2011 年 12 月 26 日

华夏幸福（600340.SH） 房地产

园区开发航母扬帆起航

公司深度研究

◆优越的盈利模式——固安模式

公司主营业务为通过与政府签订园区整体的排他性协议，为政府提供工业园区的开发、建设、招商、运营管理的园区开发一体化服务企业。

公司的盈利主要来自于房地产开发（园区一般有 30%住宅用地）以及招商引资额的高比例返还（园区管委会按照落地投资额的 45%进行返还）。该盈利模式具备其他地产所不具备的非常突出的优点：

-收入弹性大，而成本相对固定，盈利存大幅超预期可能

-零成本锁定大量廉价土地储备，轻资产的地产开发模式

-园区与地产业务互相促进

-模式切合地方政府需求，区域上选择多，可复制性强

◆固安模式将快速在全国各地复制

全国各地园区发展质量残次不齐，在地方政府极力追求 GDP 的背景下，地方政府对公司这样拥有强大园区开发能力的企业需求极大。固安模式企业与政府共赢，政府需求大，该模式已成为河北省政府鼓励在各大园区进行复制的模式，已成为园区开发著名品牌。该模式竞争者难以模仿，模式复制对区域要求也低。

◆现有园区已进入快速发展期，园区新签约量也暴增

现有处在在开发状态的三个园区处在环首都经济圈，恰逢北京产业外迁时代，在开发中的园区都已度过初期阶段，进入快速发展期。

这三个开发园区足以支撑未来三年复合 40%以上增长率。

新签约园区量更是几何级数增长。

◆现有储备已巨大

公司现有土地储备 1000 万平方米，还有潜在土地储备（为已签约委托开发，但公司尚未获取，我们认为公司以后取得的可能性极大，按照占委托面积 30%计算）1.1 亿平方米。

◆未来 2 年业绩锁定率超 100%，估值极低

业绩锁定极高。可预期的未结算业绩每股 10.3 元，其中房地产 4.35 元，产业发展服务 5.95 元。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.3 元、3.2 元、4.8 元。分别给予房地产业务 2011 年 12 倍、产业发展服务 2011 年 15 倍的估值水平，合理估值 29.8 元。最新股价为 16.72 元。至少还有空间 78%，强烈建议买入。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	183	253	5,520	8,003	12,045
营业收入增长率	-39.29%	37.75%	2085.18%	44.98%	50.51%
净利润（百万元）	7	2	1,354	1,884	2,828
净利润增长率	-119.23%	-70.33%	61051.13%	39.12%	50.08%
EPS（元）	0.05	0.01	2.30	3.20	4.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.74%	0.81%	72.15%	50.09%	42.92%
P/E	356	1,198	7	5	3

（买入）

当前价/目标价：16.72/29.80 元

目标期限：6 个月

分析师

万知 (执业证书编号：S0930511010010)

021-22169102

wanzhi@ebscn.com

联系人

姚望

021-22169310

yaowang@ebscn.com

市场数据

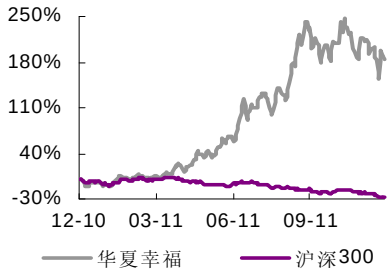
总股本(亿股)： 5.88

总市值(亿元)：97.89

一年最低/最高(元)：7.75/20.90

近 3 月换手率：48.03%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.60	1.42	213.37
绝对	-0.77	-14.17	185.35

投资要件

关键假设：

1. 政府对园区鼓励采用市场化运作方式，引入公司制开发模式的方针政策不变。包括鼓励大量吸纳国内外资本和民营企业投资于开发区建设、形成以政府为主导企业为主体的招商工作促进机制等园区开发市场化措施。

2. 对于市场化模式的代表固安模式，政府保持一贯的支持。

3. 园区管委会及时按协议进行招商引资及其他费用结算。

我们区别于市场的观点

1、 公司独创的固安模式切合政府利益，不仅在北京周边园区能够成功复制，在外域同样能够获得成功。

2、 园区管委会的支付能力前期取决于土地出让收入，后期随着园区发展，土地出让收入占比将逐步缩小。事实上，只要房地产项目销售顺利，土地出让收入完全能够覆盖园区管委会需要支付给企业的建设和招商引资返还资金，盈余仍有土地出让净收入的 48%，支付能力没有问题。

3、 相比以往较为成型的一级开发土地分成模式（企业分成比例为土地出让净收入的 50%），招商引资返还金额占土地出让净收入的比重要小，且企业为政府提供的服务更多，园区管委会给予招商引资业务的高比例返还从经济角度合理性要更强。越来越多地方政府接受固安模式，政府违约的概率极低。

4、 公司房地产业务特点显著，零成本锁定大量廉价土地储备，轻资产的地产开发模式，产品以性价比著称。

5、 公司目前房地产项目为低价、高品质洋房与别墅，已形成强大的品牌优势，需求群体主要为北京溢出的中高端需求以及园区人员居住需求，项目也不限购，园区与地产互相促进，需求较为稳定，不会大起大落。

6、 公司目前所签约委托园区业务至少足够 10 年开发，不考虑外域复制，现有价值已经远超目前市值。

股价上涨的催化因素

1、 签约新的园区。

2、 优异的业绩不断得到兑现。

3、 处在开发初期的园区项目获得成功，再次验证公司模式的优越性。

4、房地产项目销售超预期。

估值与目标价

我们认为公司应享受比传统地产公司更高的的估值水平。

首先，公司庞大的土地储备并不需要进行重资本的投入，签订园区整体委托开发协议后，占园区 30%的住宅用地即可作为公司的潜在土地储备。

其次，由于没有竞争者，潜在土地储备转化为实际土地储备的节奏，公

司相对可控，且土地储备价格较低由。

我们预计公司房地产 2011-2013 年每股收益分别为 1.2、2.0、3 元。

从地产业务 NAV 的角度来看，我们测算得出公司目前已取得土地证的土地储备 NAV 为 27.6 元（不含招商引资业务）。

由于公司取得土地储备的模式与传统企业完全不同，土地储备随时可能发生较大规模变化，我们认为在运用重估净资产法对于公司这种模式的企业不能完全反应企业价值。

结合重估净资产和公司近几年业绩，保守给予房地产业务 2011 年 12 倍的估值水平。**值得关注的是，公司三季度末房地产业务已拥有 160 亿元预收账款，锁定业绩 4.35 元。未来两年结算。**

招商引资业务同样具有轻资产、高回报、业绩锁定性强、增长极快的特点。

园区在度过前期的发展初期后，招商引资将进入爆发期。在公司开发中的三个园区，固安、潮白河、怀来都在快速发展前夜，且随着其他园区的开发，招商引资业务的快速增长也是可长期持续的。

招商引资业务业绩的锁定程度同样非常高。我们以园区目前企业已签约的协议投资额，考虑一定的流失率以及落地投资额占比，扣除公司已与政府结算的落地投资额返还，测得在现已签约的投资协议按正常流失率完成投资的情况下，公司招商引资业务每股有 5.95 元业绩未结算，该业绩的结算需要在未来 7 年完成。

保守给予招商引资业务 15 倍估值。

招商引资业务我们预计 2011-2013 年贡献净利润 6.38、7.05、15.2 亿元，每股收益 1.1、1.2、1.8 元。

总体看，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.3 元、3.2 元、4.8 元。分别给予房地产业务 2011 年 12 倍、产业发展服务 2011 年 15 倍的估值水平，合理估值 29.8 元。最新股价为 16.72 元。至少还有空间 78%，强烈建议买入。

投资风险

1、 政府鼓励民营资本参与园区开发的方针发生变化，导致公司盈利模式发生变化。

2、 园区管委会违约，未按期支付各项费用，导致公司开发进程放缓。

3、 公司房地产项目销售显著弱于楼市整体水平。

4、地产股估值水平出现系统性下降。

目　　录

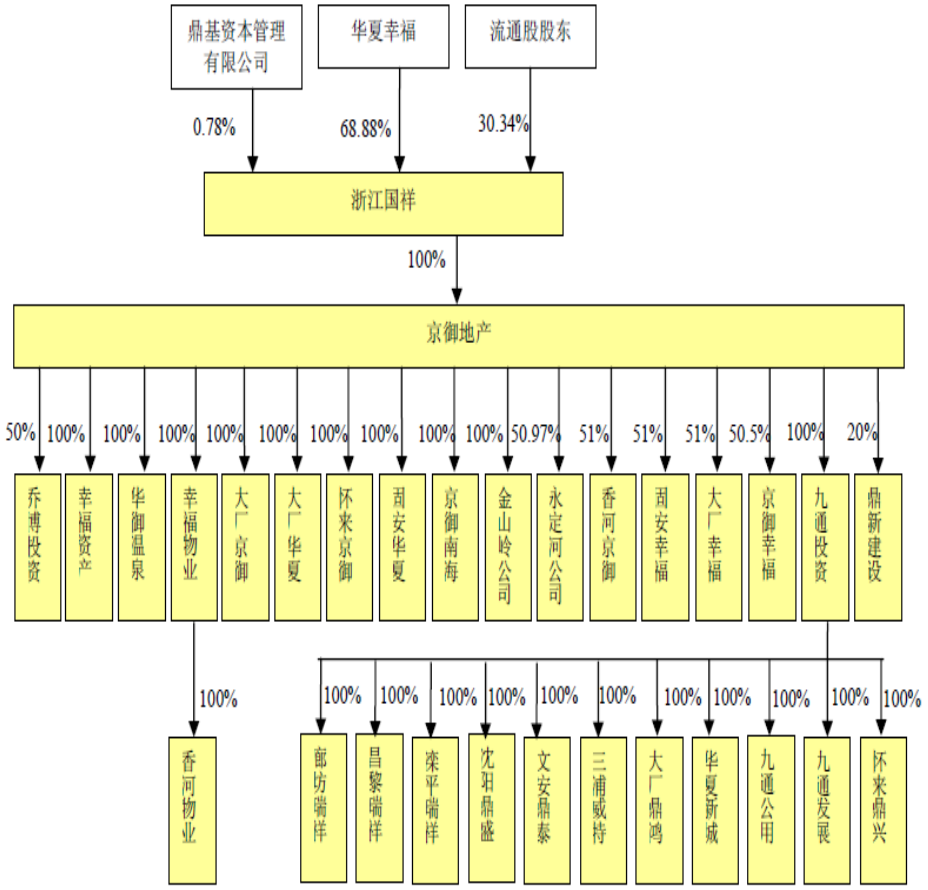
一、公司概况 6
二、独创的固安模式成为园区开发楷模 7
2.1 传统园区开发模式缺陷较多 8
2.2 固安模式获巨大成功，成为园区开发楷模 9
2.2.1 固安工业园简介 9
2.2.2 固安工业园区开发的创新模式 9
2.2.3 区域整体规划：工业园区+生态小镇（地产） 11
2.2.4 专业化的招商引资 11
2.2.5 企业与政府双丰收 11
2.2.6 固安工业园区开发项目管委会与企业 2006-2010 的五年现金流 14
三、固安模式中企业盈利模式极为优越 15
3.1 各项业务均具备成本低且固定特点 15
3.2 收入弹性大，大幅超预期可能性极大 15
3.3 零成本锁定大量廉价土地储备，轻资产的地产开发模式 16
3.4 园区与地产业务互相促进 16
3.5 模式切合地方政府需求，区域上选择多，可复制性强 16
3.6 风险极低，投资两年后，盈利与现金流将快速增长 16
四、“固安模式”将迅速复制 17
4.1 追求 GDP 的机制下，地方政府对园区固安模式需求极大 17
4.2 政策大力支持 17
4.3 固安模式门槛高，少有竞争对手 17
4.4 模式复制对区域要求低 18
五、固安模式快速复制中 18
5.1 开发中的园区（固安、大厂、怀来）发展迅速 18
5.1.1 大厂潮白河工业园区 18
5.1.2 怀来生态新城 20
六、房地产已形成京郊生态小镇连锁品牌——孔雀城 21
6.1 永定河孔雀城 22
6.2 潮白河孔雀城 24
6.3 大运河孔雀城 25
6.4 八达岭孔雀城 26

七、极大受益于环首都经济圈、京北新城 28
八、环首都之外的可复制性也很强 29
8.1 园区开发三阶段模型 29
8.2 启动区开发三阶段的理论现金流模拟： 30
8.3 各种指标数值的假设条件 31
九、极为健康的资产负债表支持快速扩张 32
十、关键问题分析 33
10.1 关于园区财政支付能力 33
10.2 关于政府支付意愿 34
10.3 关于落地投资额的高比例返还 35
十一、公司价值被严重低估，强烈建议买入 36
11.1 确定性较强的未结算业绩每股 10.3 元 36
11.2 业绩预测 37
11.3 公司应享受比传统地产公司更高的估值 38
11.4 强烈建议买入 39

一、公司概况

华夏幸福基业股份有限公司，成立于 1998 年，10 多年来专注于为政府提供工业园区的开发、建设、招商、运营和管理的园区开发一体化服务。公司具体业务分为两大类，一是房地产开发，即整个园区的住宅用地的开发；另一业务则是整个园区的区域开发和运营服务业务，包括园区的基础建设、土地整理、工业厂房的开发、招商引资以及企业入园后的物业管理服务，通过旗下子公司九通投资来进行。

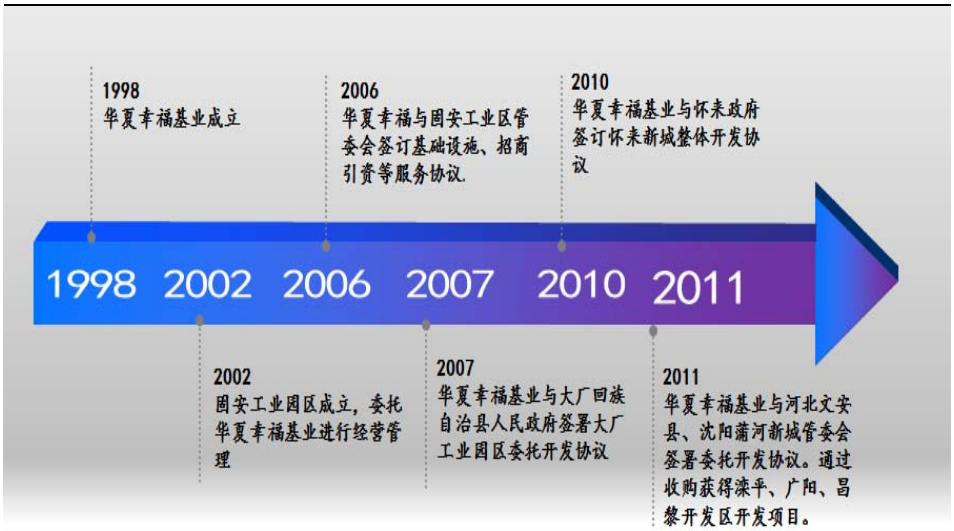
图表 1：华夏幸福基业股权结构图：



资料来源：公司收购报告书、光大证券研究所

公司开发的固安工业园区获得巨大成功，“固安模式”也被河北省商务厅作为范例在园区开发领域推广。同时还被作为园区开展市场化运作和利用闲置土地等一系列工作的试点园区，公司的固安模式获得政府青睐，公司也将此模式快速向外复制，取得卓著成效。近几年已拓展至 8 个园区。

图表 2：华夏幸福发展历程



资料来源：公司收购报告书、光大证券研究所

包括：位于天安门正南 50 公里的固安工业园区（60 平方公里），位于国贸正东 30 公里的大厂潮白河工业区（83.15 平方公里），以及位于八达岭长城脚下、官厅湖畔的京北生态新区（121.72 平方公里）等等。

已签约未开发的园区还有河北文安县鼎泰园区（21 平方公里）、沈阳沈北新区（10 平方公里）、廊坊九州现代经济区（15 平方公里）、昌黎工业园及黄金海岸区（15 平方公里）、滦平金山岭长城文化旅游园区（75 平方公里）。

已签约的正在开发以及待开发的园区总面积达 400 平方公里，合占地面积 4 亿平方米。

图表 3：公司签约项目一览

	所属区域	位置	签约日期	委托面积（平方公里）
在开发项目				
固安工业园区	河北廊坊	天安门正南50公里	2002 年	60
大厂工业园区	河北廊坊	国贸正东 30 公里	2007 年	83.15
怀来新城	河北怀来	八达岭长城脚下	2010 年	121.72
在开发项目小计				**264.87**
待开发项目				
文安县鼎泰园区	河北廊坊	河北廊坊	2011 年	21
蒲河新城	辽宁沈阳	沈北新区	2011 年	10
九州现代经济区	河北廊坊	廊坊市广阳区	2011 年	15
昌黎工业园区及黄金海岸区	河北昌黎	河北昌黎	2011 年	15
滦平金山岭长城文化旅游园区	河北省滦平县	河北省滦平县	2011 年	75
待开发项目小计				**136**
总计				**400.87**

资料来源：公司报告 光大证券研究所

二、独创的固安模式成为园区开发楷模

传统园区开发模式缺陷较多，成为阻碍园区发展的重要因素。公司独创固安模式实现企业与政府双赢，成为园区开发的楷模，被大规模推广。

2.1 传统园区开发模式缺陷较多

园区开发能否成功的两大关键点在于：一、前期的基础设施建设投入大，政府收入来源却只能靠卖地，找投资方是难点。二、招商引资工作。

国内较为常见的几种园区开发模式有在这两点上都存在较大的缺陷：

政府模式。即当地政府成立公司，用当地财政力量来进行园区的规划和开发，出让园区住宅用地给开发商进行商品房开发，政府自行进行招商引资，出让工业用地给企业进行厂房建设。

这种模式下，地方政府往往受困于财政，导致初期园区难以启动，后期急于通过卖地来获得现金回流，导致招商引资工作质量低下。

企业自建。即企业根据自己对园区的需求，自行建造生产基地，参与到园区建设中来。

企业自建模式可解决资金问题，但入驻园区的各企业都从自身企业角度来建造园区，造成整个园区定位的偏差以及的整体不经济现象。寻找大企业进行自建的模式下，招商引资难度也是非常大。

完全市场化。即开发商自己从园区购地，进行开发和销售或者出租。

这种模式下，园区整体缺乏协调性的发展规划，定位模糊，开发秩序混乱。

政企合作。即由政府来对园区进行产业定位和发展规划，委托园区开发企业进行一级开发和产业招商及服务。如张江高科园区。

政企合作的模式要优于前三种，既能解决前期资金投入量大的问题，又不会使园区在没有整体规划主导的情况下出现功能区 混乱，实际与规划出入过大的局面。

但在我国，园区开发的政企合作模式并没有真正被运用好。在我国，由于政府没有进行让利，政企合作大多只是表面上的政企合作，但实质上仍是政府自行开发的模式。

即园区的开发企业基本上都是隶属于该园区管委会，而管委会隶属于地方政府，并不是外部企业来参与。企业只是政府的影子。

这样的模式带来两个问题，一是仍是内部企业进行开发，资金来源仍然是老大难；二是这类模式中，企业主要负责园区土地一级开发、二级土地开发（须通过招拍挂获得）以及招商引资工作，这些业务盈利程度都比较低，一级开发仅按照10%左右的毛利率进行建设费用偿付，二级开发跟园区外的企业比优势不明显，甚至有时候为保持园区地价水平，需要高价拿地。招商引资就更不用说，没有任何额外的收入，却替政府开展了多项投入极大的业务。

图表 4：传统开发模式缺陷示意

资料来源：光大证券研究所

政企合作到最后大部分都是政府自己开发。根本原因是民营资本不愿意进入园区开发领域。园区开发前期投入大，基础设施建设利润薄，这部分投入资金大，但收益低，只能通过参与二级开发获得利润。这样一来，这种前期投入大，见效慢，后期参与二级开发获得利润的模式相对于直接参与二级开发的地产企业来说，丝毫没有吸引力。缺乏好的开发机制，是我国的园区发展进程缓慢的重要原因。

2.2 固安模式获巨大成功，成为园区开发楷模

鉴于上述开发模式存在各式各样的缺陷，公司在 2002 年开展区域开发业务后，在固安工业园区创造性的采用“政府主导，企业运作”的运营机制，在明确权、责、利的基础上，按照“市场化运作、企业化运作、专业化招商、标准化管理、个性化服务”的模式进行运作。获得了巨大成功，被誉为“固安模式”。河北省商务厅要求在全省推广。

我们从固安工业园区开始来探究固安模式成功的奥秘。

2.2.1 固安工业园简介

固安工业园区，曾用名“廊坊经济技术开发区固安园区”、“廊坊市固安工业园区”，位于河北省廊坊市，2002 年，园区奠基，固安工业园区正式启动。

固安工业区位于天安门正南 50 公里处，地处大北京核心区，符合“一小时工业区”的区位交通条件。

由于 2004 年左右，国家对全部园区进行了一次清理整顿，因此，固安工业区真正开始发展是在 2006 年。

2.2.2 固安工业园区开发的创新模式

2006 年 4 月 6 日，三浦威特、固安工业园区管委会签署《河北固安工业园区基础设施委托开发协议》、《河北固安工业园区综合服务协议》即其他委托开发协议。委托期限 50 年。创新的园区开发模式给固安工业园区注入新的活力，此后，该园区发展极为迅猛。

该模式的运作模式为：在政府主导，企业化运作的背景下，公司在园区还未起步之时，即与政府签订排他性的园区整体委托开发协议，由公司对园区进行前期规划、基础设施建设、土地整理、商品房开发、工业厂房开发、园区招商引资以及企业入园后的物业管理服务，政府仅提供行政方面的服务和管理。

在该模式下，企业主要盈利来自于以下几方面：

- 基础设施建设：

  园区管委会每年与企业结算上一年度竣工的单个基建项目（按项目竣工而不以年度为结算周期），管委会按照基建成本加成 10%作为委托费用支付给公司。管委会可以一次性支付，也可以选择分期支付，但分期不得超过 3 年。

- 土地整理及园区综合服务：

  园区管委会每年与企业结算上一年度的委托费用，同样也是按照成本加成 10%支付给公司，在支付周期上，管委会可以一次性支付，也可以选择分期支付，但分期不得超过 3 年。

- 招商引资服务：

  招商引资服务的收益由园区实际发生的落地投资额决定，管委会每年以上一年园区新增落地投资额的 45%作为委托结算费用，支付给公司，管委会可以选择一次性支付，也可以选择分期支付，但分期不能超过 5 年。

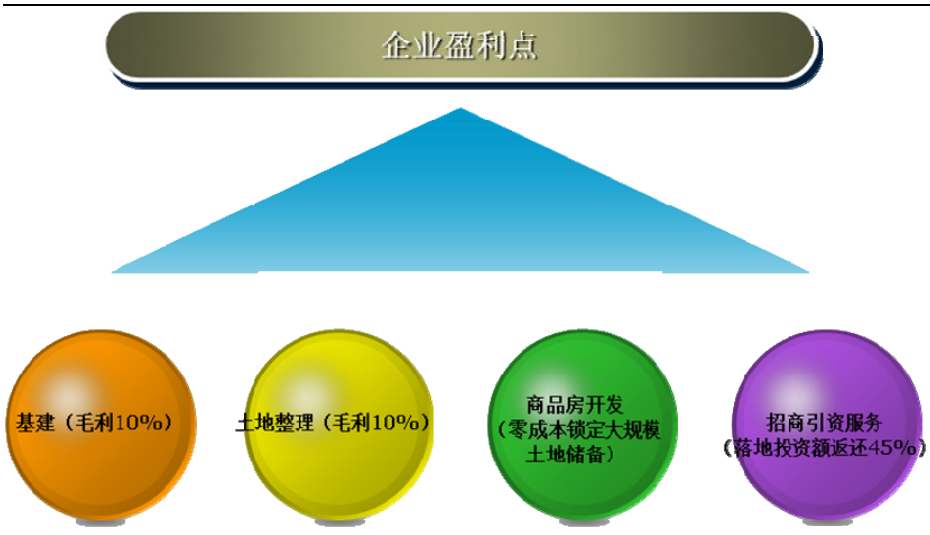
- 住宅和工业地产开发：

  园区有 30%的住宅用地，公司通过招拍挂拿地，进行大规模的宜居的商品房开发。

注：根据公司的资产收购报告书，新增落地投资额的定义为：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。

可以看出，**公司在开发固安园区时，主要的盈利来源为商品房销售和招商引资服务。这样就大大提高了参与园区开发企业的利润空间，将前期资金需求以及后期招商引资工作有机结合起来。**

图表 5：公司盈利模式示意



数据来源：光大证券研究所

2.2.3 区域整体规划：工业园区+生态小镇（地产）

在园区整体规划上，确立园区+地产的整体定位。园区与地产业务互相促进，形成协同效应。

园区定位：

公司先后聘请享誉海内外的著名咨询公司为园区进行整体规划和产业定位，考虑到北京的产业外迁的背景，固安工业园区确立了“电子信息产业”、“汽车零部件”、“现代装备制造业”三大主导产业。

地产定位：房地产业务方面，紧密结合园区区位以及市场需求特点，将目标客户群体定位在两类人群。一是向往郊区田园生活的都市中产；一是园区内企业职工。保持离市区 1 小时路程之内，且总价较低，从几十万到 200 万不等，以市区普通住宅的价格可以在该项目购买联排甚至是独栋别墅。

2.2.4 专业化的招商引资

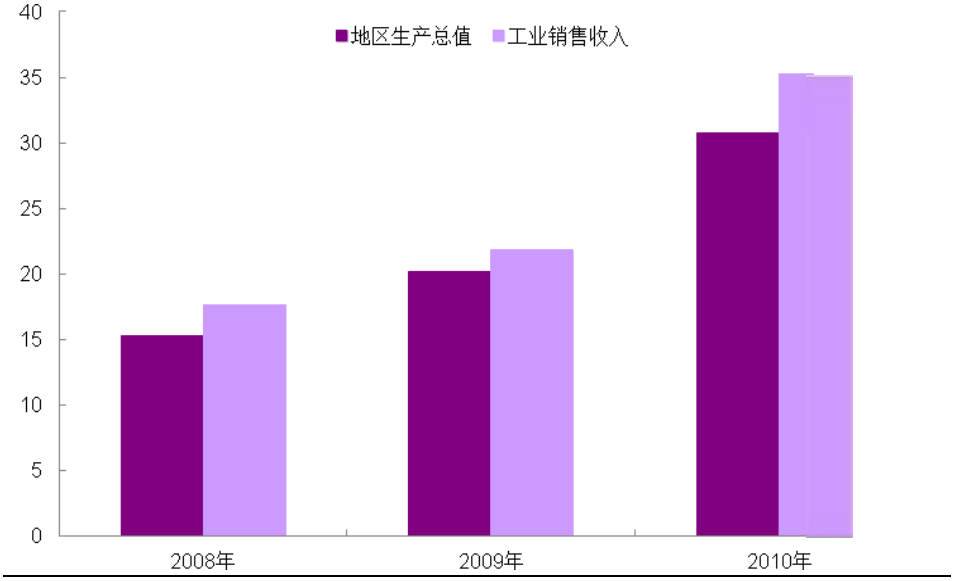
在招商引资方面，园区管委会给予高比例的返还奖励以促进招商工作的开展。公司下设一个专业化的招商中心，拥有 500 人的团队，建立起庞大的客户关系管理（CRM），运用各种先进化的手段进行园区招商。

2.2.5 企业与政府双丰收

固安工业园区通过创新的合作模式，实现脱胎换骨的变化，增长极其迅速。

近几年固安工业园 GDP 年均增长为 95.2%，产值近三年复合增长率达 42%，从 2008 年的 15.3 亿元增长至 30.7 亿元，工业销售收入也从 17.6 亿元增长至 35.2 亿元。

图表 6：固安工业园区近年经济指标（亿元）



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

在园区得到快速发展同时，企业与政府均实现了极为可观的收益。

◆ 政府收益丰厚

经过几年的发展，固安工业园区财政收入已经占到固安县财政的 70%，而园区自 2007 年至今的土地出让收入达到 37 亿元，更是是固安县财政收入的 7 倍多。事实上，政府不仅获得了 GDP、就业和财政收入，也获得了城市形象的

大幅提升，在以 GDP 为纲的体制下，园区为地方业绩作出了巨大贡献。

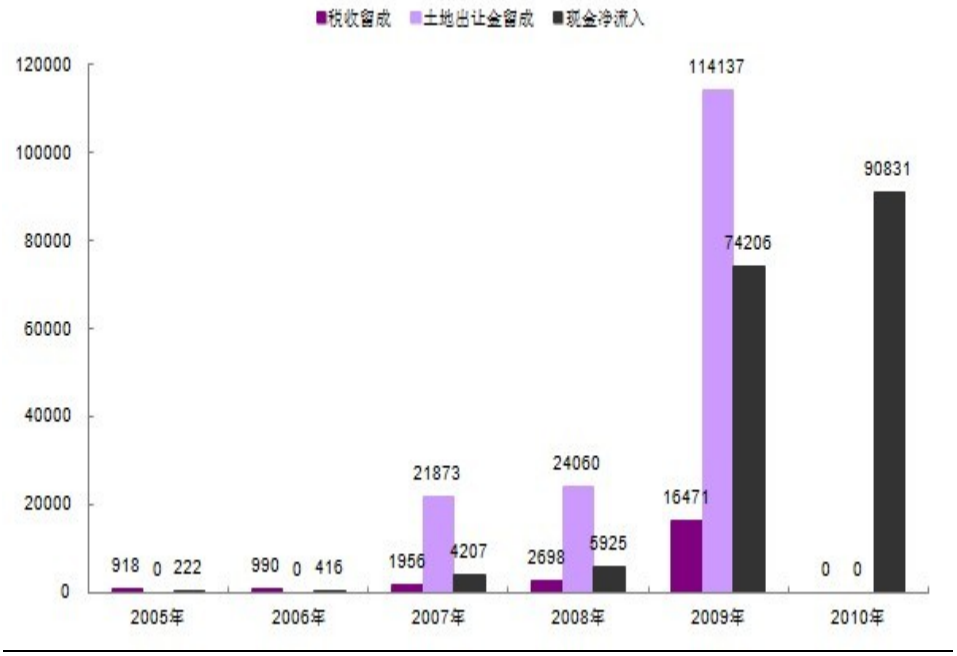
在2005年的时候，固安工业园区管委会的财政收入盈余只有220万元，到2009年增长至7亿元，虽然其中土地出让金留成贡献不少，但稳定的园区税收留成随着园区的发展已经增长至 1.6 亿元，在 2006 年的时候，税收留成还不到 1 千万元。

图表 7：固安工业园区 2005 至 2009 年财政收入及盈余（万元）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
税收留成	918.2	989.5	1956.3	2697.5	16470.6
土地出让金留成	0.0	0.0	21873.0	24060.0	114137.0
合计	918.2	989.5	23829.2	26757.5	130607.6
支付给华夏幸福	696.4	573.2	19622.0	20833.0	56402.0
政府盈余	221.8	416.3	4207.2	5924.5	74205.6

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

图表 8：固安工业园区 2005 至 2009 年财政收入及盈余（万元）



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

◆ 企业收益

由于基建、土地整理、园区综合服务业务利润率较低，企业的盈利主要是在房地产开发以及招商引资额返还两方面。总体来说，签订园区各项委托协议后，公司在固安园区的房地产业务实现销售额超过 60 亿元，招商引资业务返还额 40 多亿元（政府可分 5 年返还）。

图表 9：公司固安工业园区各项业务毛利率情况

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
基础设施建设	23.91%		21.47%	16.05%	11.70%
产业发展服务					注
土地整理	17.09%	17.0%	10.26%	9.09%	10.30%
园区综合服务	17.09%	15.9%	16.38%	9.09%	17%
综合毛利率	52.70%	63.3%	36.70%	41.65%	42.30%

注：产业发展服务成本在销售费用中列示，因此毛利率未有列示。

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

房地产业务收益

2006 年 4 月签订园区各项委托开发协议后，固安工业园的商品住宅项目永定河孔雀城一期京御花园开工。项目获得巨大成功。每每开盘都是瞬间售罄，每年消化量达到从 2007 年的 30 万平方米，增长到 2010 年的 60 万平方米，销售价格也从 2007 年的 4000 到现在的 9000。大致估算公司固安孔雀城项目截止 2010 年底已实现销售额超过 60 亿元。

图表 10：永定河孔雀城开发情况（万平方米）

	开工时间	占地面积	建筑面积
永定河孔雀城一期——京御花园	2006.4	15.6	7.57
永定河孔雀城二期——祥园	2007.5	9.4	7.6
永定河孔雀城二期——瑞园	2007.6	12.3	10.96
永定河孔雀城三期——京御佳园	2007.10	7.52	6.32
永定河孔雀城三期——京御兴园	2007.12	6.09	5.98
永定河孔雀城三期——孔雀城佳园	2008.5	6	6
永定河孔雀城三期——孔雀城和园	2008.6	14.8	15.7
永定河孔雀城四期——孔雀城荣园	2009.5	17.5	21.5
永定河孔雀城四期——孔雀城荣园二期	2009.5	3.14	3.17
永定河孔雀城五期——孔雀城裳墅园	2009.11	7.29	7.3
永定河孔雀城五期——孔雀城裳墅园二期	2009.11	20.3	22.9
永定河孔雀城五期——孔雀城御园一期	2010.5	10.75	11.84
永定河孔雀城五期——孔雀城御园二期颂春园	2010.11	9.09	10
永定河孔雀城五期——孔雀城御园二期叠翠园	2010.12	13.33	16.9
永定河孔雀城英国宫	2011.6	41.3	82
合计		**194.41**	**235.74**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所，单位—万平方米

招商引资业务收益

招商引资服务方面，2006 年签订各项委托服务协议后，园区的招商引资业务也进展迅速。到园区考察签约的客户以及呈逐年快速上升的态势。

图表 11：固安工业园区客户考察情况

时间	到园区考察客户	选址客户	签约客户	考察签约率
2006 年及以前	300	-	20	6.67%
2007 年度	450	56	23	5.11%
2008 年度	726	195	29	3.99%
2009 年度	1611	598	90	5.59%
2010 年度	1081	288	68	6.29%
2011 年 1-6 月	349	75	28	8.02%
合计	**4517**	**1212**	**258**	**5.71%**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

截至 2011 年 6 月 30 日，固安工业园区签署入园协议 258 分，其中已投产企业 53 家，试生产企业 12 家、在建企业 45 家、在建企业 45 家、已签约未进

场企业 103 家，解约 40 家，其他 5 家。有效协议的签约总投资额为 325.3 亿元。

保守假设最终形成的投资额为签约总投资额的 50%，将再按照落地投资额占有效投资总额的 80%计算，公司为园区取得的落地投资额为 130 亿元。公司将获得 45%，即 58.5 亿元的招商引资额返还（可分 5 年）。截止 2011 年 6 月 30 日，园区管委会已返还落地投资额近 12 亿元。随着已签约客户投资额的逐步落地，剩余的 46 亿元也将收归公司囊中。

我们将 2006 年-2010 年政府与企业在这一项目上的现金流进行了分析。

2.2.6 固安工业园区开发项目管委会与企业 2006-2010 的五年现金流

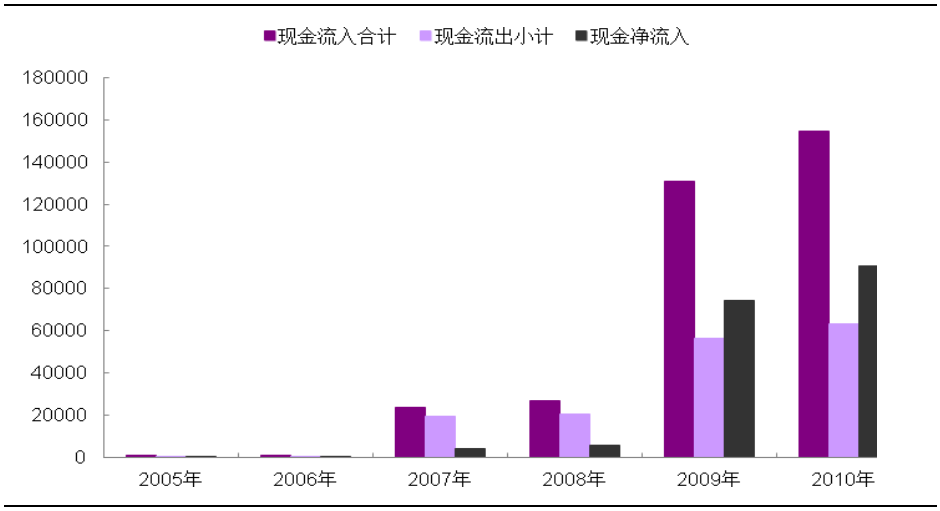
政府方面，固安工业园区在 2006 年之后，税收出现大幅增长，管委会的现金净流入 2005 年仅 221 万元，2009 年增至 7.4 亿元，2010 年增至 9 亿元，值得关注的是园区的税收留成在 2009 年就达到 1.647 亿元，相对于土地出让金留成，这是非常稳定的现金来源。

图表 12：固安工业园区管委会现金流

万元	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
税收留成	918.2	989.5	1956.3	2697.5	16470.6	-
土地出让金留成	0	0	21872.9	24060.0	114137.0	-
现金流入合计	918.2	989.5	23829.2	26757.5	130607.6	154327.0
支付给华夏幸福	696.4	573.2	19622.0	20833.0	56402.0	63496.0
现金流出小计	**696.4**	**573.2**	**19622.0**	**20833.0**	**56402.0**	**63496.0**
现金净流入	**221.8**	**416.3**	**4207.2**	**5924.5**	**74205.6**	**90831.0**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

图表 13：固安工业园区管委会现金流（万元）



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

企业方面，公司开发的固安工业园区项目在 2006-2010 年现金流情况如下，仅 2006 与 2008 年现金流出现负数，2006 年是垫资进行基础设施建设的初期，现金流为负较正常，2008 年由于公司扩大了房地产建设规模正逢经济危机，现金出现净流出的现象。

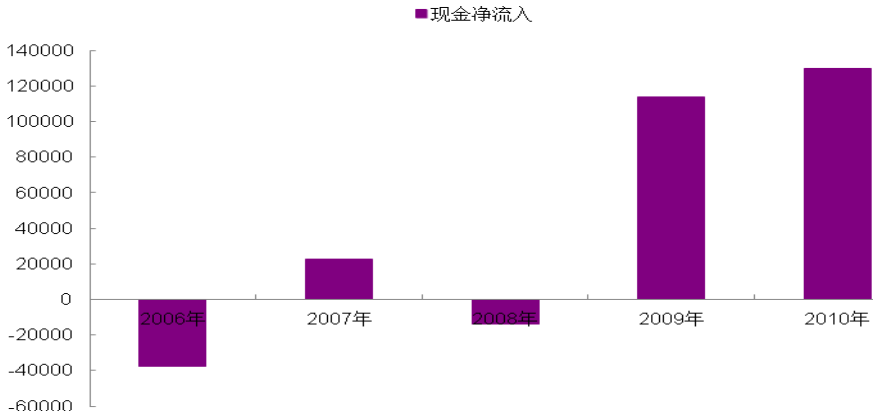
其他年份均保持净流入，且在 2009 即 2010 年达到 10 亿元以上。

图表 14：固安工业园区中企业现金流（万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
企业现金流入	34638.2	158532.0	151033.0	333388.0	324462.0
商品房销售	34065.0	138870.0	130200.0	274350.0	240188.0
管委会支付基建与招商引资返还	573.2	19662.0	20833.0	59038.0	84274.0
企业现金流出	72203.8	135748.0	164681.0	219404.3	194517.0
基建与土地整理支出	56250.0	56250.0	56250.0	56250.0	56250.0
建安支出	11355.0	57855.0	79050.0	115050.0	82521.8
房地产税支出	1873.6	10533.4	18965.0	26156.3	36530.1
房产开发三费支出	2725.2	11109.6	10416.0	21948.0	19215.0
现金净流入	**-37565.6**	**22784.0**	**-13648.0**	**113983.8**	**129945.0**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

图表 15：固安工业园区中企业现金流（万元）



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

三、固安模式中企业盈利模式极为优越

从固安的园区开发模式中，我们可以看出公司盈利模式极为突出的优点：

3.1 各项业务均具备成本低且固定特点

公司的前期投入主要集中在是基建和土地整理方面，成本较低，且非常固定，没有弹性。

如，一般启动区只需 1-2 年约 5 亿元的启动资金。

整理完后，房地产开发方面，由于公司整体开发园区，拿地方面基本上没有竞争者，公司可以持续以低价获得土地。

招商引资方面，主要是各种费用，金额极小。

3.2 收入弹性大，大幅超预期可能性极大

收入方面，弹性极大。

公司主要的盈利点为商品房开发以及招商引资服务。

商品房方面由于公司地价极低，这是其他地产企业无法比拟的，以低价获得较

高去化率的模式也使得公司产品在市场上极具竞争力，去化速度极快，屡屡超预期。如，公司仅靠 4 个孔雀城，2010 年销售额就超百亿，今年已经超过 160 亿元。

招商引资业务的收入弹性也很大，容易超预期。

招商引资工作的难度在于起步阶段，一旦进入轨道之后，会越来越顺利，引资额会呈现爆发式增长，出现频频超预期的情况。

3.3 零成本锁定大量廉价土地储备，轻资产的地产开发模式

公司与政府签订园区整体开发委托协议后（排他性），园区的规划、基建、土地整理、招商引资、运营服务工作全都由公司来进行，其他公司介入进行房地产开发的可能性极小，基本上不可能会有竞争者。因此，公司拥有大规模的土地储备，但投入极低，轻资产的开发模式远优于传统地产重资产模式。

如：固安工业园区共接受委托面积 60 平方公里（30%为住宅），协议签订即以低成本锁定住宅土地储备 18 平方公里，即 1800 万平方米。

3.4 园区与地产业务互相促进

公司住宅开发与园区开发业务相互促进，公司开发的住宅项目需求主要来自于城市中产的中高端需求与园区从业人员两大块，随着越来越多企业入驻园区，住宅的需求迅速增长。

住宅业务的发展也给园区的发展提供了资金、建设等方面的便利。

3.5 模式切合地方政府需求，区域上选择多，可复制性强

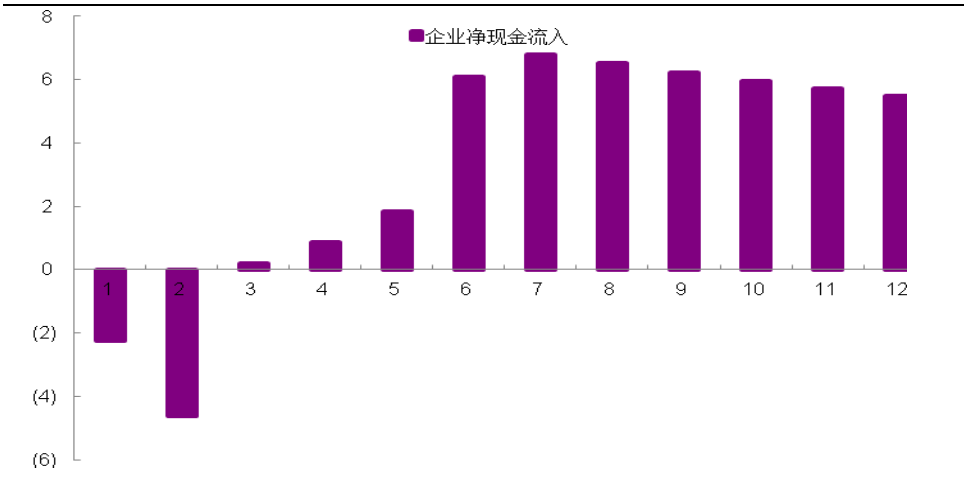
公司提供的整体开发服务的购买方是政府，在以 GDP 为纲的体制下，地方政府急需开发工业园区园区来创造 GDP 和就业，以致出现园区很多，但由于资金、机制等原因，开发成功的很少，公司开创的与政府共赢的模式，政府不用投入，即可获得长期稳定收入的模式，将受到地方政府的青睐。

区域上，只要是交通便利，通往市中心车程在 1 小时以内，环境优美的区域，公司以生态小镇为特点的的住宅地产就可以复制，快速回笼开发资金，而后续招商引资依靠公司强大招商团队的专业化运作来实现。

这样，公司工业园区+地产的模式在全国各地具备极强的可复制性。

3.6 风险极低，投资两年后，盈利与现金流将快速增长

图表 16：固安模式下企业现金流（亿元）



注：本图非固安园区实际数据，为我们作的模型模拟

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

四、“固安模式”将迅速复制

4.1 追求 GDP 的机制下，地方政府对园区固安模式需求极大

从固安工业园的发展情况来看，固安模式确实远优于传统的园区开发模式，从我国目前工业园区的发展现状及固安模式对区域选择的要求来看，固安模式的复制空间极大。

首先，各地政府有着强烈的政绩冲动，工业园区是带动当地经济的桥头堡，各地纷纷设立工业园区，政府极力支持模式复制。

国内目前各类园区众多，国家级高新技术开发区就有 70 个，其中 2009-2010 年新增了 13 家，除了少数有“产、学、研”支撑的园区经营尚可外，大部分高新技术开发区经营状况不理想。但招商引资工作竞争异常激烈，很多园区经营不善，有些因为资金问题搁浅，有些因为资金短缺，急于出售土地以回笼资金，在招商引资上丝毫不注重质量，导致招商质量低下，园区产业混乱，前期规划与后期实际情况严重不符，园区发展畸形。政府对公司的固安模式以及强大的招商引资能力有巨大需求。

4.2 政策大力支持

区域开发对经济具有极强的带动作用，政策对区域开发的支持力度也较大。根据《河北省商务厅关于上报开发区市场化运作、利用未利用地试点的总体方案的请示》（冀商开管[2008]7 号）、《河北省商务厅关于开发区（园区）市场化运作、利用未利用地试点工作进展情况的报告》（冀商开管[2008]9 号）等文件，河北省商务厅评定河北固安工业园区为全省市场化运作的成功范例，“政府主导、企业化运作”已成为该园区发展的核心动力，按照“市场化运作、多元化投入、企业化经营、专业化招商、标准化管理、个性化服务”的发展模式，吸收社会资本，采用市场机制试行企业化运作，全面负责园区规划建设，河北固安工业园区管委会作为政府派出机构全方位提供服务和管理。

4.3 固安模式门槛高，少有竞争对手

固安模式的成功，需要拥有即极强的房地产开发与园区招商引资能力综合能力的企业才能实施，竞争者难以模仿。

我们认为，固安工业园区之所以取得巨大成功，有三大核心要素。

第一，市场化的运作机制，企业对园区的整体规划和开发全程参与，获利空间大，企业开发建设积极性高。

第二，公司极强的招商引资能力。招商引资的成功与否是园区后续是否有发展前景，以及政府选择合作方的重要标准。固安园区启动后的招商引资模式创新，通过高比例的落地投资额返还，大大提高企业进行高质量招商引资的积极性，公司也拥有庞大的专业化招商团队进行招商引资工作，使得后续的招商引资工作进展神速。

第三，住宅地产与工业园区的互动。将园区分成住宅地产和工业园区两大部分，将两者的开发节奏有机地进行结合。住宅业务的迅速启动，很好地解决了工业园区前期投入较大的问题。而工业园区的不断成熟也将给住宅地产带来持续的需求增长。

在京郊，公司已经是京郊联排连锁的垄断者，难逢敌手，光是房地产业务，环首都经济圈就没有对手。

在外域，强大的招商引资能力将是其他竞争对手难以企及的。

4.4 模式复制对区域要求低

公司的固安模式对区域的要求不高，在众多城市均可以复制。只要满足交通便利距离市区车程不足一小时，环境优美的区域，保证前期地产开发顺利，后期园区发展便有了坚实的基础。

五、固安模式快速复制中

公司固安模式目前已复制到北京周边 7 个园区以及沈阳一个园区。目前总委托面积 400 平方公里，大多处在环首都经济圈，处在开发状态的 3 个，已获得的土地储备为 1000 万平方米，还有潜在土地储备（已签约开发，但未获取，按照占委托面积 30%计算）1.1 亿平方米。

值得关注的是，公司签约园区在 2011 年出现爆发式增长，现 8 个园区中，5 个园区是 2011 年签约的。

图表 17：公司已拓展园区情况

	所属区域	位置	签约日期	委托面积(平方公里)
在开发项目				
固安工业园区	河北廊坊	天安门正南 50 公里	2002 年	60
大厂工业园区	河北廊坊	国贸正东 30 公里	2007 年	83.15
怀来新城	河北怀来	八达岭长城脚下	2010 年	121.72
在开发项目小计				**264.87**
待开发项目				
文安县鼎泰园区	河北廊坊	河北廊坊	2011 年	21
蒲河新城	辽宁沈阳	沈北新区	2011 年	10
九州现代经济区	河北廊坊	廊坊市广阳区	2011 年	15
昌黎工业园区及黄金海岸区	河北昌黎	河北昌黎	2011 年	15
滦平金山岭长城文化旅游园区	河北省滦平县	河北省滦平县	2011 年	75
待开发项目小计				**136**
总计				**400.87**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

5.1 开发中的园区（固安、大厂、怀来）发展迅速

在成功开发固安工业园区后，廊坊市政府提出全市向固安工业园学习。公司也迅速将这种模式到廊坊市的大厂工业区（2007 年）以及怀来园区（2010 年）。

5.1.1 大厂潮白河工业园区

公司于 2007 年 5 月 10 日，与大厂回族自治县人民政府签署各项排他性服务协议，按照固安模式，大厂回族自治县人民政府委托公司进行大厂潮白河工业园区的整体开发，委托期限 50 年。

大厂潮白河工业园区位于北京 CBD 正东 30 公里，比邻燕郊，西距北京市区 40 公里，西北距北京首都国际机场 38 公里，占地面积 70 平方公里。

图表 18：大厂潮白河工业园区地理位置

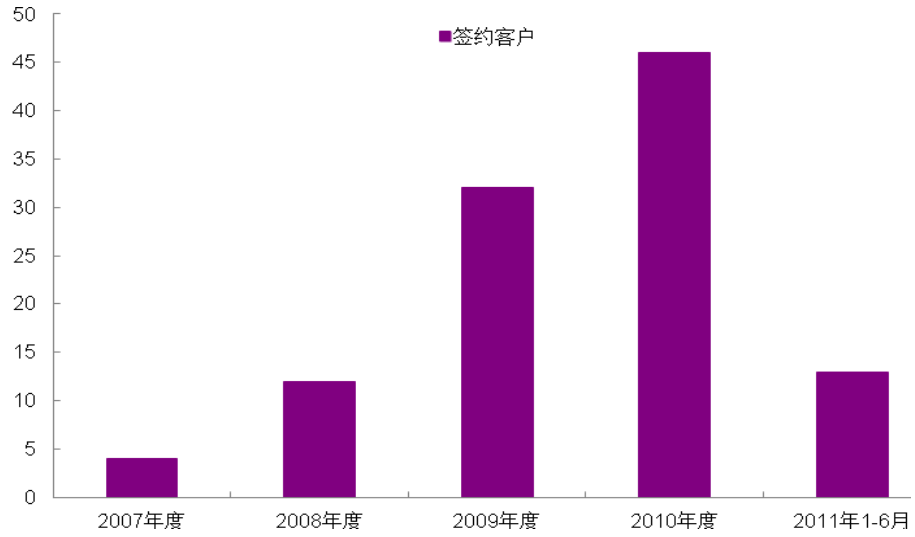
园区以四大产业为核心，即现代装备制造业、新能源及环保产业、电子信息产业、现代服务业。已引进京东方、东方信联、冀雅电子等一批国内产业龙头企业，成为河北环首都绿色产业带上电子信息产业发展的高地。

公司接受大厂潮白河园区的委托以来，潮白河园区的发展极为迅速。

截止 2011 年 6 月 30 日，大厂潮白河工业园区签署入园协议 107 份，其中已投产企业 14 家、试生产企业 4 家、在建企业 44 家、已签约未进场企业 31 家、解约 14 家。有效协议的签约总投资额为 99.54 亿元。我们预计这部分的投资额将为公司带来 30 亿元的招商引资返还额。

图表 19：大厂潮白河工业园区近年客户考察与签约情况（个）

时间	到园区考察客户	选址客户	签约客户	考察签约率
2007 年度	128	10	4	3.13%
2008 年度	258	52	12	4.65%
2009 年度	657	190	32	4.87%
2010 年度	518	125	46	8.88%
2011 年 1-6 月	95	30	13	13.68%
合计	**1656**	**407**	**107**	**6.46%**



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

除了招商引资收获颇丰外，房地产业务也获得较大成功。

潮白河孔雀城项目一期于 2009 年 9 月开工，截止 2011 年 6 月已经开工 87.34 万平方米。预计 2011 年年中销售额已达 90 亿元。

图表 20：大厂潮白河孔雀城开工情况

	开工时间	占地面积	建筑面积
潮白河孔雀城一期	2009 年 9 月	18.7	19.7
潮白河孔雀城二期——玺园一期	2010 年 5 月	12.1	12.27
潮白河孔雀城二期——玺园二期	2010 年 9 月	7.9	9.7
潮白河孔雀城 3.1 期	2010 年 12 月	11.72	12.29
潮白河孔雀城 3.2 期	2011 年 4 月	7.3	9.88
潮白河孔雀城四期	2011 年 4 月	22.1	23.5
合计		**79.82**	**87.34**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

政府也获得较高收益，2009 年大厂潮白河工业园区实现财政收入 5.88 亿元，其中土地出让金 5.2 亿元。

鉴于大厂潮白河园区开发成功。大厂回族自治县人民政府新增 13.15 平方公里的委托面积。

5.1.2 怀来生态新城

公司在 2009 年 9 月受怀来县人民政府委托，采用“固安模式”进行怀来生态新城区域的开发建设。委托面积 127.1 平方公里，委托合作期限为 50 年。该协议具有排他性。

怀来生态新城规划在河北省西北部，怀来县的东南部，燕山山脉北侧，永定河的上游。选址在怀来县东花园镇、小南辛堡镇和瑞云观乡，规划总面积 437.11 平方公里。

怀来生态新城规划以“山水生态城市”为发展目标，以现代服务业为先导，以葡萄为特色，以生态总部为引擎，以休闲产业为补充，打造经济富有活力、社会发展和谐、环境优美宜人的山水生态城市。新城的产业发展方向主要为：高

新技术产业、现代服务业、休闲旅游度假产业、房地产业、现代农业。

图表 21：环京新城示意图

数据来源：网络、光大证券研究所

接受委托后，公司快速启动园区开发工作，取得卓著成效。

招商引资方面，截止 2011 年 6 月 30 日，怀来工业区已签署入园协议 38 份，解约 1 家，签约未进场企业 37 家，有效协议的签约投资额为 16.8 亿元。预计该 16.8 亿元的签约投资额将为公司带来招商引资返还额 4.8 亿元。

图表 22：怀来园区客户考察情况

时间	到园区考察客户	选址客户	签约客户	考察签约率
2010 年度	324	52	28	8.64%
2011 年 1-6 月	96	19	10	10.40%
合计	**420**	**71**	**38**	**9.05%**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

房地产业务方面，怀来八达岭孔雀城于 2010 年 9 月开工，截止 2011 年 6 月 30 日，开工面积为 24 万平方米，均价 9000 元/平方米，预计到目前为止销售额超过 10 亿元。

六、房地产已形成京郊生态小镇连锁品牌——孔雀城

近几年，一个新的房地产品牌在北京快速崛起，孔雀城遍布北京城的四周，无论你住在哪里，你都可以找到适合你的孔雀城，这就是公司开发的京郊生态小镇连锁品牌——孔雀城。

公司孔雀城系列遍布北京周边。即大运河孔雀城、永定河孔雀城、八达岭孔雀城、潮白河孔雀城。

图表 23：四个孔雀城环绕京城

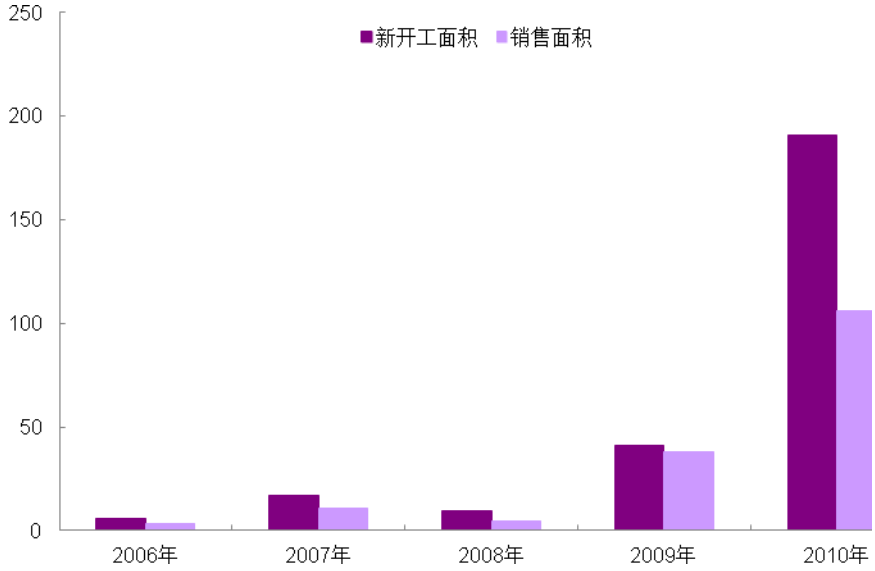
数据来源：项目网站、光大证券研究所

在 2009 年，四个孔雀城同时亮相，创造了连续 6 次开盘即售罄的火热场面。

四个孔雀城在 2010 年为公司贡献销售额超 100 亿元，即使在楼市萧条的 2011 年，公司项目的开盘去化率仍保持在 70%以上，今年到目前为止销售额已超过 160 亿元。

随着孔雀城的热销，公司房地产的开工和施工面积大幅增长，2010 年新开工面积为 191 万平方米，我们预计 2011 年新开工面积超过 300 万平方米。

图表 24：公司近年新开工与销售面积（万平方米）



数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

6.1 永定河孔雀城

永定河孔雀城是公司孔雀城系列作品的开山之作，永定河孔雀城位于固安县，京开高速与永定河交汇处，紧邻京开高速公路和 106 国道，目前已开发至第六

期，产品线包括大公馆、庄园大堡、森林台地 house、孔雀公馆等，为都市白领提供向往的田园生活。

永定河孔雀城未结算面积为 211 万平方米，包括在建的 156 万以及储备的 55 万平方米。（开工等详细情况请见 2.2.5 中的永定河孔雀城发展情况）。

图表 25：永定河孔雀城产品线

数据来源：项目网站、光大证券研究所

6.2 潮白河孔雀城

潮白河孔雀城为大厂工业园区的住宅项目。公司已取得的土地可建建筑面积预计为 220 万平方米。一期于 2009 年 9 月开工建设，目前已开发至第四期。截止 2011 年 6 月 30 日，已开工面积为 87.34 万平方米。目前本项目没有结算。

图表 26：潮白河孔雀城开工情况

	开工时间	占地面积	建筑面积
潮白河孔雀城一期	2009 年 9 月	18.7	19.7
潮白河孔雀城二期——玺园一期	2010 年 5 月	12.1	12.27
潮白河孔雀城二期——玺园二期	2010 年 9 月	7.9	9.7
潮白河孔雀城 3.1 期	2010 年 12 月	11.72	12.29
潮白河孔雀城 3.2 期	2011 年 4 月	7.3	9.88
潮白河孔雀城四期	2011 年 4 月	22.1	23.5
合计		**79.82**	**87.34**

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

该项目主要产品线为中央景观城堡、水岸台景美院、瞰景森林叠院等。

图表 27：潮白河孔雀城地理位置

数据来源：项目网站、光大证券研究所

图表 28：潮白河孔雀城产品线

数据来源：项目网站、光大证券研究所

6.3 大运河孔雀城

大运河孔雀城处于香河经济技术开发区，正对面即为中信国安天下第一城。地理位置得天独厚，交通极为便利。驱车从国贸出发，只需 40 分钟即可到达。事实上，由京哈高速（原京沈高速）、京通快速经 103 国道，经过 938 路（天下第一城线）、京津高速，均可直接到达项目。

大运河项目一期 2008 年 5 月开工，目前已开工 43 万平方米。

产品线与大运河、潮白河孔雀城类似。

图表 29：大运河孔雀城地理位置

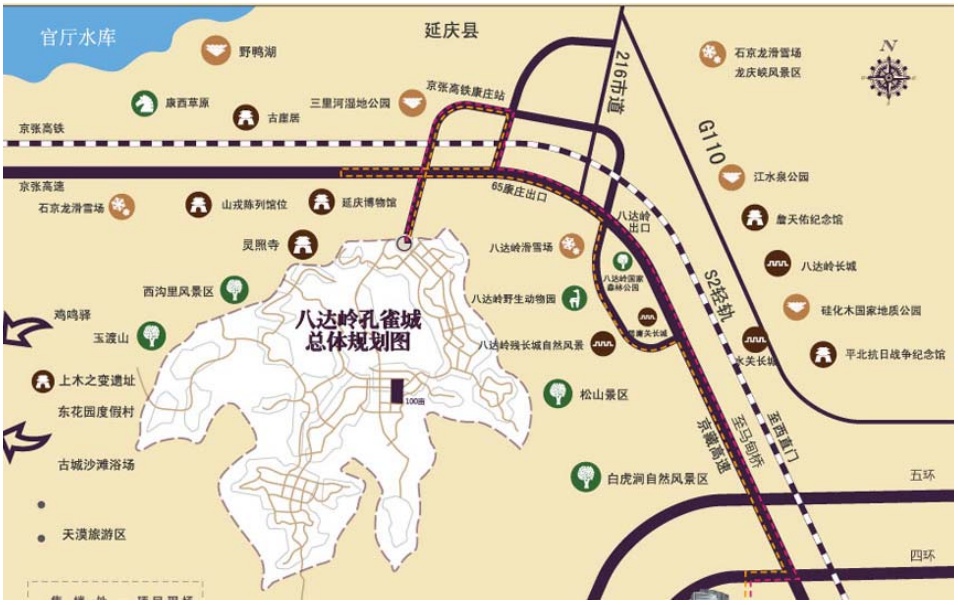
数据来源：项目网站、光大证券研究所

6.4 八达岭孔雀城

八达岭孔雀城是 8000 亩纯山地大盘，位于八达岭高速康庄出口（第 23 出口）南侧 4 公里处，地处怀来新城。产品线包括阳光双拼、观山叠院、山地美院等。首期开工于 2010 年 9 月，当年开盘。目前已开工 20 万平方米。

叠拼均价 6000 元/平方米,联排均价 9500 元/平方米,双拼总价 270 万.一次性付款 95 折,按揭 99 折.

图表 30：大运河孔雀城地理位置及规划效果图



数据来源：项目网站、光大证券研究所

图表 31：大运河孔雀城产品线

数据来源：项目网站、光大证券研究所

七、极大受益于环首都经济圈、京北新城

公司的大部分园区与地产项目处于环首都经济圈及京北新城规划区域中，公司园区将极大受益北京产业转移以及新城建设。

图表 32：环首都经济圈示意

数据来源：网络、光大证券研究所

由于城市功能过度集中，近年来随着经济社会的快速发展，北京像许多国家的首都一样，出现了人口膨胀、交通拥挤、资源紧张、房价高涨、发展空间受限、改善生态环境压力加大等突出问题。

2011 年 5 月，河北环首都绿色经济圈规划出台，环首都经济圈是在北京周边

的十几个区县，建设高层次经济圈，其中，涉及 1 圈（环首都经济圈）、4 区（人才创业园区、科技成果孵化园区、新兴产业示范园区和现代物流园区）、6 基地（养老、健身、休闲度假、观光旅游、有机蔬菜和宜居生活）、13+1 县市（涿州市、涞水县、涿鹿县、怀来县、赤城县、丰宁满族自治县、滦平县、三河市、大厂回族自治县、香河县、广阳县、安次区、固安县、兴隆县），全面承接北京的产业转移，以释放首都经济优势，缓解首都城市压力为目标，打造区域协调发展模式下的新城区。

此外，公司怀来项目还将受益京北新城规划的推动。

2009 年 9 月，河北省人民政府批准成立怀来京北新城，2010 年怀来和涿鹿并为“京北新城”，起步区规划 7.4 平方公里，打造总面积 190 平方公里，人口 52 万左右，以坐拥燕山山脉、官厅湖等山水生态资源为保障，打造国际化的都市卫星城。

八、环首都之外的可复制性也很强

公司主要项目处在环首都经济圈，今年在外域复制上也有突破，2011 年 4 月 9 日，公司与沈阳蒲河新城管理委员会签署《关于整体合作开发经营建设辽宁沈北新区约定区域的合作协议》，一期委托 5 平方公里，将固安模式首次复制到环首都经济圈之外的区域，我们看好公司在外域的复制。

考虑到公司已复制成功的固安及潮白河工业园区都是在北京周边，近年北京限购导致北京区域住宅需求溢出，对公司房产项目销售额有所推动，这解决了园区前期发展资金问题。加上北京的产业外迁，后续的招商引资工作也相对容易。为分析固安模式在外域一些非一线城市周边的可复制性有多强，

我们对固安模式在一些非热点城市的应用创建了园区启动区开发三阶段模型，并进行了现金流模拟，我们的结论是，若房地产项目售价起步达到 6000 元，年销售量在 20 万方的水平，公司在项目前期有两年时间的现金流出后，即开始获得超过前期投入金额且持续的现金回流。这显示出固安模式不仅能在北京周边获得成功，在外域的可复制性也是非常强的。

8.1 园区开发三阶段模型

我们将园区开发分为三个阶段来论证这一点：

固安模式的三阶段理论：以 5 平方公里的园区启动区为例

第一阶段：园区启动区起步阶段（T-T+1 年），以基建和房产项目开发为主，招商引资开始启动。即：

T 年——企业先垫资进行园区规划、基础设施建设、土地整理工作。投入约 2.25 亿元。

T+1 年——政府进行土地出让，获得土地款。企业拍得土地，进行房地产开发，年内开盘。此时，园区环境已有改善，招商引资工作初见成效。基建和土地整理继续进行。

阶段特点：

企业先行投资金进行基建和土地整理，然后政府进行土地出让，以土地出让收入来与企业结算已竣工的基建与土地整理项目的委托费用。企业拍下住宅用地，进行商品房开发，开始销售。

第二阶段：住宅开发与园区招商引资业务快速发展期（T+2—T+4）

政府继续进行土地出让，企业进行基础设施建设、房地产销售以及招商引资工作。

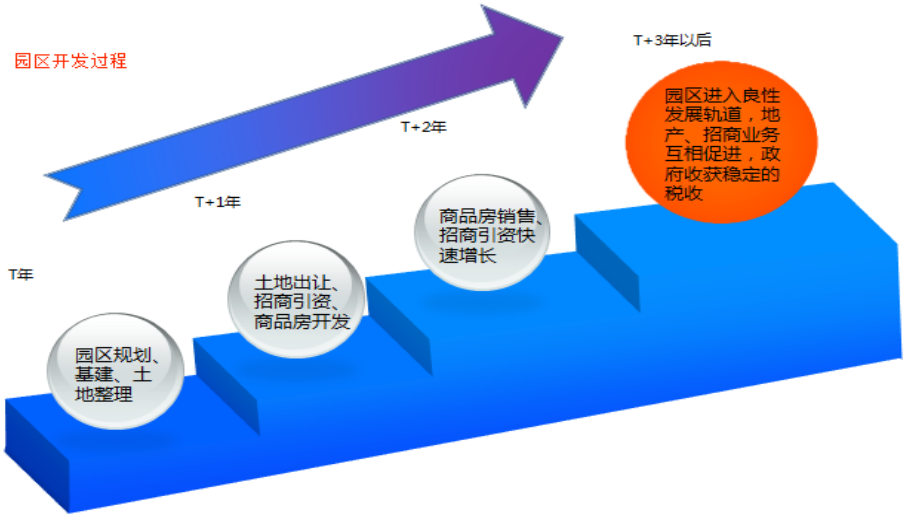
阶段特点：随着基础设施与区域成熟度逐渐上升，企业扩大房产销售规模，获得现金净流入，招商引资也进入快速增长期。

第三阶段：园区成熟，公司为园区提供物业管理与经营服务（T+5 年——）

园区建设结束，招商工作收尾。园区企业逐步成熟，为政府贡献持续稳定的税收。企业继续进行住宅业务的开发直至开发完毕。

阶段特点：企业业务主要为给园区企业物业管理与经营服务。园区企业为政府提供稳定的税收。

图表 33：园区开发过程



资料来源：光大证券研究所

8.2 启动区开发三阶段的理论现金流模拟：

我们根据上述模式模拟出 5 平方公里的启动区从开发到成熟过程中，政府与企业的现金流情况（共 17 年）。如下表：

1-2 年为第一阶段：起步阶段

2-5 年为第二阶段：快速发展阶段

5 年后为第三阶段：启动区步入成熟期

图表 34：模拟企业与政府现金流（单位：亿元）

单位（亿元）	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
政府现金流入	0.0	8.8	10.6	10.7	10.8	5.2	5.9	6.7	7.7
其中：土地出让收入	0.0	8.8	8.8	8.8	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0
税费收入（不含房地产）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.6	4.3	5.2
房地产税收入	0.0	0.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
政府现金流出	0.0	6.2	6.8	7.5	8.1	2.6	3.2	2.6	1.9

基建返还	0.0	6.2	6.2	6.2	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
招商引资返还	0.0	0.0	0.6	1.3	1.9	2.6	3.2	2.6	1.9
政府现金流净流入	**0.0**	**2.6**	**3.8**	**3.3**	**2.7**	**2.6**	**2.7**	**4.1**	**5.8**
	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
企业现金流入	0.0	8.6	19.4	20.7	22.0	17.2	18.6	18.7	18.8
住宅销售	0.0	2.4	12.6	13.2	13.9	14.6	15.3	16.1	16.9
收到基建返还	0.0	6.2	6.2	6.2	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
收到招商引资返还	0.0	0.0	0.6	1.3	1.9	2.6	3.2	2.6	1.9
企业现金流出	2.3	13.2	19.2	19.8	20.2	11.1	11.8	12.2	12.6
基建投入	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
买地投入	0.0	7.5	7.5	7.5	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产相关税	0.0	0.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
基建返还税收	0.0	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
招商引资返还税收	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
房地产建安支出	0.0	3.0	6.3	6.6	6.9	7.3	7.7	8.0	8.4
房地产开发三费支出	0.0	0.2	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
企业净现金流入	**(2.3)**	**(4.6)**	**0.2**	**0.9**	**1.8**	**6.1**	**6.8**	**6.5**	**6.2**

数据来源：光大证券研究所

8.3 各种指标数值的假设条件

园区各类用地比例

按照一般园区各种类型用地的比例，5 平方公里的园区，各类用地面积如下。

图表 35：用地条件假设

园区土地条件	面积（平方公里）	面积（万平方米）	面积（亩）
园区整体	5	500	7496
其中：住宅用地	1.5	150	2249
工业用地	2	200	2999
商业用地	0.5	50	750
配套建设用地（不可出让）	1	100	1499
合计	**5**	**500**	**7496**

备注：一般园区规划为 30%住宅，10%商业，总计 40%商住，40%工业，20%为配套建设用地（不可出让）

2、各类用地价格

以固安工业园起步时商品房价格与工业厂房价格为准，计算各类用地价格。住宅价格为 6000 元/平方米，工业厂房价格与开发成本相当，为 15 万一亩。房价与地价每年涨幅 5%。

得出下表。住宅销售速度，年均 20 万平方米。

图表 36：各种用地价格假设

地价	金额
商品房价格（元/平米）	6000
楼面地价（元/平米）	1000
容积率	1.5
住宅地价（元/平米）	1500
工业用地价格（元/平米）	225

备注：商品房为住宅和商业的均价，工业用地价格按照成本价 15 万一亩计算

3、园区开发成本

基础设施及土地整理 15 万元一亩,住宅开发建安 3000 元/平方米,每年涨 5%。5 平方公里的园区，基建及土地整理共需投入 11.2 亿元。

4、新增落地投资额

根据新增落地投资额的定义，新增落地投资额主要包括入园企业当年新增的固定资产、在建工程、无形资产（土地

使用权)、房屋租赁投资等能测算的投资额，按此定义，我们预计新增落地投资额为新增投资额的 80%。

根据固安工业园区对入园企业的要求，投资强度为不低于 150 万元/亩，我们以 150 万一亩，作为投资额测算的依据。

招商引资服务成本为招商引资返还额的 10%。

5、园区企业产值与税收

根据 2007 年廊坊日报公布的数据，以廊坊地区工业园区 2006 年水平，即每平方公里 4.8 亿元，园区企业纳税为每平方公里 0.6 亿元。

6、各时间节点假设

公司与政府签约后即开始进行基建和土地整理。5 平方公里分 5 年均匀投入。

园区管委会与企业每年结算上一年的基建和土地整理费用。

1 年后政府开始进行土地出让。分 4 年均匀出让，即每年出让商住用地 50 万平米，工业用地 50 万平米。

企业拍得住宅用地进行开发，年底前开始销售。去化率为第一年 20%，第二年 80%。

房地产相关税收按照综合税率（营业税、所得税、土地增值税）15%计算。

第一年年底开始招商，3 年完成 5 平方公里的招商，5 年投资额全部落地。

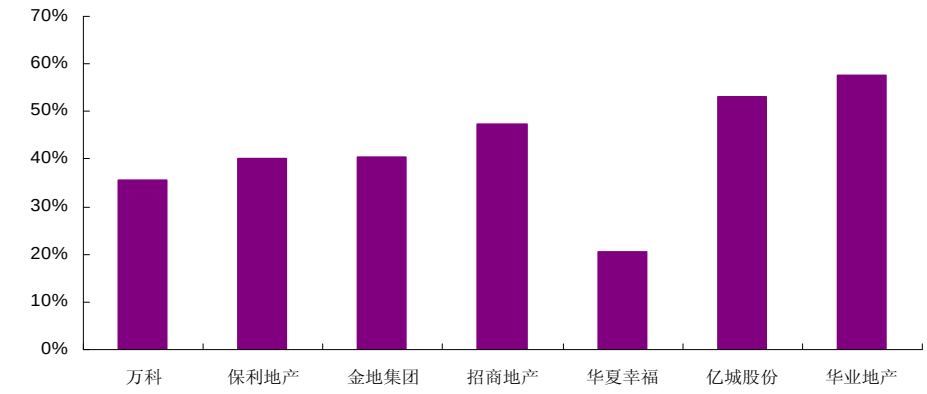
每年结算上一年的招商引资金服务费用，每次分 5 年结算。

九、极为健康的资产负债表支持快速扩张

截止至 2011 年三季度，公司的资产负责率为 84.24%，而剔除预收账款后的真实资产负债率仅为 20.64%，几乎是所有地产企业中最低的。

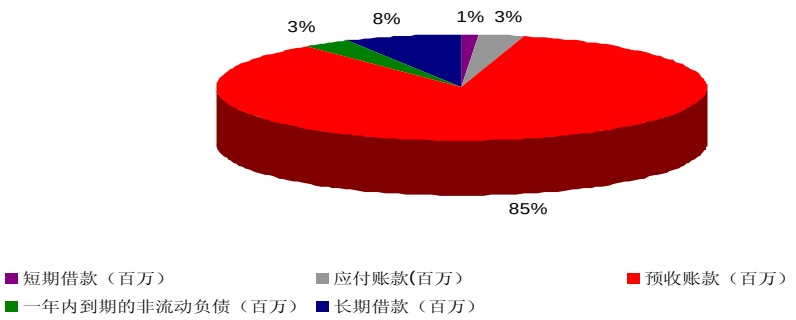
2011 年三季度行业真实资产负债率对比：

图表 37：真实资产负债率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 38：2011 年第三季度公司债务结构图：



资料来源：Wind，光大证券研究所

十、关键问题分析

10.1 关于园区财政支付能力

对于企业来说，基建和招商引资业务的委托费用和返还金额均需要政府支付，园区发展初期，园区的财政收入大都来自于土地出让收入，如何保证政府有足够的财政实力来支付公司的相关费用？

根据所签协议，园区管委会将产生于园区内的财政收入作为支付来源。财政收入包括两部分，一是由县财政返还到工业区财政的税收收入，包括共享税的县级留成部分及全部地方税。具体设计税种及县级留成比例如下：

图表 39：税种与县级留成

税种	分类	县级留成比例
增值税	共享税	10%
营业税	共享税	75%
企业所得税	共享税	10%
个人所得税	共享税	20%
城建税	地方税	100%
教育费附加	地方税	100%
土地使用税	地方税	100%
房产税	地方税	100%

印花税	地方税	100%
土地增值税	地方税	100%
契税	地方税	100%
耕地占用税	地方税	100%

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

另一部分财政收入来源则是土地出让金的县级留成部分。县级留成部分为，土地出让金扣除农业土地开发基金（农业开发基金=土地平均纯收益*15%，目前固安土地平均纯收益为 25 元/平方米，大厂为 30 元/平方米）中的 30%上缴省财政外，其余全部为县级留成部分，土地出让金收入的县级留成比例约为 99%。

在园区开发初期，由于入园企业普遍享受较高的税收优惠（固安与潮白河园区都是对园区企业进行企业所得税县级留成部分“一免两减半”的税收优惠政策）园区的财政收入主要是土地出让金。固安和潮白河园区的土地出让金占园区财政收入的 90%以上。也就是说，园区发展初期，园区管委会用于支付给公司的资金基本上是来源于公司在园区购置的住宅用地的土地出让金。

从固安和潮白河的经营情况来看，随着园区招商业务的顺利进行，非土地出让金的财政收入出现爆发式增长，固安工业园区 2009 年税收收入县级留成部分达到 1.647 亿元，比 2008 年增长 510%，可以预见，未来随着园区企业的不断入驻，税收收入会不断持续增长。

另一方面，商品房销售的速度和规模会直接影响到园区的土地出让金收入。固安与潮白河园区房地产开发非常成功，企业根据销售速度购置土地，园区财政收入远超当年用于支付给公司的相关费用。2009 年大厂潮白河园区管委会支付给企业的费用占财政收入的 95%，2010 年该比例下降为 41%。

我们认为，在园区开发后期，基建投入减少将使得园区管委会支付负担减轻，同时稳定的税收收入会保持快速增长，因此我们认为后期园区管委会支付能力上没有问题。

而园区开发前期，房地产项目的销售最为关键。但公司房产项目与其他项目相比，优势极大。由于地价极低，且房产销售的资金可以通过买地，然后由政府返还给公司，因此，公司房地产项目价格可以低到其他竞争对手难以承受的水平，保持项目全方位的竞争优势。换句话说，房地产项目即使不赚钱，只要有一定的去化速度，园区财政的支付能力就完全没有问题。

事实上，今年楼市如此差的情况下，公司项目仍保持开盘 70%以上的去化速度。

10.2 关于政府支付意愿

我们认为政府在有财政实力的情况下，不可能违约，或者故意延期支付。

首先，几十平方公里的园区一般都是滚动开发，政府有强烈意愿加快园区的开发速度，这也是地方政绩所在。

其次，之前在一些城投公司身上发生过这样的案例。即建设资金迟迟不结算，但企业背着高负债还在不断对该区域进行投入。这种情况都有一个特点，这些企业都是政府专门设立用于开发该区域的企业，企业对政府没有任何谈判能力。

公司是民营企业，一旦出现恶意拖欠行为，政府将损失极大。园区的整体开发都是排他性的委托协议，且园区的经营管理全部都由企业来运作，若政府恶意

拖欠相关费用，可能会导致园区发展停滞不前，公司停止园区服务业务，现有已入驻企业将会退出园区，园区将前功尽弃。而由于排他性协议，几十年内政府也不能委托其他企业来开发，这样对于政府的损失是巨大的。我们认为政府不会这样做。

最后，事实上，目前公司已在开发的固安与潮白河园区，管委会为鼓励企业加快开发速度，提前支付一部分的委托费用。

10.3 关于落地投资额的高比例返还

的确，园区企业的投资额跟政府没有太直接的关系，政府作出这么高的比例承诺似乎难以理解。但我们如果换个角度来考虑问题，政府的行为我们就很好理解了。

先来看看其他企业。目前进行区域开发的政企合作模式很多都是企业进行基建和土地整理，政府以土地出让收入扣除成本后的一部分给企业作为企业收益。如黑牡丹是 50%、云南城投为 50%。

这些企业所开发的区域并不是工业园区。政府对这些企业的诉求仅限于基础设施建设和土地整理。

从这个角度看，仅垫资从事基建和土地整理业务，企业就有较高的回报。

但园区开发的后续仍然需要企业的支持，因此，将企业的回报与招商引资的进展程度有机结合是企业与政府的最佳选择。

此外，根据我们的测算，事实上招商引资额的返还额占政府土地出让金的比例为 44.31%，比例比上述企业要低，且与上述企业的模式相比，公司还承担着园区招商引资的义务，企业占用了更低的土地出让净收入比例，不仅为其带来土地出让金，还给政府全方位打造一个工业园区，政府何乐不为。

图表 40：政府留成测算

项目	金额	备注
开发面积（亩）	7500	
单位基建成本（万元/亩）	30	4-5 亿/平方公里
总投资（亿元）	22.5	
落地投资额（万元/亩）	96	投资强度为 120 万每亩，落地投资额占 80%
土地出让平均单价（万元/亩）	82.5	工业用地假设成本价出让，即 15 万每亩，住宅容积率为 1.5，楼面地价 1500 元，每亩价格为：150 万
总落地投资额（亿元）	28.8	
政府土地出让总收入（亿元）	49.5	
基建返还（亿元）	24.75	基建总投资额的 110%
土地出让净收入	24.75	
落地投资分成（亿元）	12.96	落地投资总额的 45%
政府支付额（亿元）	37.71	企业总收入
政府留存收入（亿元）	11.79	卖地收入
落地投资额返还占土地出让净收入比重	52.36%	

数据来源：光大证券研究所

此外，园区招商引资返还额的增长弹性不大，而随着园区的不断成熟，住宅用地和工业用地价格的不断上升，该比例将逐步下降。

继续以 5 平方公里为例，假设地价涨幅每年 5%。则该比例快速下降。

图表 41：落地投资额占土地出让净收入比重测算

年度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
地价（万元/亩）	90.0	94.5	99.2	104.2	109.4	114.9	120.6	126.6	133.0	139.6	146.6	153.9
政府土地出让收入（亿元）	54.0	56.7	59.5	62.5	65.6	68.9	72.4	76.0	79.8	83.8	88.0	92.4
基建返还（亿元）	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
落地投资额分成（亿元）	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
政府土地出让净收益（亿元）	29.3	32.0	34.8	37.8	40.9	44.2	47.6	51.2	55.0	59.0	63.2	67.6
落地投资额返还占比土地出让净收入	**44.31%**	**40.56%**	**37.26%**	**34.32%**	**31.70%**	**29.34%**	**27.22%**	**25.30%**	**23.55%**	**21.96%**	**20.50%**	**19.17%**

数据来源：光大证券研究所

十一、公司价值被严重低估，强烈建议买入

11.1 确定性较强的未结算业绩每股 10.3 元

◆ **大量落地投资额待结算**

截止 2011 年 6 月底，公司园区招商引资业务，已签约有效协议的投资额共为 424.84 亿元，其中潮白河园区为 99.54 亿元，固安工业园区为 325.3 亿元。考虑解约等因素，我们保守假设有效协议的投资额兑现到实际投资额上的比例为 50%。即这些协议将产生 212 亿元的实际投资额。

对应到落地投资额上就有 160 亿元的落地投资额（落地投资额包括但不限于土地、设备等，我们假设落地投资额为投资额的 80%）。政府将按照 45%的比例进行招商引资服务费用结算。即已签约的有效协议投资额共为公司带来 72 亿元的招商引资返还收入。

截止 2011 年 6 月底，公司累计工结算招商引资返还额 18.74 亿元。其中，固安园区累计结算的招商引资返还额收入为 11.9 亿元，潮白河园区累计结算的招商引资返还额为 6.84 亿元。

即，截止 2011 年中期，公司已实现但未结算的招商引资返还额为 53.3 亿元。

假设已签约的投资额在未来 3 年落地，按照每笔落地投资额确认后分 4 年结算，这些招商引资返还额结算期不会超过 7 年。

成本方面，固安园区每年约 2000-3000 万元，潮白河园区则不到 2000 万元。

我们以 2500 万元/年计作成本。

则 10 年结算期的成本为 1.75 亿元。

扣除相关税后后，预计这部分未结算的招商引资返还额可贡献净利润近 35 亿元。

合每股 5.95 元。在未来 7 年结算。

◆ **巨额房地产预收款锁定地产业绩**

公司截止 2011 年 9 月 30 日，房地产预收账款为 160 亿元。按照 16%的净利率，将可贡献净利润 25.6 亿元，合每股 4.35 元。

11.2 业绩预测

按照公司房地产项目进展情况，我们预计公司房地产也 2011-2013 年净利润分别为 7.1、11.8、17.9 亿元，每股收益分别为 1.2、2.0、3 元。

房地产项目的业绩基于如下结算进度：

表：2011-2013 年项目结算进度预计

基本情况	合计	建设情况	2011			2012			2013		
名称	可售面积	开工	结算面积	结算收入	结算利润	结算面积	结算收入	结算利润	结算面积	结算收入	结算利润
京御花园二期	4.9	2010.4	5	36750	8380	0	0	0	0	0	0
永定河孔雀城四期-荣园	17.4	2009.5	5	35000	7555	7	49000	10577	5	35000	7555
荣园二期	3.6	2009.5	3	20860	4503	0	0	0	0	0	0
永定河孔雀城五期-裳墅园	6.76	2009.11	7	50700	11562	0	0	0	0	0	0
永定河孔雀城五期-裳墅园二期	22.5	2009.11	5	42500	10544	5	42500	10544	6	51000	12652
永定河孔雀城六期-御园一期	11.78	2010.5	0	0	0	6	54000	13848	5	45000	11540
永定河孔雀城英国宫	72	2011.6	0	0	0	6	40800	8588	6	40800	8588
大运河孔雀城二期	11.9	2009.8	5	32500	6515	7	45500	9121	0	0	0
大运河孔雀城三期	7	2010.4	5	47500	11442	0	0		0	0	0
潮白河孔雀城一期	13.7	2009.9	5	45000	10445	7	60300	13997	0	0	0
大卫城 4 号线一期	24.2	2010.6	0	0	0	6	33000	5061	9	49500	7592
八达岭孔雀城 1.1 期	7	2010.9	0	0	0	4	31500	7312	0	0	0
八达岭孔雀城 1.2 期	12	2011.6	0	0	0	0	0	0	6	54000	12535
华夏第 9 园兰亭	15.4	2010.12	0	0	0	5	39960	7722	10	74000	14300
华夏铂宫	17	2010.10	0	0	0	7	63000	14624	10	90000	20891
合计			**40**	**31081**	**70945**	**60**	**459560**	**101393**	**57**	**439304**	**95653**

单位：万平方米，万元

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

招商引资业务我们预计 2011-2013 年贡献净利润 6.38、7.05、15.2 亿元，每股收益 1.1、1.2、1.8 元。

即，我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.3 元、3.2 元、4.8 元。

11.3 公司应享受比传统地产公司更高的估值

公司的估值水平，我们认为应该比传统地产公司更高。首先是地产。

公司的房地产业务模式远优于同行。公司庞大的土地储备并不需要进行重资本的投入，签订园区整体委托开发协议后，占园区 30%的住宅用地即可作为公司的潜在土地储备。由于没有竞争者，潜在土地储备转化为实际土地储备的节奏，公司相对可控，且土地储备价格较低由。此外，公司房地产项目进行爆发期，项目抵御风险能力强，且业绩锁定性高。

因此，我们认为公司房地产业务估值要高于行业平均水平。

从地产业务 NAV 的角度来看，我们测算得出公司目前已取得土地证的土地储备 NAV 为 27.6 元（不含招商引资业务）。

NAV 计算表：

开发业务增值	1491313
2010 年底每股净资产	131941
NAV	1623254
股本	58800
每股 NAV	27.6

单位：万元，元

数据来源：光大证券研究所

各项目重估增值计算：

名称	取得时间	权益	可售面积	开工	竣工/拟竣工	权益 NAV 增值
华夏幸福城	2010-6	100%	94	2001.6	2013-2014	235970
京御花园二期	2010-2	100%	4.9	2010.4	2011.10	7760
永定河孔雀城四期-荣园	2009-3	100%	17.4	2009.5	2011.5	22506
荣园二期	2009-2	100%	3.6	2009.5	2011.6	4858
永定河孔雀城五期-裳墅园	2009-2	100%	6.76	2009.11	2011.10	10705
永定河孔雀城五期-裳墅园二期	2009-8	100%	22.5	2009.11	2011.10	38921
永定河孔雀城六期-御园一期	2010-2	100%	11.78	2010.5	2012.5	22356
永定河孔雀城英国宫	2010-2011	100%	72	2011.6	2012-2014	77307
永定河孔雀城六期-御园二期颂春园	2010	100%	9	2011.1	2012.12-2013	15066
永定河孔雀城六期-御园二期叠翠园	2010-11	100%	13.3	2011.1	2013.6	26287
大运河孔雀城一期	2009-4	100%	18.3	2008.5	2009.2014	12109
大运河孔雀城二期	2009-7	100%	11.9	2009.8	2010.12-2011.6	13756
大运河孔雀城三期		100%	7	2010.4	2012.7	13958
潮白河孔雀城一期	2009-5	100%	13.7	2009.9	2011.6-2012	24634
大卫城 4 号线一期	2010-2	100%	24.2	2010.6	2012.7	16071

八达岭孔雀城 1.1 期	2010-7	100%	7	2010.9	2012.5	11643
八达岭孔雀城 1.2 期	2010-7	100%	12	2011.6	2013-2014	19164
华夏第 9 园兰亭	2010-4	100%	15.4	2010.12	2012.12	17972
华夏铂宫	2010-6	100%	17	2010.10	2012.12	29121
潮白河孔雀城储备	2010	100%	150			316026
八达岭孔雀城储备	2009-2010	100%	47			72170
永定河孔雀城储备	2011	100%	55			105111
华夏幸福城储备	2010	100%	39			96555
大卫城储备	2010	100%	30			28731
其余	2003-2010	100%	50			91420
住宅总计			853.59			1491313

注：未包含 100 万方的经营性用地。房价以目前水平测算。建安成本按照每平米 2500-4000 元。

数据来源：公司收购报告书、光大证券研究所

由于公司取得土地储备的模式与传统企业完全不同，土地储备随时可能发生较大规模变化，我们认为在运用重估净资产法对于公司这种模式的企业不能完全反应企业价值。

结合重估净资产和公司近几年业绩，保守给予房地产业务 2011 年 12 倍的估值水平。

再来看同样处于快速成长期的招商引资业务。

招商引资业务是轻资产的利润不仅锁定性强，且增长极快。

园区在度过前期的发展初期后，招商引资将进入爆发期。在公司开发中的三个园区，固安、潮白河、怀来都在快速发展前夜，且随着其他园区的开发，招商引资业务的快速增长也是可长期持续的。

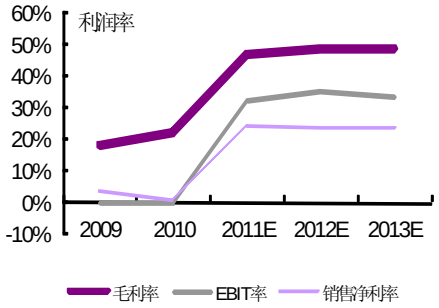
保守给予招商引资业务 15 倍估值。

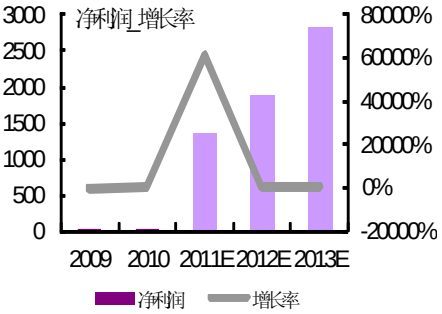
11.4 强烈建议买入

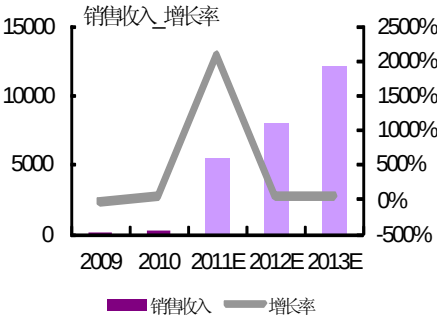
房地产业务按照 2011 年 12 倍估值 13.2 元。

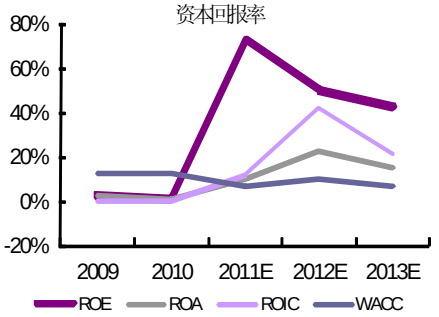
招商引资业务按照 2011 年 15 倍估值 16.65 元。

合理价格为 29.8 元。最新股价为 16.65 元。至少还有空间 79%，强烈建议买入。









利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**183**	**253**	**5,520**	**8,003**	**12,045**
营业成本	150	196	2,926	4,082	6,143
折旧和摊销	15	14	22	22	23
营业税费	0	1	304	440	662
销售费用	10	30	386	480	843
管理费用	20	23	155	184	361
财务费用	2	0	0	344	290
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	**-3**	**0**	**1,775**	**2,474**	**3,747**
利润总额	7	2	1,806	2,512	3,794
少数股东损益	0	0	0	0	17
归属母公司净利润	**7.47**	**2.21**	**1,354.40**	**1,884.24**	**2,827.88**

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	**340**	**364**	**13,252**	**8,401**	**19,408**
流动资产	171	151	13,057	8,225	19,225
货币资金	84	59	3,864	5,602	8,432
交易型金融资产	0	2	0	0	0
应收帐款	19	28	0	0	4,216
应收票据	1	1	110	160	241
其他应收款	18	10	72	96	132
存货	34	46	8,777	2,041	5,713
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	136	154	142	126	131
无形资产	33	47	45	43	41
总负债	**68**	**89**	**11,375**	**4,639**	**12,801**
无息负债	48	89	1,807	3,304	4,971
有息负债	20	0	9,568	1,336	7,831
股东权益	**272**	**275**	**1,877**	**3,761**	**6,607**
股本	145	145	159	159	159
公积金	180	180	481	481	481
未分配利润	-53	-51	1,236	3,121	5,948
少数股东权益	0	0	0	0	17

现金流量表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	**23**	**47**	**-6,011**	**10,316**	**-3,347**
净利润	7	2	1,354	1,884	2,828
折旧摊销	15	14	22	22	23
净营运资金增加	-92	11	11,071	-6,328	9,333
其他	92	20	-18,458	14,738	-15,531
投资活动产生现金流	**41**	**-51**	**1**	**-1**	**-29**
净资本支出	-32	52	2	2	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	73	-103	-1	-3	-59
融资活动现金流	**-23**	**-21**	**9,816**	**-8,577**	**6,206**
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	-20	-20	9,568	-8,232	6,495
无息负债变化	-24	41	1,718	1,497	1,667
净现金流	**42**	**-24**	**3,805**	**1,738**	**2,829**

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-39.29%	37.75%	2085.18%	44.98%	50.51%
净利润增长率	-119.23%	-70.33%	61051.13%	39.12%	50.08%
EBITDA 增长率	-194.19%	0.29%	12213.13%	58.06%	42.93%
EBIT 增长率	-98.38%	-219.47%	288859.42%	58.77%	43.24%
估值指标					
PE	356	1,198	7	5	3
PB	10	10	1	1	0
EV/EBITDA	171	174	7	1	3
EV/EBIT	-4,833	4,130	7	1	3
EV/NOPLAT	-4,833	4,130	9	2	3
EV/Sales	14	10	2	0	1
EV/IC	7	6	1	1	1
盈利能力（%）					
毛利率	18.11%	22.58%	47.00%	49.00%	49.00%
EBITDA 率	7.93%	5.77%	32.54%	35.47%	33.69%
EBIT 率	-0.28%	0.24%	32.14%	35.20%	33.50%
税前净利润率	4.07%	0.88%	32.71%	31.39%	31.50%
税后净利润率（归属母公	4.07%	0.88%	24.54%	23.54%	23.48%
ROA	2.19%	0.61%	10.22%	22.43%	14.66%
ROE（归属母公司）（摊	2.74%	0.81%	72.15%	50.09%	42.92%
经营性 ROIC	-0.15%	0.16%	11.63%	41.45%	20.96%
偿债能力					
流动比率	2.53	1.70	1.15	1.77	1.50
速动比率	2.02	1.18	0.38	1.33	1.06
归属母公司权益/有息债务	13.62	-	0.20	2.82	0.84
有形资产/有息债务	15.35	-	1.38	6.26	2.47
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.05	0.01	2.30	3.20	4.81
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.15	0.30	-37.71	64.71	-20.99
每股自由现金流(FCFF)	0.89	-0.28	-61.13	53.07	-39.61
每股净资产	1.71	1.72	11.77	23.59	41.33
每股销售收入	1.15	1.58	34.62	50.20	75.55

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

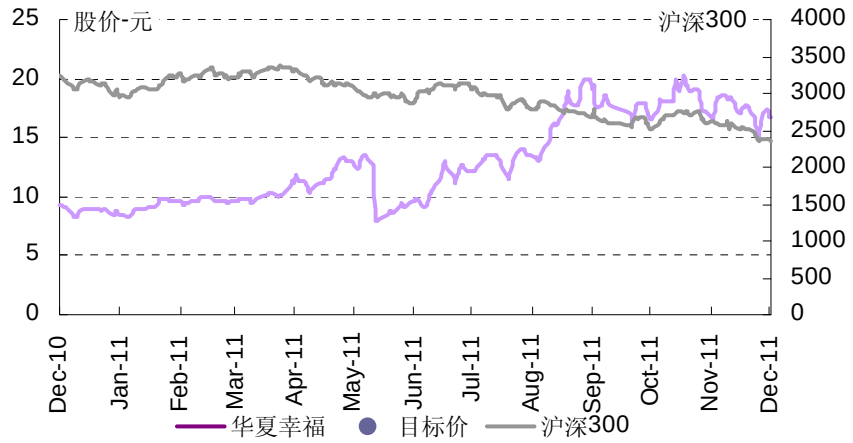
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

万知，经济学硕士，毕业于中央财经大学，1 年大型地产企业战略规划与项目管理工作经验，3 年证券公司研究所房地产行业研究经验。目前任光大证券房地产行业分析师。 实业与多年的研究经验使其对行业投资机会把握精准，并在业内拥有广泛人脉。2009 年挖掘阳光城、格力地产、交大博通。2010 年看空。2011 年挖掘宁波富达、格力地产等股票。 熟悉的上市公司有：万科、保利、金地、招地、宁波富达、格力地产、华发、荣盛发展、滨江集团、南京高科、黑牡丹、阳光城、华业地产、首开股份、北辰实业、世荣兆业、苏宁环球、合肥城建、新湖中宝、亿城股份等。

投资建议历史表现图

华夏幸福（600340）



日期	股价	目标价	评级

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebscn.com