



华夏幸福（600340）

所属行业：房地产

中国领先的园区综合开发服务商

投资要点：

◆ **公司经营模式的核心是产、城良性互动：**公司产业新城模式的核心思想是产业发展与城市建设密不可分，二者是一种相互促进的关系。从2002年开发运作固安工业园区做起，公司在产业园区开发方面形成了一整套较为成熟的经验和标准化运作方法，产业新城模式趋于成熟且在不断升级，取得了先发优势。

◆ **2013年销售额有望突破290亿元：**公司2013年可售资源仍然主要集中在北京周边的固安、大厂、香河等园区，随着北京刚性住宅需求的不断外溢和新机场因素的持续发酵，我看好公司的销售前景，预计公司2013年房地产推盘货值约为326亿元，销售收入有望超过250亿元，考虑到园区结算收入42亿元左右，预计公司全年整体销售收入有望超过290亿元，同比增长38.5%。

◆ **2013年业绩增长无忧，异地园区决胜未来：**公司2013年可售资源仍将显著增长，预计全年净利润增速有望达到31.77%。随着异地园区开始规模化贡献利润，公司明后年业绩增速有望进一步提升。

◆ **风险提示：**1、房地产市场政策调控超预期，销售低于预期；2、宏观经济波动等导致园区招商及投资进度低于预期；3、结转低于预期。

投资建议与评级：

固安等北京周边园区的成功经验初步证明了公司产业新城模式的独特魅力，2014-2015年将是检验公司产业新城模式能否成功异地复制的重要时间窗口。我们认为，公司产业新城模式符合中国未来城镇化和产业化发展趋势，成功复制概率较大。预计公司2013-2015年EPS分别为2.66元、3.50元、4.53元，首次关注给予公司“买入”投资评级。

盈利预测(万元、元)

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率
2012	1,207,694	55.03%	186,672	31.34%	2.02	39.65%
2013E	1,822,952	50.94%	247,398	31.77%	2.66	37.11%
2014E	2,301,067	26.23%	324,853	31.31%	3.50	37.83%
2015E	2,807,961	22.03%	420,408	29.41%	4.53	38.97%

来源：新时代证券研发中心预测

投资评级	买入
目标价格	
当前价格	30.17元

交易数据

52周股价区间(元)	17.24-30.17
总市值(亿元)	274
流通A股(万股)	34877.92
流通股比例(%)	39.55%
日均成交量(万股)	248.28
日均成交值(万元)	7712.03

股价表现



分析师：裴明华

执业证书：S0280511030001

Email: peiminhua@xsdzq.cn

Tel: 010-83561313



内容目录

一、公司经营模式的核心是产、城良性互动	4
(一) 战略视角：分享大城市郊区化带来的投资机遇	4
(二) 经营模式：产业培育与园区地产开发良性互动	5
(三) 盈利模式：产业服务收入+园区地产开发	5
二、公司园区综合开发领域具备先发优势	7
(一) 产业规划设计能力	7
(二) 招商引资能力	7
(三) 全产业链介入优势	7
三、2013年销售有望维持快速增长	8
(一) 北京片区将持续受益于北京楼市需求外溢	8
(二) 新机场因素将持续发酵	8
(三) 2013年销售额有望突破 290 亿元	9
四、2013年业绩增长无忧，异地园区决胜未来	10
(一) 园区相关业务收入将稳步增长	10
(二) 房地产结算资源稳步增长，毛利率前低后高	10
(三) 首次关于给予“买入”评级	11
五、风险提示	11



图目录

图 1: 公司经营战略示意图.....	4
图 2: 产业新城模式示意图.....	5
图 3: 公司盈利模式图	5
图 4: 2012 年公司各项业务毛利及毛利率	6
图 5: 2012 年公司各项业务毛利占比	6
图 6: 公司及控股子公司组织架构.....	7
图 7: 公司全产业链介入园区开发业务.....	7
图 8: 北京住宅累计销售同比增速与全国平均增速对比	8
图 9: 北京新机场示意图.....	8
图 10: 公司产业发展服务收入预测.....	10
图 11: 公司房地产业务毛利率走势预测.....	10
图 12: 公司园区数量变动图.....	11

表目录

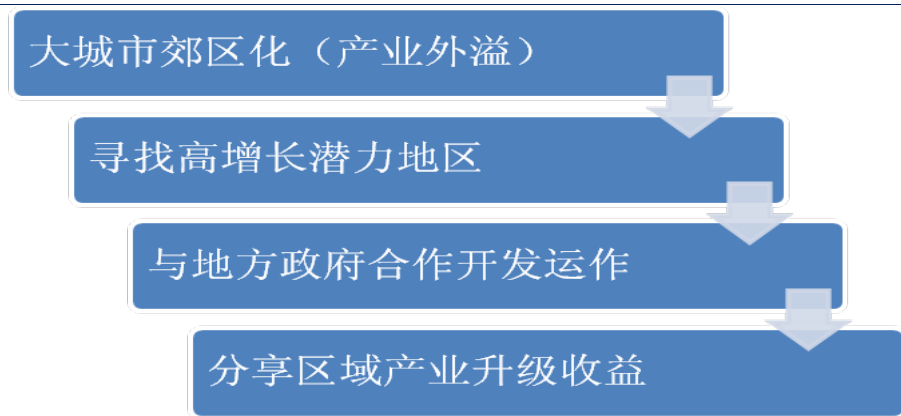
表 1: 公司园区项目明细（2013 年 6 月）	4
表 2: 公司园区相关业务利润分配通用模式	6
表 3: 华夏幸福 2013 年地产销售情况预测（万平米、元、亿元）	9
表 4: 华夏幸福盈利预测表.....	12

一、公司经营模式的核心是产、城良性互动

(一) 战略视角：分享大城市郊区化带来的投资机遇

近年来，公司基于对大城市郊区化的战略判断，把握住了环北京周边地区产业升级的机遇，创造了园区产业发展与城镇开发建设相互促进的“产业新城模式”，取得了良好的经营业绩。我们认为，公司核心的经营战略即在于根据中国产业发展趋势和地域特点，发现大城市周边产业发展高增长潜力地区，以与地方政府合作的形式全方位介入，促成区域产业升级，并在此过程中分享园区产业发展服务、房地产开发等业务带来的收益。

图1：公司经营战略示意图



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

表1：公司园区项目明细（2013年6月）

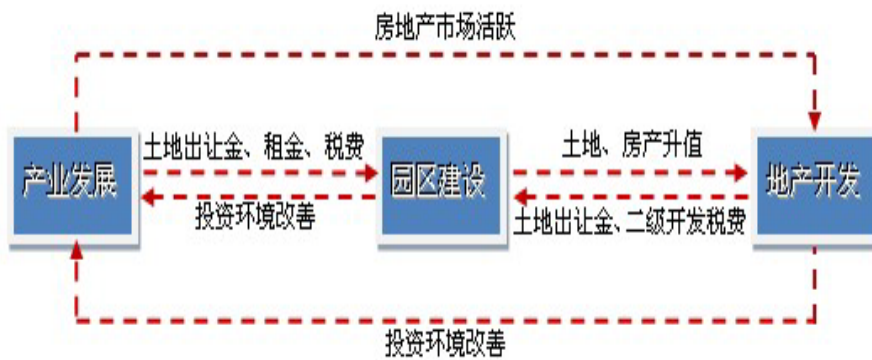
区域	编号	园区名称	园区定位	协议时间	协议期限（年）	面积（平方公里）	开发进度
大北京	1	固安工业园区	电子信息、汽车零部件	2002.06	50	86.74	趋于成熟
	2	大厂潮白河工业区	石油装备和新能源	2007.05	50	83.15	趋于成熟
	3	怀来京北生态新区	高新技术、现代服务、休闲	2009.09	50	121.72	发展阶段
	4	文安经济技术开发区	新型材料和装备制造	2011	-	21	起步阶段
	5	广阳现代服务业园区	现代服务业	2011	-	15	规划定位
	6	昌黎工业园区	节能环保、信息技术、高端装备	2011	-	15	起步阶段
	7	滦平金山岭园区	长城度假运动旅游	2011	-	225	规划定位
	8	香河园区	汽车产业	2012.02	-	40	起步阶段
	9	廊坊生态文化艺术新区	廊坊市新的行政中心	2012.11	-	8.65	起步阶段
沈阳	10	沈北蒲河智慧产业园	智慧之港、健康之城	2011	-	10	规划定位
	11	沈阳于洪平罗新城	产业、科技创意、商务商业	2011	-	-	规划定位
	12	沈阳苏家屯商务城		2012	30	34.85	起步阶段
环上海	13	无锡南长园区	感知设备、精密设备制造	2012.06	15	3.52	起步阶段
	14	镇江市京口区	高端制造、智慧服务	2012.09	15	2.5	起步阶段
	15	武汉黄陂区	-	待定	待定	待定	起步阶段
	16	嘉善县约定区域	-	2013.04	18	12	起步阶段
其他	17	青岛市城阳区约定区域		2012.01	-	8	起步阶段
	18	青岛国际会议中心		2012.01	4	0.8	起步阶段

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

(二) 经营模式：产业培育与园区地产开发良性互动

产业新城模式系公司独创，其核心思想是产业发展与城市建设密不可分。一方面，产业新城模式的基础就是产业，公司在进入一个地区之前，首先做的就是对区域产业定位和发展趋势进行详细论证并制定最优开发方案，产业的培育与发展贯穿区域开发全过程，从而为房地产市场的繁荣提供强有力的支撑；另一方面，园区与城市建设既是招商引资的基础和重要条件，城市居住生态的不断改善为产业入驻提供了更加便利的条件。概言之，产业发展与城市建设是一种良性互动、相互促进的关系。

图 2：产业新城模式示意图

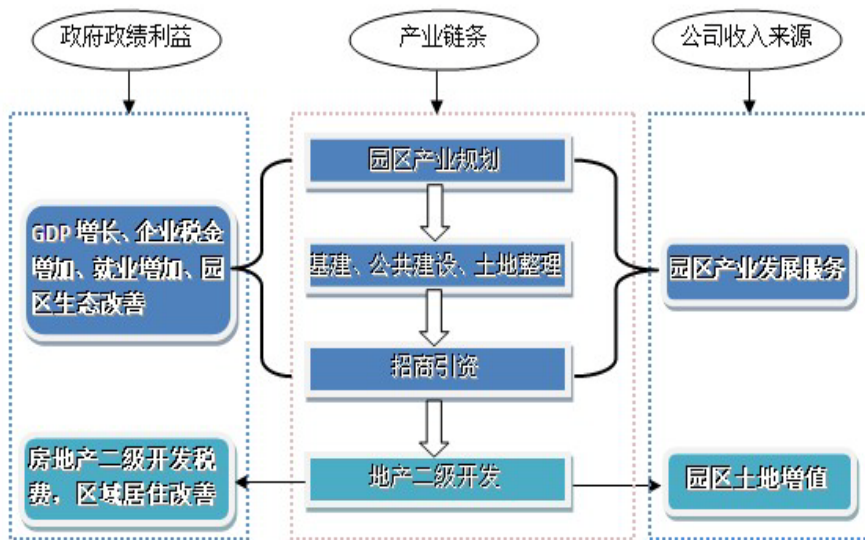


来源：调研信息、新时代证券研发中心整理

(三) 盈利模式：产业服务收入+园区地产开发

公司基于产业新城模式开展的区域开发，立足于区域产业升级和城市发展的，能够从财税收入、GDP、就业以及城市功能的改善等多维度满足地方政府政绩利益，同时，公司通过对开发方案的设计和具体运作，得以全面介入区域基础建设、招商引资以及房地产开发事务，并从中分享多元化投资收益。

图 3：公司盈利模式图



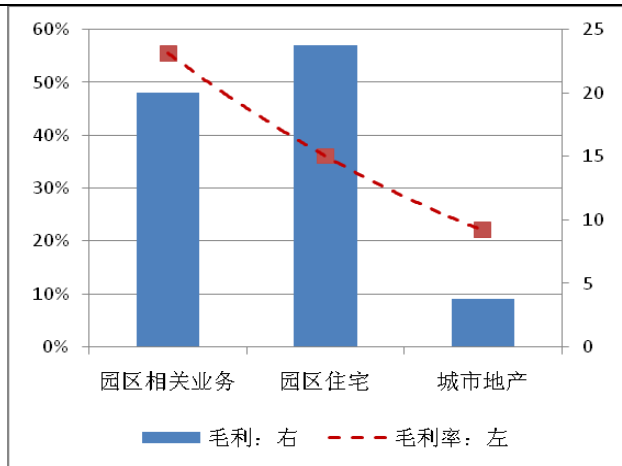
来源：调研信息、新时代证券研发中心整理

表2：公司园区相关业务利润分配通用模式

业务模块	利润计量标准
基础设施、公用设施建设	项目总投资额的 15%
土地整理	按土地整理成本的 15%
产业发展服务	当年入园项目新增固定资产投资额的 45%
规划设计、咨询	按照成本费用的 110%

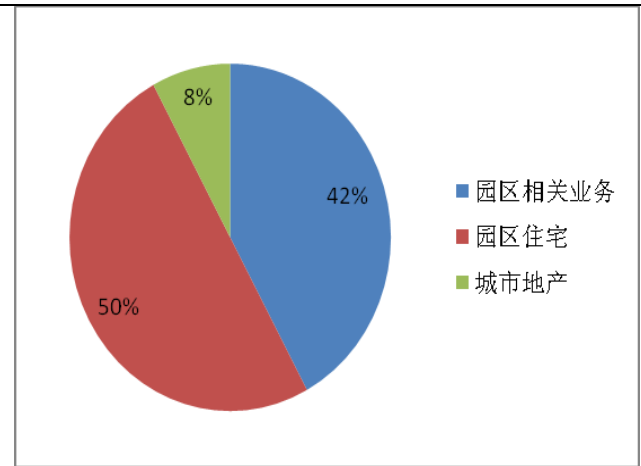
来源：公司公告、新时代证券研发中心

图 4：2012 年公司各项业务毛利及毛利率



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

图 5：2012 年公司各项业务毛利占比



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

二、公司园区综合开发领域具备先发优势

从2002年开发运作固安工业园区做起，公司在产业园区开发方面形成了一整套较为成熟的经验和标准化运作方法，产业新城模式趋于成熟且在不断升级，取得了先发优势，这是其他企业短期难以弥补的差距，具体讲，公司具备以下显著竞争优势：

（一）产业规划设计能力

公司目前拥有40多人专业研究团队，负责研究中国（新兴）产业发展趋势与地域分布规律等，并在此基础上寻找具有投资价值的开发区域并进行价值论证。同时，公司与麦肯锡、IBM、罗兰贝格等全球顶尖咨询机构建立长期的战略合作关系，有利于保证各项目规划设计方案具备较高水准。

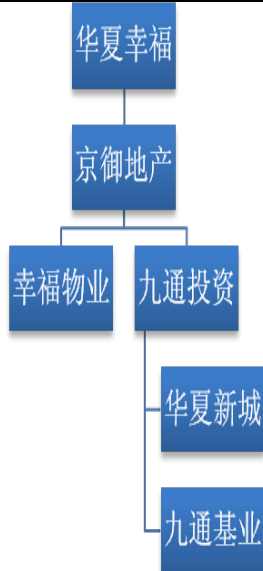
（二）招商引资能力

公司非常注重招商能力的打造，按照大型央企、大型民企、中小民企等客户群将400多人的招商团队进行细分，并配之相应的资源。2012年，公司成功与中国航天科技集团公司、中国联合航空有限公司建立合作关系，证明公司招商团队具备相当的实力。

（三）全产业链介入优势

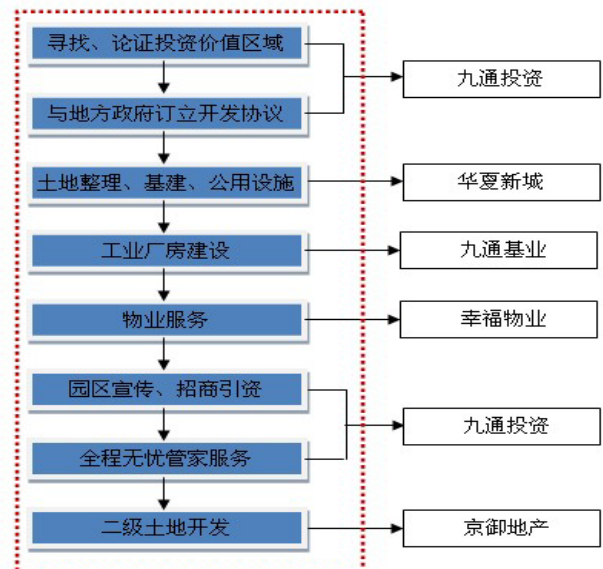
公司现有业务架构与产业新城模式高度统一，不仅可以为待开发区域制定切实可行的产业发展规划、制定整体开发方案，而且可全方位参与园区基础设施建设、公共设施建设、土地整理、产业发展服务和房地产二级开发等园区业务，这使公司与普通房企在竞争中获得了显著先天优势。

图 6：公司及控股子公司组织架构



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

图 7：公司全产业链介入园区开发业务



来源：调研信息、新时代证券研发中心整理

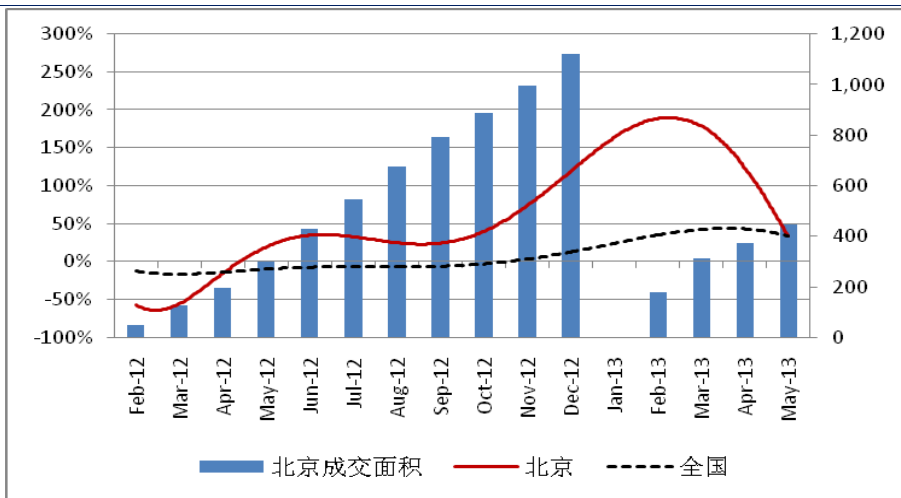
三、2013年销售有望维持快速增长

(一) 北京片区将持续受益于北京楼市需求外溢

公司2013年可售资源仍然主要集中在北京周边的固安、大厂、香河等园区，我们认为，经过2009年以来楼市调控的反复洗礼，一线城市的需求潜力得到了市场的一致认可，未来北京土地供应偏紧格局将长期存在，楼市需求将持续向周边区域外溢。

目前公司在固安、大厂、香河等地区的房地产项目售价约在8000-9000元左右，而与上述园区紧邻的大兴、通州等地区的房屋均价均在20000以上，价格差距依然明显，对北京刚需依然具备较强吸引力。

图 8：北京住宅累计销售同比增速与全国平均增速对比



来源：WIND、新时代证券研发中心整理

(二) 新机场因素将持续发酵

2013年上半年，北京新机场获批带动了公司固安园区地产项目的销售，据Cityhouse显示，截止2012年5月，固安房屋均价6588元，同比上涨达41.46%，由于固安园区与机场所在的大兴仅一河之隔，预计随着“临空经济”的持续发酵，未来固安园区销售将长期受益。

图 9：北京新机场示意图



来源：百度、新时代证券研发中心整理

（三）2013 年销售额有望突破 290 亿元

公司执行在保持合理利润前提下的快速周转策略，实际新开工受市场波动影响较大，预计公司2013年新开工面积约在401万平方米左右（其中苏家屯、无锡、镇江等异地园区接近20万平米），推盘货值在326亿元，销售收入有望超过250亿元，考虑到园区结算收入42亿元左右，预计公司全年整体销售收入有望超过290亿元，同比增长38.5%。

表3：华夏幸福2013年地产销售情况预测（万平米、元、亿元）

	预计推盘面积	预计销售均价	推盘货值	去化率	销售额
固安	169	8500	143.7	80%	114.9
大厂	118	8000	94.4	75%	70.8
香河	19	8000	15.2	75%	11.4
怀来	15	7500	11.3	75%	8.4
文安	8	6000	4.8	70%	3.4
滦平	8	6000	4.8	70%	3.4
苏家屯	14	8500	11.9	75%	8.9
镇江	4	8000	3.2	75%	2.4
无锡	4	8000	3.2	75%	2.4
城市地产	42	8200	34.4	75%	25.8
合计	401		326.8		251.8

来源：新时代证券研发中心

四、2013年业绩增长无忧，异地园区决胜未来

在经历了2011-2012年快速扩张后，公司2013年业绩将呈现平稳增长态势，随着新拓展园区明后年开始规模化贡献利润，公司2014-2015年业绩或将迎来向上拐点。

（一）园区相关业务收入将稳步增长

1、预计2013年园区相关业务收入达42亿元，其中，高毛利率的产业发展服务收入有望达到20亿元，增长较快。公司2011年、2012年新增签约投资额分别达到129亿元和279亿元，较往年有大幅增长。考虑到园区相关业务收入确认的滞后性，我们认为2013年公司园区相关业务收入将较2012年有进一步的提升，整体约为40亿元，同比增长11%。

2、新拓园区后续将持续发力。2011-2012年，公司产业新城项目得到大规模异地复制，在环上海地区、沈阳地区陆续拓展了10余个园区项目，其中苏家屯、镇江、无锡等园区已经开始拿地开发，我们预计2014-2015年左右异地园区将规模化贡献利润，届时园区相关业务收入增速将进一步提升。

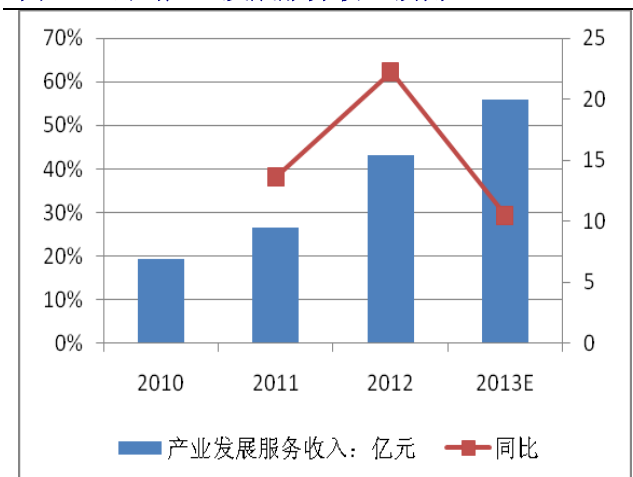
3、入园企业质量逐步改善。2012年新增签约入园企业45家，比2011年有所减少，但入园企业平均签约投资额达到了6.2亿元，是2011年的4倍多，随着园区经营理念的成熟，公司日益重视园区合作企业的质量，这有助于公司园区业务保持高效增长。

（二）房地产结算资源稳步增长，毛利率前低后高

1、2013年可结算资源大幅增长。公司2013年计划竣工面积284万平米，预计对应的结算面积约为212.7万平米，同比增长90%。同时，随着苏家屯、无锡、镇江等异地园区房地产业务在2014年开始贡献利润，公司未来结算规模将保持稳步增长态势。

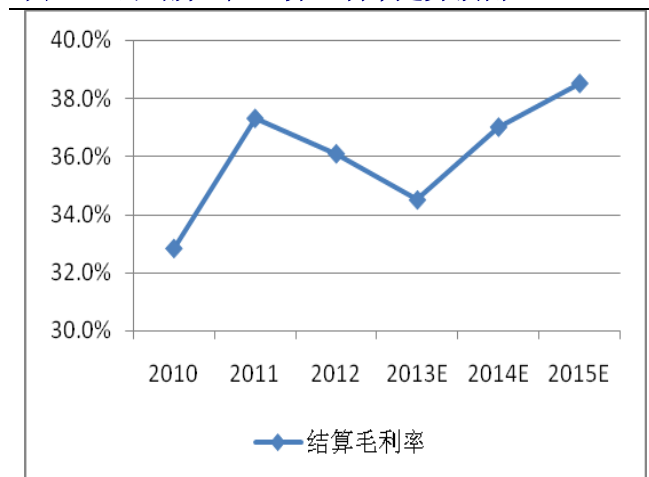
2、2012年降价导致2013年房地产结算毛利率将有所下滑，2012年4季度以来的涨价因素将导致2014年-2015年结算毛利率的提升。由于公司2012年房地产项目销售均价6500元，较2011年下降8%，这将导致2013年房地产结算毛利率出现下滑。与此同时，考虑到2012年4季度以来公司销售项目价格显著上涨因素（固安项目销售价格从6500元上涨至目前的8500元，涨幅达30%），这将导致公司2014-2015年结算毛利率的显著提升。

图 10：公司产业发展服务收入预测



来源：公司公告、新时代证券研发中心

图 11：公司房地产业务毛利率走势预测

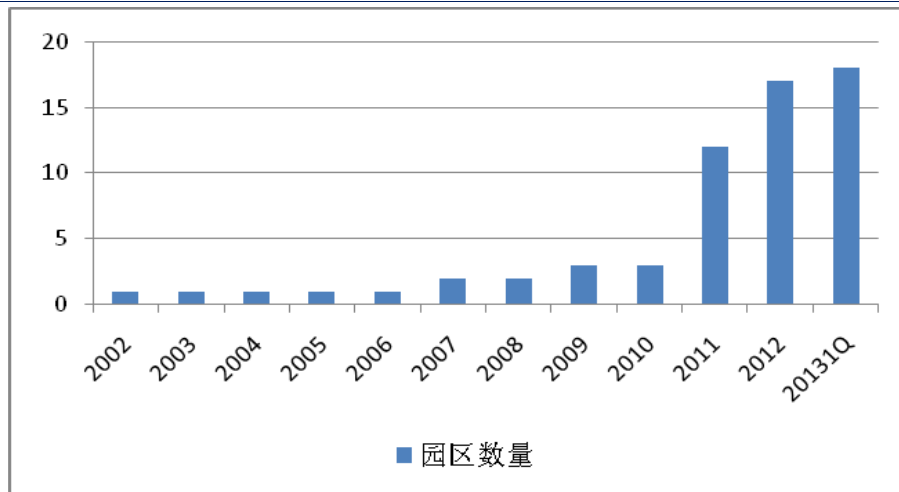


来源：公司公告、新时代证券研发中心

（三）首次关于给予“买入”评级

预计公司2013-2015年EPS分别为2.66元、3.50元、4.53元，6月3日30.17元收盘价对应动态PE分别为11.3X、8.6X、6.6X，公司园区项目于2011-2012年大量异地复制，考虑到平均2-3年的培育期，2014-2015年将是检验公司经营模式能否成功异地复制的重要事件窗口。我们认为，公司经营战略和经营模式符合中国未来城镇化和产业化发展趋势，成功复制概率较大。首次关注给予公司“买入”投资评级。

图 12：公司园区数量变动图



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

五、风险提示

- 1、房地产市场政策调控超预期，销售低于预期；
- 2、宏观经济波动等导致园区招商及投资进度低于预期；
- 3、结转低于预期。

表4：华夏幸福盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4192266	6289407	7938962	9687807	营业总收入	1207694	1822952	2301067	2807961
货币资金	555648	837573	1057247	1290144	营业成本	728801	1146545	1430497	1713623
应收账款	141102	142240	179546	219098	营业税金及附加	78450	118492	149569	182517
其他应收款	137472	274401	346369	422670	销售费用	71821	71821	71821	71821
预付款项	130024	180998	228469	278798	管理费用	77733	120315	151870	185325
存货	3228021	4854196	6127331	7477098	财务费用	(1819)	(1641)	(2071)	(2527)
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1115	0	0	0
非流动资产	30571	55141	69603	84936	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	1832	3657	4616	5633	投资净收益	-111	0	0	0
固定资产	20443	40495	51115	62375	营业利润	251481	367421	499382	657204
无形资产	8295	10989	13872	16927	营业外收入	648	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	163	0	0	0
资产总计	4319345	6446807	8137643	9930255	利润总额	251966	367421	499382	657204
流动负债	345234	412939	1184269	1359127	所得税	46299	65294	82466	108284
短期借款	67000	84381	106512	129976	净利润	205667	302127	416916	548919
应付账款	267797	297597	375650	458400	少数股东损益	8309	12370	16243	21020
其他流动负债	10436	30960	39080	47689	归属母公司净利润	178362	235028	308611	399388
非流动负债	522820	464761	331513	361531	EBITDA	254189	362850	497326	654691
长期借款	522820	464761	331513	361531	EPS (元)	2.02	2.66	3.50	4.53
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3823485	5605088	6820020	8279368					
少数股东权益	64215	191498	361095	294972					
实收资本	88192	88192	88192	88192					
资本公积金	1586	1586	1586	1586					
留存收益	341867	560443	866750	1266138					
归属于母公司所有者权益	431644	650220	956528	1355915					
负债和所有者权益总计	4319345	6446807	8137643	9930255					

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增速	76.22%	50.94%	26.23%	22.03%
营业利润增速	0.00%	31.17%	31.31%	29.41%
净利润增速	225.46%	31.77%	31.31%	29.41%
获利能力				
毛利率	41.93%	37.11%	37.83%	38.97%
净利率	16.42%	13.57%	14.12%	14.97%
ROE	467.22%	45.18%	38.62%	36.98%
ROIC	12.00%	14.20%	15.56%	16.54%
偿债能力				
资产负债率	78.43%	86.94%	83.81%	83.38%
净负债比率	7.29%	-34.09%	-46.85%	-48.24%
流动比率	1.91	1.28	1.28	1.28
速动比率	0.36	0.20	0.20	0.20
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.34	0.32	0.31
应收账款周转率	57.19	12.87	14.30	14.09
应付账款周转率	4.00	4.06	4.25	4.11
每股指标(最新摊薄\元)				
每股收益	1.54	2.66	3.50	4.53
每股经营现金流	(1.33)	3.20	2.49	2.64
每股净资产	5.93	9.54	14.94	18.72
估值比率				
P/E	15.49	11.76	8.95	6.92
P/B	5.28	3.28	2.10	1.67
EV/EBITDA	22.90	20.53	17.32	14.93

资料来源：新时代证券研究发展中心

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$
增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$
中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$
减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

免责声明：

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319