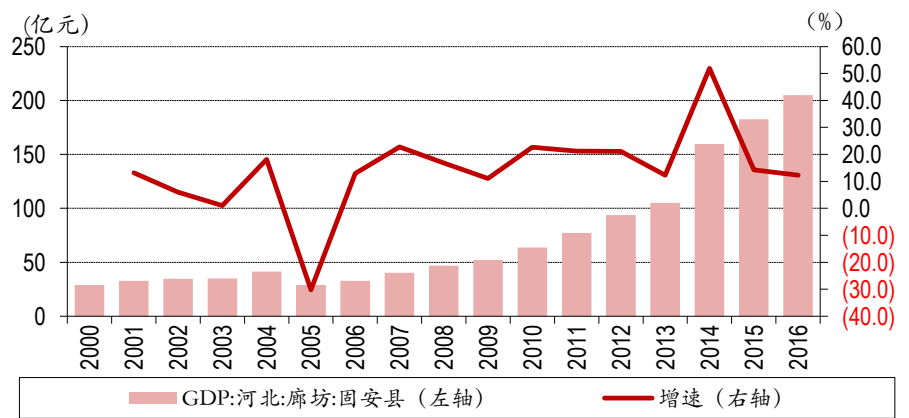
图表 15. 2017 年中国产业新城运营综合实力排名

排名	企业名称
1	华夏幸福基业股份有限公司
2	上海张江高科技园区开发股份有限公司
3	招商蛇口工业控股股份有限公司
4	中新苏州工业园区开发集团股份有限公司
5	天津泰达投资控股有限公司
6	启迪协信科技城投资集团有限公司
7	亿达中国控股有限公司
8	天安数码城(集团)有限公司
9	上海临港经济发展(集团)有限公司
10	珠海华发城市运营投资控股有限公司

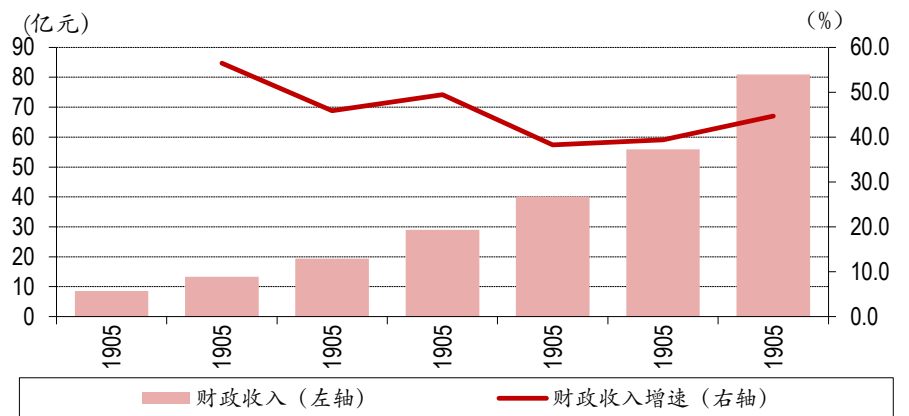
资料来源：中国指数研究院及中银证券

固安模式成为典范

固安模式获政府肯定，入选发改委 PPP 示范项目。2002 年，河北固安政府与华夏幸福共同探索 PPP 模式，当时固安财政收入全年仅 1.1 亿元。从 2002 年至 2016 年，固安的财政收入从全年仅 1.1 亿元达到 80.9 亿元，固安模式的成功获得了广泛认可，2015 年 7 月，固安模式作为创造性典型经验，被国务院办公厅通报表扬，并入选国家发改委 PPP 示范项目，2016 年 10 月，华夏幸福固安高新区及涿水区产业新城项目双双入选第三批政府和社会资本合作示范项目，再获国家认可。

图表 16. 固安县历年 GDP


资料来源：万得资讯及中银证券

图表 17. 固安县历年财政收入


资料来源：万得资讯及中银证券

图表 18. 华夏幸福产业园区产业集群

区域	产业集群	龙头企业
固安	固安肽谷生物医药孵化港	德阳生物技术(固安)有限责任公司
固安	固安航天产业基地	中国航天科技集团、中国航天科工集团
固安	固安卫星导航产业港	80余家卫星导航领域相关企业
固安	清华大学重大科技项目中试孵化基地	荷塘智能科技(固安)有限公司、氢电能源科技(固安)有限公司等
固安	电子商务产业港	京东华北订单处理中心
固安	新型显示产业园	京东方“触控一体化显示模组项目、云谷第6代 AMOLED项目
香河	机器人产业	ATI、尼玛克焊接技术(北京)有限公司、天津曼科科技有限公司、北京天鹏钨钼科技有限公司、北京华林嘉业科技有限公司
香河	通航产业	俄罗斯联合航空集团公司制造维修项目、北汽通航飞机运营制造项目、京东无人机项目
霸州	食品产业	海底捞、稻香村、新辣道等
大厂	影视文化产业	影视文化产业集群
大厂	智能制造产业	普若泰克科技发展(北京)有限公司、东莞精准通检验认证股份有限公司
苏家屯	智能制造产业	富士康、德国凯格、德国易马、日本三樱、裕通石化
苏家屯	汽车制造产业	奥钢联、钢宝利(汽车零部件)

资料来源：公司公告及中银证券

图表 19. 固安园区产业集群


资料来源：公司官网及中银证券

积极配合参与雄安建设

2004年公司与保定市人民政府签订了白洋淀科技城合作协议，委托区域面积为300平方公里，先期开发建设核心区域35平方公里。2015年公司与雄县人民政府签署了雄县约定区域合作协议，委托区域面积约为181.2平方公里。目前白洋淀科技城处于建设起步阶段，2016年新增签约入园企业9家，新增签约投资额84.2亿元。

白洋淀科技城定位国家协同创新示范区，与雄安新区“发展高端新兴产业”的重点任务高度契合，体现公司在产业园区布局定位上的前瞻性。截至目前，公司“白洋淀科技城”和“雄县产业新城”项目尚处于规划定位阶段，公司在白洋淀科技城委托区域和雄县委托区域尚未取得住宅建设用地，尚未进行房地产项目的开发建设。

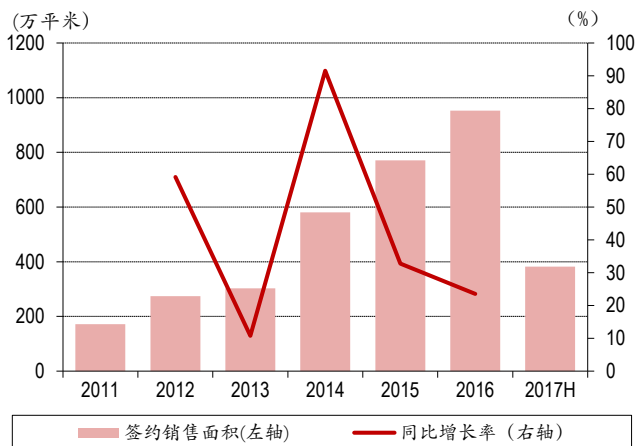
图表 20. 雄安新区相关园区

园区	委托时间	委托面积	建设阶段	园区规划定位
白洋淀科技城	2014 年	300 平方公里	规划定位阶段	国家协同创新示范区，以科技创新为基调、生态涵养为特色，吸引高端智慧人群，构建产学研生态链。以新能源、装备制造一代信息技术、生命健康文化创意及现代农业等六大产为主导，致力成高端要素聚合区功能疏解承载区、体制机先行区、绿色崛起示范区、开放合作引领区，京津冀协同发展增长极
雄县	2015 年	181.2 平方公里	规划定位阶段	国家绿色创新先导区，定位为“京津冀科技引擎，大保定森林淀区城市”。打造以绿色制为主、高端服务业和现代农业为辅的产格局，重点发展智能装备制造、高分子、电子信息等主导产业

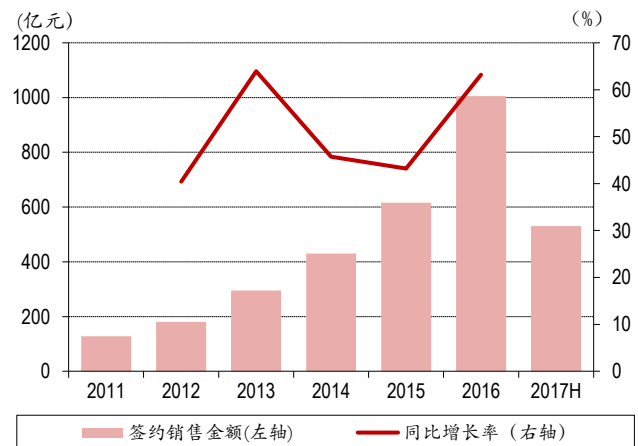
资料来源：公司公告及中银证券

项目销售均价大涨，产业发展服务占比提升

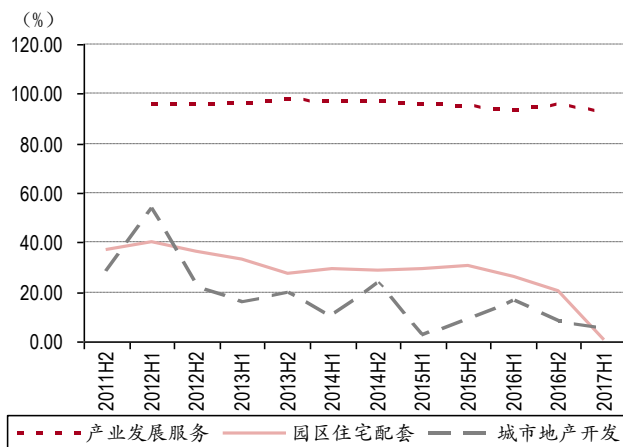
地产销量受调控影响，均价大涨体现区位优势。受到京津冀区域房地产政策调控影响，2017 年 1-9 月公司销售面积同比下滑 14.1%，但同时受益于区域规划带来的销售均价上涨，前三季度销售金额达到 1,000 亿元，同比增长 11.4%，销售均价 15,924 元/平米同比大幅增长 30%，体现公司环京储备布局区位优势。

图表 21. 签约销售面积


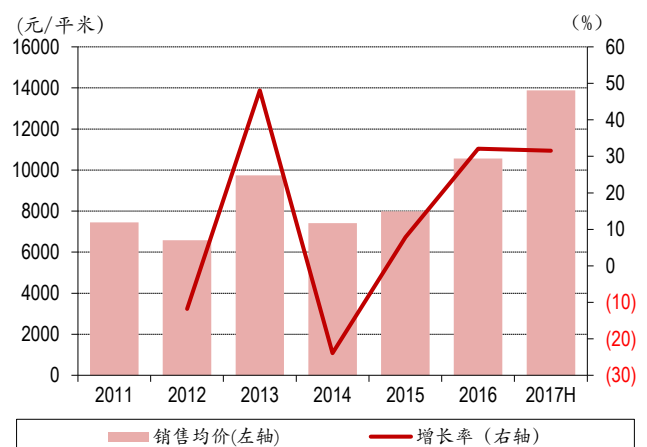
资料来源：公司公告及中银证券

图表 22. 签约销售金额


资料来源：公司公告及中银证券

图表 23. 公司业务毛利率


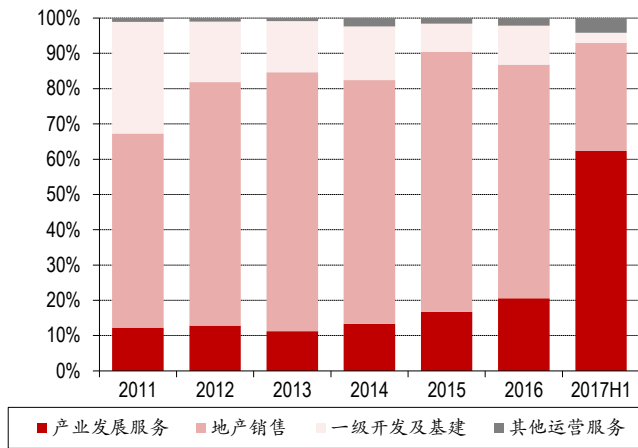
资料来源：万得资讯及中银证券

图表 24. 地产销售均价


资料来源：万得资讯及中银证券

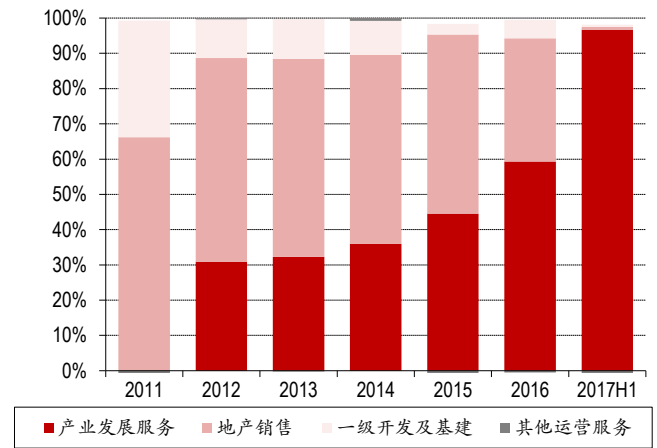
产业服务收入占比持续提升，地产开发属性逐渐淡化。另一方面，随着公司园区招商运营能力的体现，产业发展服务收入持续高速增长，收入占比由 2013 年的 11% 提升至 2016 年的 20%，2017 年上半年产业发展服务收入增速达到 81%，预计全年占比有望继续提升。由于园区服务基本没有成本支出，毛利率始终高于 95%，该项业务毛利占比达到 60%，使公司长期保持较高的综合毛利率水平。

图表 25. 公司业务营业收入占比



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 26. 公司业务毛利占比



资料来源：万得资讯及中银证券

成立产业新城基金，轻资产模式加速推进

引入新的合作方，开启产业新城合作开发新模式。2017 年 11 月 11 日，公司全资子公司华夏幸福资本管理、间接全资子公司九通基业投资拟与合作方成立中国产业新城基金，基金总规模为 75 亿元，其中幸福资本作为普通合伙人出资 100 万元人民币，九通投资作为有限合伙人出资 25 亿元人民币，合作方共出资 50 亿元人民币，主要投资范围为固安新兴产业示范区 4.96 平方公里的产业新城建设开发业务和目标企业股权投资业务。我们预计未来公司有望加速推进其轻资产模式进行园区开发和运营。

异地复制初见成效

异地园区加速拓展。公司在固安地区累积足够的产业园区经验后，一方面巩固自己在环京地区的优势，另一方面则着力将“固安”模式推广进行异地复制。自2011年以来，公司从原有的10家产业园区拓展至60家，产业园区的分布也更加多样化：2011年公司拓展沈阳地区，2012年进入长三角地区，2016年拓展川渝、河南、武汉多地。2011年环京地区的园区数量占比为76.5%，至2017年上半年，环京地区园区数量占比下降至50%，异地园区占比明显提升。

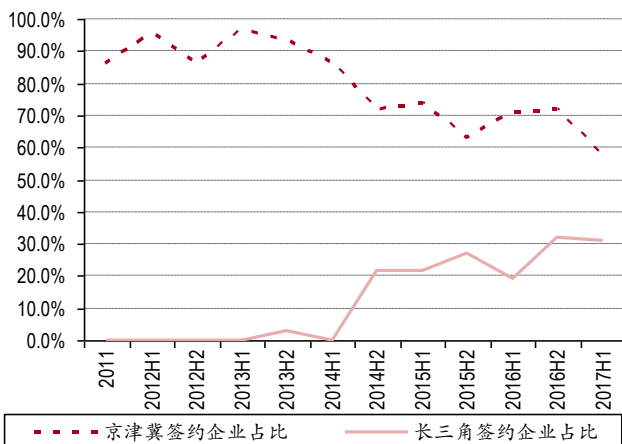
图表 27. 新拓园区数量及区域分布

年度	拓展园区数量	京津冀	长三角	珠三角	沈阳	川渝	河南	武汉
既有园区	10	8			2			
2011	7	5			2			
2012	5	2	2		1			
2013	4	3	1					
2014	4	4						
2015	4	2	2					
2016	11	2	4	1		1	2	1
2017H1	15	4	3	1		4	2	1

资料来源：公司公告及中银证券

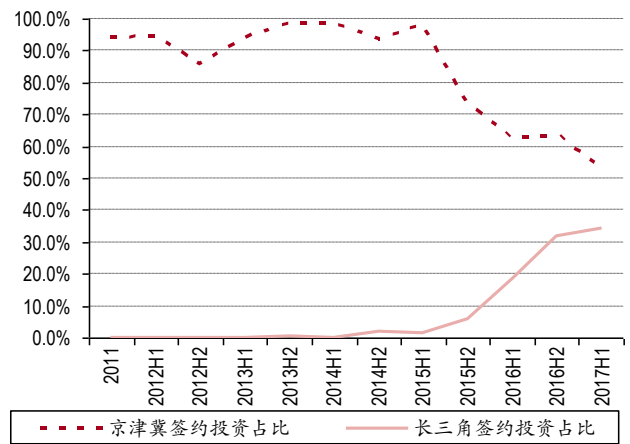
异地签约稳提升。从签约企业的占比来看，自2014年以来，公司在长三角地区的新增签约企业数量占比稳步提升，2014年长三角区域签约企业数占比为22%，至2017年上半年新增签约企业中，长三角区域的占比达到31%。在签约投资金额上，长三角区域的签约投资金额自2015年下半年开始快速提升，主要由于嘉善区域进入快速发展阶段，签约金额占2017年上半年新增签约金额的34%，较2016全年占比25%又有所提升。2017年上半年嘉善园区新增入园企业数27家，仅次于固安区域，嘉善区域已经成为公司除固安区域以外的又一个案例。

图表 28. 新增签约入园企业区域占比



资料来源：公司公告及中银证券

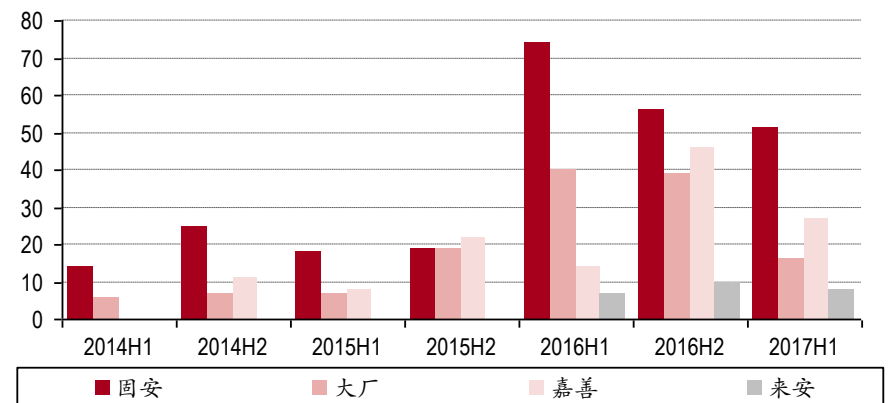
图表 29. 新增签约投资金额区域占比



资料来源：公司公告及中银证券

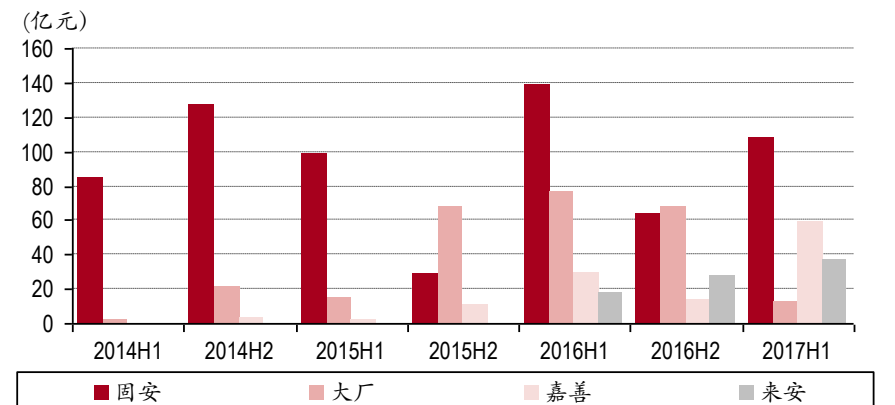
异地复制初见成效。2015年嘉善大区进入发展阶段，公司着力推进其模式可复制性。从14年以来的签约数据看，嘉善大区的签约企业数量位于公司各个区域签约数量的前三，2017年上半年首次超越大厂的签约企业数，仅次于固安园区。签约投资金额方面，考虑到固安园区发展成熟，形成了产业的聚集效应，处于起步阶段的嘉善园区在平均投资金额上与固安园区存在差距，但单位园区平均投资金额已持平，其模式可复制性初显成效。

图表 30. 园区签约企业数



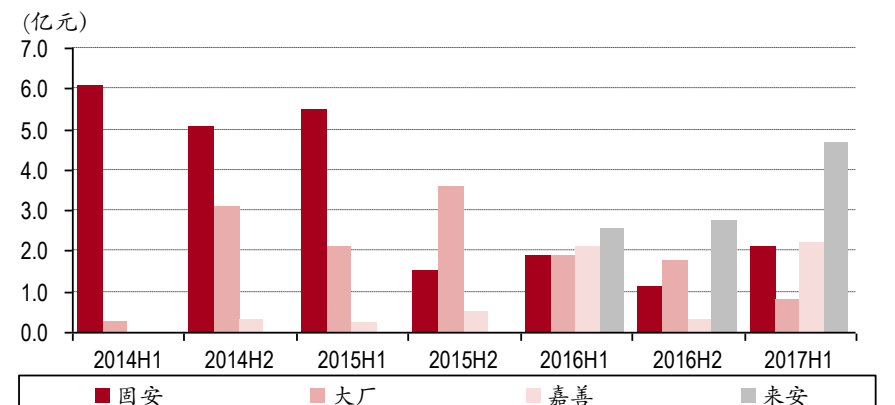
资料来源：公司公告及中银证券

图表 31. 园区签约投资金额



资料来源：公司公告及中银证券

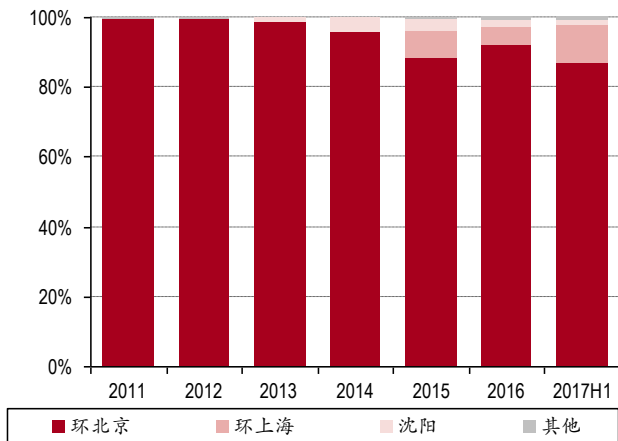
图表 32. 园区签约企业平均投资



资料来源：公司公告及中银证券

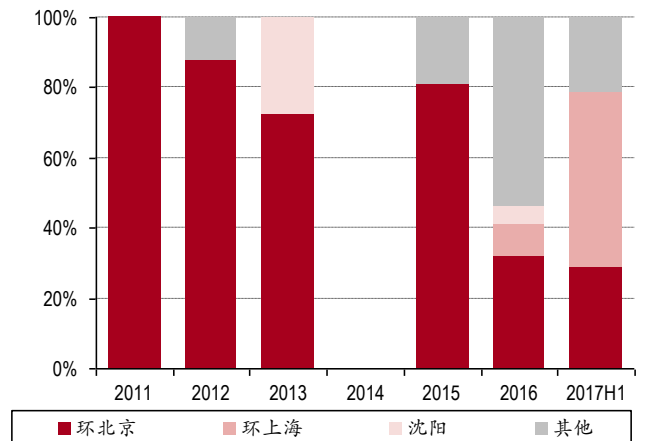
异地收入占比提升。前期的区域布局上，公司采取深耕京津冀，择机进入长三角和珠三角的战略。自 2013 年开拓沈阳大区以来，异地的收入占比呈现上升的趋势，2013 年环北京区域的收入占比为 98.7%，至 2017 年上半年，环北京收入占比逐步下降至 87.8%。在稳固京津冀地区发展的同时，公司开始逐步拓展其他区域，在嘉善地区取得初步成果。随着未来异地园区的拓展以及发展成熟，未来异地的收入及利润占比可能进一步提高，具备成长空间。

图表 33. 公司收入区域占比



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 34. 公司毛利区域占比

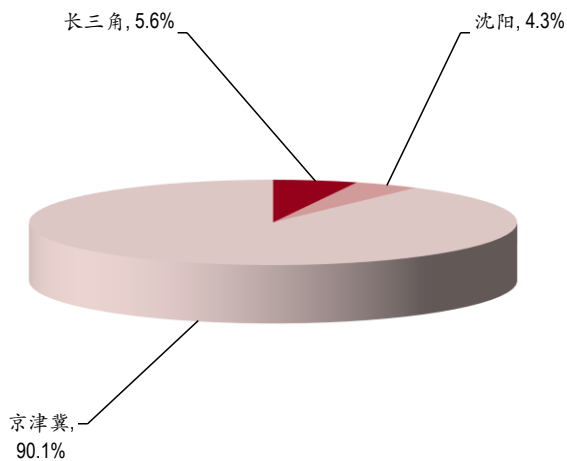


资料来源：万得资讯及中银证券

财务分析及估值

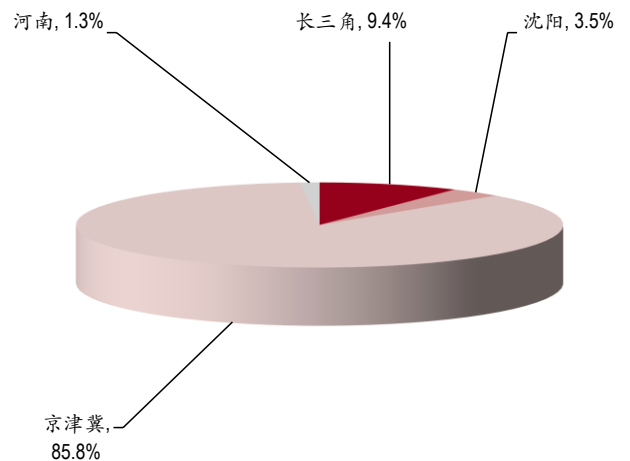
土地储备聚焦京津冀，满足存量开发需求。截止至2016年12月底，公司持有待开发规划建面储备1,116万平方米，其中京津冀区域占比90%，长三角区域占5.6%，主要为嘉善区域占土地储备的4.3%。截至2017年6月，公司共有拟开发项目规划建面储备919万平方米，在建面积2,417万平方米，其中京津冀区域占比86%，长三角占比9.4%。目前公司京津冀的项目储备充足，而非京津冀项目占比逐步提升，项目区域结构不断优化。

图表 35. 公司 2016 年规划建面区域分布



资料来源：公司公告及中银证券

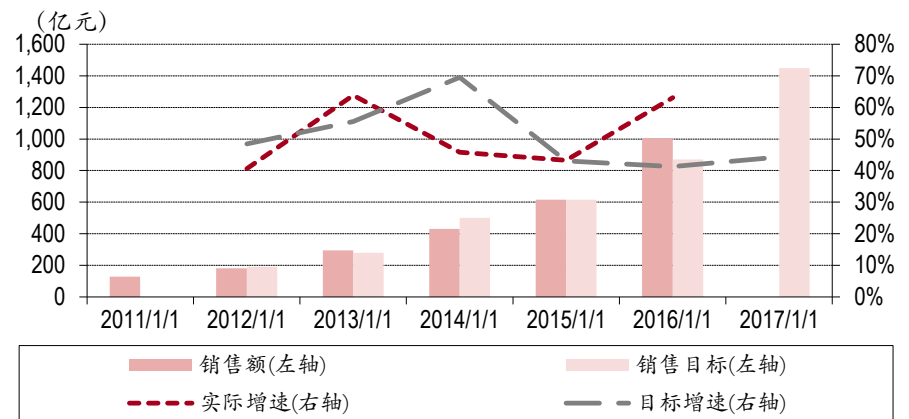
图表 36. 公司 2017H1 规划建面区域分布



资料来源：公司公告及中银证券

销售均价大涨，预收款锁定高增。2017年1-9月公司实现销售金额共计1,000亿元，较上年同期增长11%，完成全年销售计划1,450亿（同比增长20%）的近70%。其中产业新城业务销售金额为941亿元，同比增长31.1%，受益于房价上涨，销售均价显著提升，整体销售均价达到15,924元/平方米，与16年同期相比提高30%，与16年全年相比提高26%，体现区位优势和未来增值潜力。另一方面，公司目前预收账款达到1,330亿元，相较2016年538亿元的营收规模已大幅锁定未来收入增长。

图表 37. 公司销售金额及增速



资料来源：公司公告及中银证券

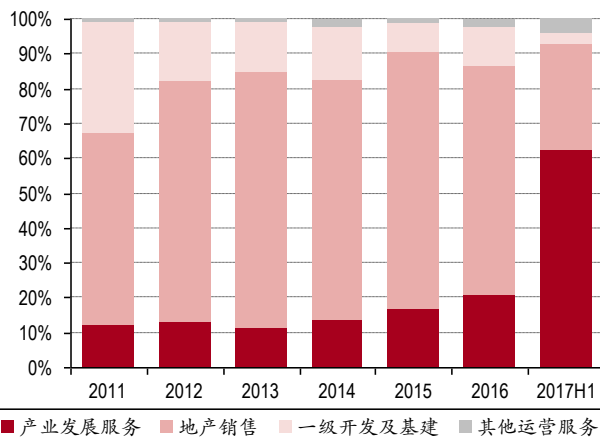
产业发展服务占比提升，地产属性逐渐淡化。华夏幸福定位于产业新城运营商，公司在收入结构上也区别于传统地产公司：产业发展服务作为公司立足之本，自2014年以来产业发展服务的营收占比逐步提升：2016年占比达20.4%（2015占比16.5%），2017年上半年占比达62.3%（2016年上半年占比43.5%），营收结构逐渐体现商业模式的特点。随着产业发展服务在营收占比上的提升，产业发展服务对于公司的利润贡献也呈现明显上升的趋势，2016年产业发展服务对于公司毛利贡献高达59%，未来随着房地产业务的相对比重下降，公司地产属性将逐渐淡化，估值有望进一步抬升。

图表 38. 公司各项业务毛利率(%)

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
产业发展服务		95.61	97.58	96.89	95.01	95.75	92.73
园区住宅配套	37.30	36.08	27.15	28.50	30.46	20.60	0.56
城市地产开发	28.21	22.03	19.65	23.46	9.12	8.15	5.05
土地整理	32.65	25.45	28.97	14.34	12.83	15.91	12.40
物业管理服务		49.50	15.87		14.94	14.10	
基础设施建设	19.89		21.30	38.62	40.79	13.71	11.21
综合服务	27.93	29.11	28.41	13.73	37.87	55.80	

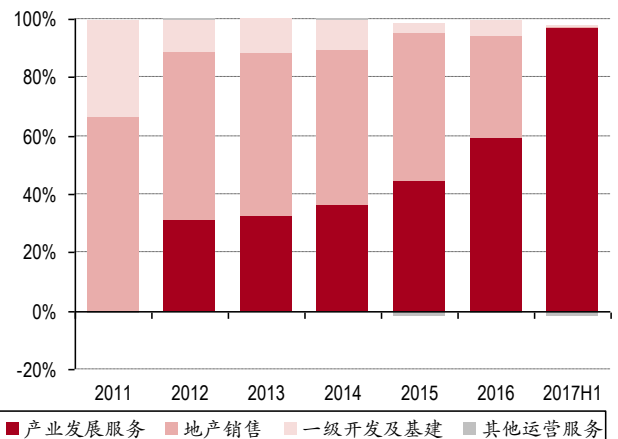
资料来源：万得资讯及中银证券

图表 39. 公司业务营业收入占比



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 40. 公司业务毛利占比

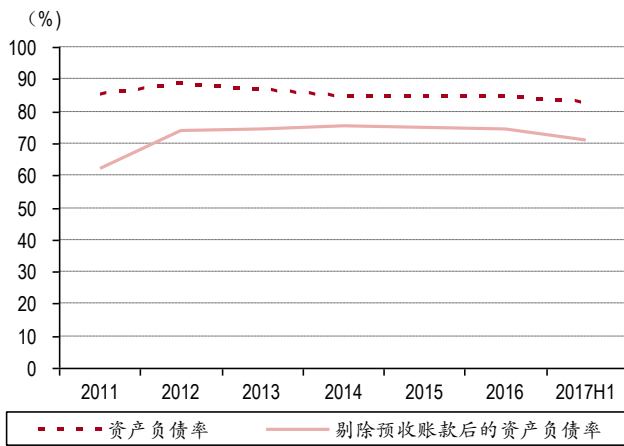


资料来源：万得资讯及中银证券

发行 PPP 园区 ABS 拓宽融资渠道。2017年3月，华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持证券获上交所挂牌转让同意，为首批4单PPP资产支持专项计划，实际收到认购资金7亿元。2017年8月，幸福物业非公开定向资产支持票据获得中国银行间市场交易商协会接受注册并得到全额认购，认购资金共2亿元。PPP项目资产证券化有利于盘活公司存量资产，成为公司的融资优势，为未来的园区开发运营提供现金流保证。

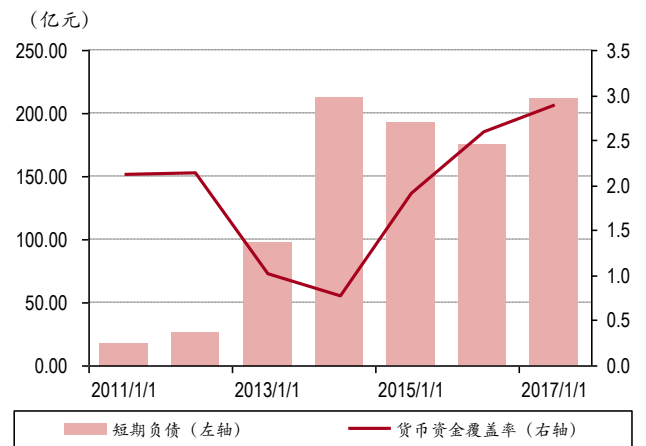
融资渠道多样化 财务成本稳定。华夏幸福的融资方式包括银行贷款、公司债、ABS、信托借款等。截止至2016年12月底，公司期末融资总额709.14亿元，整体平均融资成本6.97%。其中银行贷款余额207亿，债券融资规模328亿元，债券期末余额326亿，信托、资管等其他融资余额176亿。公司融资加权平均利率为6.97%，其中银行贷款的平均利息成本6.04%，债券平均成本为5.20%，信托、资管等其他融资的平均利息成本9.37%。最高项目融资成本为14.96%。2017年以来，公司发行永续债65亿元、PPP园区ABS9.6亿元。

图表 41. 公司资产负债率



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 42. 短期负债及货币资金覆盖率



资料来源：万得资讯及中银证券

盈利预测及投资建议

2017年1-9月公司分别实现收入和归母净利润同比增长21%和35%。我们根据三季度的情况，对于公司未来三年盈利做出调整：考虑到公司京津冀储备的增值空间、产业服务收入占比提升和长三角项目进入业绩贡献期，上调公司2016-2018盈利预测分别为2.94元、3.86元和4.81元，维持目标价41.00元，相当于14倍17年市盈率和10.6倍18年市盈率，作为A股成长白马典范，我们重申买入评级。

图表 43. 营业收入及净利润测算

年度	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
园区住宅配套收入(百万元)	15,807	20,307	26,688	28,022	32,226	37,060
增长率(%)	21	28	31	5	15	15
毛利率(%)	29	30	21	21	21	21
城市地产开发收入(百万元)	2,730	7,661	8,687	8,687	9,121	9,577
增长率(%)	17	181	13	0	5	5
毛利率(%)	23	9	8	8	8	8
产业发展服务收入(百万元)	3,568	6,343	10,972	16,458	20,573	25,716
增长率(%)	51	78	73	50	25	25
毛利率(%)	97	95	96	96	96	96
主营业务收入(百万元)	26,886	38,335	53,821	61,660	71,206	82,687
增长率(%)	28	43	40	15	16	17
综合毛利率(%)	36	35	33	38	40	41
归属于母公司净利润(百万元)	3,538	4,801	6,492	8,676	11,405	14,214
增长率(%)	30	36	35	34	31	25
净利率(%)	13	13	12	14	16	17

资料来源：公司公告及中银证券

图表 44. 行业可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	实际 PE 2016	预测 PE 2017	预测 PE 2018
000002.CH	万科 A	2,990	14.4	11.6	9.4
001979.CH	招商蛇口	1,474	15.4	12.9	10.6
600048.CH	保利地产	1,238	10.0	8.5	6.9
600606.CH	绿地控股	913	12.7	10.8	9.3
600340.CH	华夏幸福	900	13.9	10.4	8.1
000069.CH	华侨城 A	690	10.0	8.3	6.7
600383.CH	金地集团	508	8.1	7.5	6.5
601155.CH	新城控股	490	16.2	11.2	8.5

资料来源：公司资料及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	38,335	53,821	61,660	71,206	82,687
销售成本	(27,812)	(39,180)	(41,860)	(47,060)	(53,182)
经营费用	(3,473)	(4,707)	(6,484)	(7,594)	(8,925)
息税折旧前利润	7,049	9,934	13,315	16,552	20,580
折旧及摊销	(315)	(791)	(597)	(583)	(571)
经营利润(息税前利润)	6,734	9,143	12,719	15,968	20,009
净利息收入/(费用)	248	(210)	(401)	(448)	(685)
其他收益/(损失)	185	323	431	523	640
税前利润	6,949	8,976	11,567	15,205	18,950
所得税	(1,961)	(2,807)	(2,891)	(3,800)	(4,736)
少数股东权益	(186)	323	0	0	0
净利润	4,801	6,492	8,676	11,405	14,214
核心净利润	4,801	6,492	8,676	11,405	14,214
每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.936	3.860	4.810
核心每股收益(人民币)	1.625	2.197	2.936	3.860	4.810
每股股息(人民币)	0.483	0.660	0.882	1.159	1.445
收入增长(%)	43	40	15	15	16
息税前利润增长(%)	34	36	39	26	25
息税折旧前利润增长(%)	36	41	34	24	24
每股收益增长(%)	36	35	34	31	25
核心每股收益增长(%)	36	35	34	31	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	6,949	8,976	11,567	15,205	18,950
折旧与摊销	315	791	597	583	571
净利息费用	(29)	490	726	815	1,111
运营资本变动	3,025	2,426	(1,709)	(2,674)	(2,899)
税金	(1,961)	(2,807)	(2,891)	(3,800)	(4,736)
其他经营现金流	(849)	(2,113)	(281)	(374)	(495)
经营活动产生的现金流	7,450	7,763	9,127	9,222	12,610
购买固定资产净值	(1,182)	(3,820)	(1,686)	(2,537)	(3,817)
投资减少/增加	(3,381)	(3,166)	325	367	426
其他投资现金流	(1,232)	(18,076)	2,168	(5,899)	(10,451)
投资活动产生的现金流	(5,796)	(25,062)	808	(8,069)	(13,842)
净增权益	7,900	17,529	0	0	0
净增债务	16,611	22,670	30	15,009	25,528
支付股息	(5,126)	(6,050)	(2,606)	(3,425)	(4,269)
其他融资现金流	(90)	(8,756)	2,168	(5,899)	(10,451)
融资活动产生的现金流	19,296	25,394	(408)	5,685	10,808
现金变动	20,950	8,094	9,527	6,837	9,576
期初现金	16,194	36,802	45,503	52,852	59,692
公司自由现金流	1,654	(17,299)	9,934	1,153	(1,232)
权益自由现金流	18,265	5,371	9,964	16,162	24,296

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	36,802	45,503	52,852	59,692	69,271
应收帐款	9,192	16,630	19,052	22,002	25,549
库存	100,621	147,345	163,398	185,136	210,851
其他流动资产	7,150	14,084	3,766	4,225	4,762
流动资产总计	153,765	223,561	235,822	269,299	308,276
固定资产	2,381	2,673	2,959	3,247	3,536
无形资产	4,552	6,465	6,158	5,866	5,589
其他长期资产	7,925	17,204	24,813	38,684	63,124
长期资产总计	14,858	26,342	33,930	47,798	72,249
总资产	168,623	249,903	269,535	316,978	380,377
应付帐款	24,771	33,227	35,276	39,558	44,584
短期债务	19,235	17,521	17,550	32,557	58,082
其他流动负债	69,834	108,951	120,447	140,535	163,366
流动负债总计	113,839	159,699	173,230	212,626	266,002
长期借款	28,532	51,633	51,634	51,636	51,639
其他长期负债	622	539	572	641	721
股本	2,646	2,955	2,955	2,955	2,955
储备	10,881	22,406	28,474	36,450	46,389
股东权益	13,527	25,361	31,429	39,405	49,344
少数股东权益	12,103	12,671	12,671	12,671	12,671
总负债及权益	168,623	249,903	269,535	316,978	380,377
每股帐面价值(人民币)	4.58	8.58	10.64	13.34	16.70
每股有形资产(人民币)	3.39	6.39	8.55	11.34	14.79
每股净负债/(现金)(人民币)	4.14	8.00	5.53	8.29	13.69

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	18.5	21.6	23.2	24.9
息税前利润率(%)	17.6	17.0	20.6	22.4	24.2
税前利润率(%)	18.1	16.7	19.1	21.5	23.1
净利率(%)	12.5	12.1	14.3	16.2	17.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	35.4	11.9	11.3	13.1	12.6
净权益负债率(%)	42.8	62.2	37.0	47.0	65.2
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	18.7	13.9	10.4	7.9	6.3
核心业务市盈率(倍)	18.7	13.9	10.4	7.9	6.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.2	18.7	14.0	10.6	8.5
市净率(倍)	6.6	3.5	2.9	2.3	1.8
价格/现金流(倍)	12.1	11.6	9.9	9.8	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	11.4	8.0	6.9	6.3
周转率					
存货周转天数	1,174.2	1,155.0	1,354.8	1,351.6	1,358.9
应收帐款周转天数	72.7	87.6	105.6	105.2	104.9
应付帐款周转天数	200.7	196.7	202.8	191.8	185.7
回报率					
股息支付率(%)	41.5	43.7	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	41.2	33.4	30.6	32.2	32.0
资产收益率(%)	3.4	3.0	3.4	4.0	4.2
已运用资本收益率(%)	11.4	10.4	11.1	12.7	12.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

华夏幸福 (600340.CH/人民币 31.37, 买入)

以2017年11月14日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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，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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371