

证券研究报告—动态报告公司快评
房地产
房地产开发 II
华夏幸福 (600340)
重大事件快评
谨慎推荐

(首次评级)

2011 年 12 月 21 日

开发区投资运营专家

证券分析师: 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询职业资格证书编码: S0980510120051

证券分析师: 黄道立

0755-82133397

huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询职业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 方焱

0755-82130648

fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询职业资格证书编码: S0980510120001

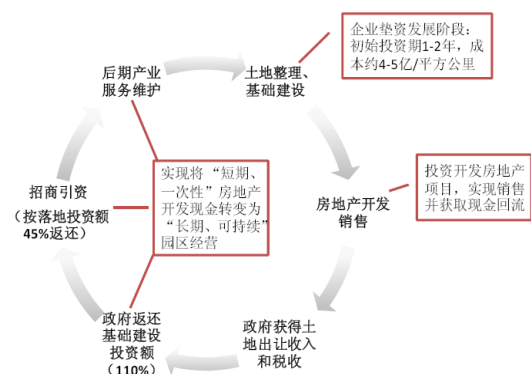
事项:

华夏幸福(600340)近期股价表现强劲,12月15日至20日股价累计涨幅达13.54%,跑赢证监会房地产行业指数10.17个百分点,跑赢沪深300指数11.99个百分点。

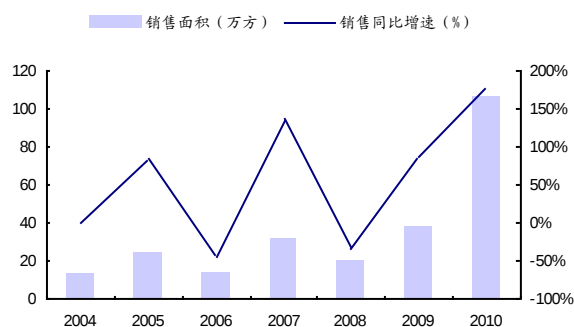
评论:

■ 商业模式优,“园区+地产”协同作战,相得益彰

华夏幸福前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司,成立于1998年。09年3月筹划借壳ST国祥(600340)上市,方案于今年8月30日经过证监会审核获得有条件通过,9月份正式完成。在多年的发展中,公司形成了“工业园区+房地产开发”的独特模式和清晰战略:(1)与政府签约,垄断片区一级开发,进行土地整理与配套设施建设,政府通过收税和卖地赚取收益并支付公司一级开发的成本;(2)代政府招商引资发展产业,并为园区提供服务(3)利用一级开发优势低价获取大片房地产开发用地;(4)通过住宅销售回笼资金并为政府提供GDP和税收;(5)政府通过收税和卖地赚取收益并支付公司一级开发的成本。如此模式下,公司利润多面开花,最终将在一级开发、园区经营、房地产销售及政府返还等多方面实现收益。同时,此种模式也使公司在不同市场环境之下进退自如,面对商业住宅开发低迷周期,依仗一级开发和园区经营获得稳定回报;周期上升时,利用一级开发成本优势获取大量土地储备快速扩张。经过多年积累,公司目前住宅土储建面储备(含潜在)已约达1500万平,启动园区约43平方公里,战略规划园区规模超150平方公里。同时,得利于低成本锁定土地储备的轻资产开发模式,公司ROE水平达30%以上。

图 1: 公司 “工业园区+房地产开发” 的独特模式


资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

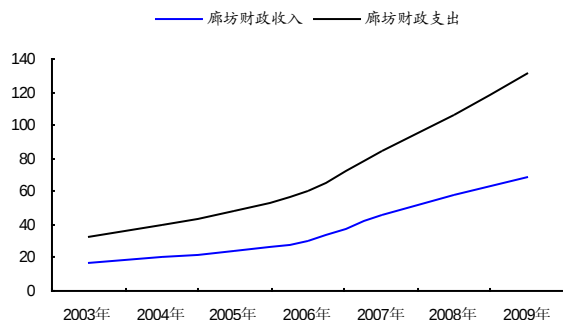
图 2: 公司近年销售实现高增长


资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 落地投资返还的园区盈利模式，在地方财政捉襟见肘之时，公司有望获得持续低价拿地机会

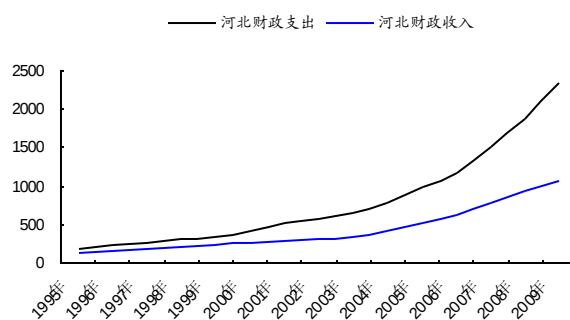
根据协议规定，公司招商引资业务中，企业进入园区含土地购买、厂房建设和固定资产购买的落地投资额的 45% 将作为产业服务收入。根据过去几年河北省和廊坊市的财政收支情况看，地方财政支出压力较大。如此背景之下，若财政吃紧导致落地投资返还难以顺利实施，地方政府或将采取以土地替代投资返还的补偿方式，使公司持续以较低价格获得土地储备。只要公司招商引资的优势在，就存在土地无限供应的想象空间。

图 3：廊坊市财政收支对比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：河北省财政收支对比

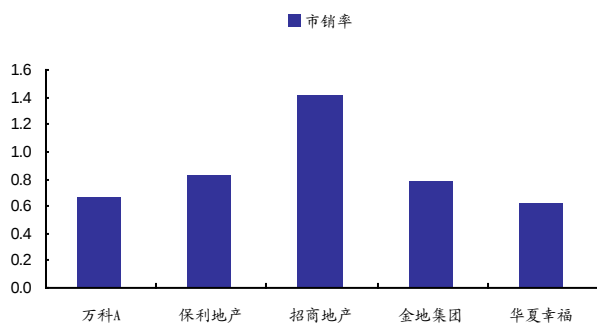


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

■ 调控带来新机遇，住宅销售 2011 步入收获期，预计全年销售可达 160 亿元

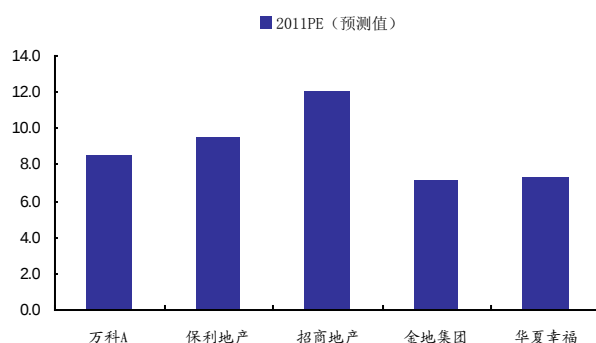
公司住宅项目主要分布在距离北京市中心 30-50 公里的潮白河、永定河、大运河、八达岭附近。2010 年 11 月，根据国务院“十二五规划”和“环首都经济圈”的战略规划，怀来和涿鹿并为“京北新城”，区号变更为“010”，这将直接利好公司住宅项目。同时，2010 年以来的楼市调控也为公司带来新机遇。北京限购政策异常严厉，挤出需求向北京周边转移大旺公司项目销售。根据公司三季报披露数据，截止三季度末，公司销售商品提供劳务收到的现金已达 115.9 亿元，账面预收款达 160.7 亿元。我们预计公司 2011 年全年销售额将达 160 亿元，若此，以 20 日收盘市值 99.13 亿元计算，公司市销率将仅为 0.62，低于保招万金等龙头水平。

图 5：华夏幸福市销率与龙头公司对比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：华夏幸福 2011 年估值水平与龙头公司对比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

■ 财务稳，资债优，估值低廉，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级

公司三季度末扣除预收账款的资产负债率仅为 21%，账面货币资金达 34.74 亿元，完全能覆盖有息负债（约 22.4 亿），160.7 亿元的预收账款锁定业绩约 4 元/股（按 15% 净利润率估算），前三季度 EPS 已达 1.97 元，预计全年有望达到 2.3 元，2012 年达到 3 元，对应 PE 为 7.3x 和 5.6x，根据 1500 万方土地储备测算 RNAV 约为 30 元/股，目前 P/RNAV 为 0.562，折价 43.8%，估值低廉，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

■ 风险提示

- (1) 季报披露的销售情况无法得到房企销售 TOP30 排行榜的佐证;
- (2) 未来销售保持高增长的持续性?
- (3) 招商引资落地投资返还, 地方政府能否按时兑现存在不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	59	433	1520	3436
应收款项	40	1054	1486	1414
存货净额	46	871	1116	1308
其他流动资产	5	317	422	516
流动资产合计	151	2676	4546	6677
固定资产	165	4	5	6
无形资产及其他	47	46	44	42
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	364	2725	4595	6725
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	49	827	1084	1244
其他流动负债	40	569	761	911
流动负债合计	89	1397	1844	2154
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	89	1397	1844	2154
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	275	1329	2751	4571
负债和股东权益总计	364	2725	4595	6725

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.02	2.30	3.00	3.86
每股红利	0.01	0.51	0.58	0.76
每股净资产	1.89	2.26	4.68	7.77
ROIC	2%	225%	158%	182%
ROE	1%	102%	64%	50%
毛利率	23%	45%	45%	45%
EBIT Margin	2%	30%	30%	30%
EBITDA Margin	7%	30%	30%	30%
收入增长	38%	2348%	28%	24%
净利润增长率	-70%	60909%	31%	29%
资产负债率	24%	51%	40%	32%
息率	0%	12%	14%	18%
P/E	1,106.3	7.3	5.6	4.4
P/B	8.9	7.5	3.6	2.2
EV/EBITDA	142.6	6.0	4.9	4.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	253	6184	7928	9799
营业成本	196	3422	4370	5388
营业税金及附加	1	65	105	133
销售费用	30	343	432	534
管理费用	23	490	634	782
财务费用	0	(6)	(24)	(62)
投资收益	0	(12)	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	0	1859	2411	3025
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	2	1859	2411	3025
所得税费用	0	507	646	756
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2	1351	1765	2269

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2	1351	1765	2269
资产减值准备	0	169	2	3
折旧摊销	14	19	20	22
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	0	(6)	(24)	(62)
营运资本变动	38	(674)	(333)	98
其它	0	(169)	(2)	(3)
经营活动现金流	57	696	1452	2388
资本开支	(38)	(25)	(22)	(23)
其它投资现金流	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(25)	(22)	(23)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1)	(297)	(343)	(449)
其它融资现金流	(41)	0	0	0
融资活动现金流	(42)	(297)	(343)	(449)
现金净变动	(25)	374	1087	1916
货币资金的期初余额	84	59	433	1520
货币资金的期末余额	59	433	1520	3436
企业自由现金流	17	676	1412	2318
权益自由现金流	(23)	680	1430	2365

相关研究报告:

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。