



华夏幸福(600340.SH)

# 【联讯中小盘深度】产业新城开发典范，立足京津冀，辐射全国走向世界

2017年02月14日

投资要点

**买入(首次评级)**

当前价: 25.47 元  
目标价: 35 元

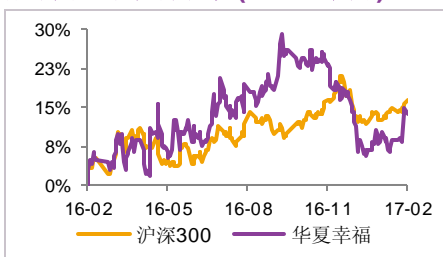
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919  
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	38335	47285	56464	70165
(+/-)	42.6%	23.4%	19.4%	24.3%
净利润	4987	6753	8283	10862
(+/-)	35.8%	35.4%	22.7%	31.1%
EPS(元)	1.81	2.20	2.70	3.54
P/E	16.97	11.58	9.44	7.20

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

## ◇ 把握城镇化发展需求，产业新城 PPP 模式全国瞩目

公司把握我国城镇化发展需求，建立起“以产兴城、以城带产，产城融合，城乡一体”的系统化发展理念，形成一套完整成熟的产业新城 PPP 模式。通过 PPP 模式，公司帮助政府解决人流、物流、资金流难题；产业新城与房地产开发有机结合，实现政府与企业双赢局面。包括固安产业园项目、固安高新区综合开发 PPP 项目及南京市溧水区产业新城项目等入选发改委、财政部的示范项目名单中。

## ◇ 借国家重大战略东风，布局遍及全国重点城市群与中心城市

公司紧跟京津冀一体化、长江经济带、“一带一路”等国家级重大战略，以京津冀地区为中心，将产业新城开发模式输出至包括长三角、长江中游、成渝、中原、珠三角等全国重点城市群，围绕北上广深、郑州、杭州、武汉、重庆、成都、沈阳等中心城市，拥有大量产业新城开发项目。目前，公司已正式签下的产业新城总规划面积超过 3100 平方公里；2016 年至今签订产业新城(产业小镇)合作备忘录/框架协议的规划总面积接近 1000 平方公里。

## ◇ 响应“一带一路”，推进全球化战略

2016 年，公司在与“一带一路”沿线国家合作方面取得一系列突破，与印尼、印度、越南、埃及等国家政府及公司签署合作协议。未来，公司将以东南亚、南亚为重点，兼顾非洲、美国、中东欧等地区，持续发展产业新城业务，全力推进公司全球化战略发展。

## ◇ 房地产项目储备充足，销售逐渐释放

围绕现有产业新城开发区域，储备大量地产项目。2016 年，公司累计签约销售面积为 956.56 万平方米，销售额合计 1005.49 亿元。截至 2016 年前 3 季度，公司持有待开发土地面积 608.48 万平米，新增一级土地整理面积 113.53 万平方米。2016 年至今，公司下属公司公告拿地面积合计达 479 万平方米；为公司房地产板块业绩释放带来强力续航能力。

## ◇ 盈利预测与估值

公司预告 2016 年归母净利润同比增长 30%-40%。我们预计，16/17/18 年，公司实现归母净利润 65.00、79.74、104.56 亿元；EPS 为 2.2、2.7、3.54 元；对应 PE 为 11.58X、9.44X、7.20X。给予公司 2017 年 PE 13X，公司目标价 35 元，涨幅空间 37.4%；首次覆盖，给予“买入”评级。

## ◇ 风险提示

(1) 宏观经济风险；(2) 房地产政策不确定性；(3) PPP 模式政策风险。



## 投资案件

### 盈利预测与估值

16/17/18年,公司营业收入将达到472.85、564.64、701.65亿元;净利润达到67.53、82.83、108.62亿元;实现归母净利润65.00、79.74、104.56亿元;EPS为2.2、2.7、3.54元;对应PE为11.58X、9.44X、7.20X。

我们仅考虑房地产板块,选取市值在500亿以上的房地产股票作为参考标的,对比公司与它们的PE、EPS。整体来看,华夏幸福PE明显低于行业平均水平,EPS明显高于行业平均水平。我们认为,尽管房地产板块并不能完整反映公司盈利能力与估值水平,但鉴于园区股票估值更高,房地产行业均值是相对合理和保守的估值。因此,给予公司2017年13XPE,公司目标价35元,涨幅37.4%;首次覆盖,给予“买入”评级。

### 关键假设点

(1) 产业发展服务未来两年保持稳定较快增长,假设17/18年,产业发展服务营业收入年增长约16%,毛利率95%;

(2) 基础设施建设逐渐交付,假设17/18年,基础设施建设营业收入分别增长44.1%、21.6%,毛利率35%;

(3) 17/18年,土地整理收入增速与2015年持平,为14.32%,毛利率15%;

(4) 受15/16年房地产销售增长及部分在建项目17年开始交付影响,17/18年,园区住宅&城市地产开发收入增加,增速为20%/30%,毛利率23%/26%。

### 有别于大众认识

市场普遍从华夏幸福的两大主业产业开发及房地产两条主线分析公司基本面情况,我们从更深一层次来看,华夏幸福作为民营企业,在PPP产业园区开发方面能够脱颖而出,是因为其真正把握到了我国城镇化的需求点,享受到我国城镇化发展及产业转移兴起的红利。

### 股价表现的催化剂

产业园区发展顺利,产业新城相关结算加快;PPP模式全面推广,各地特色小镇政策出台,后续名单公布;产业园区配套住宅销售持续旺盛。

### 核心假设风险

- (1) 产业新城建设开发进度不及预期;
- (2) 基础设施建设与交付进度不及预期;
- (3) 房地产项目建设进度不及预期;
- (4) 国家宏观政策风险。



## 目 录

投资案件 .....	2
盈利预测与估值 .....	2
关键假设点 .....	2
有别于大众认识 .....	2
股价表现的催化剂 .....	2
核心假设风险 .....	2
一、华夏幸福：全球产业新城开发引领者 .....	6
二、为什么是华夏幸福？——华夏幸福成功模式分析 .....	7
（一）准确把握城镇化方向，享受城镇化过程红利 .....	7
（二）准确把握城镇化需求，PPP 模式盘活人流、物流、资金流 .....	10
（三）固安模式撬动“以产兴城、以城带产” .....	12
（四）产业新城与房地产有机结合，实现政府与企业双赢 .....	15
（五）围绕产业新城增强房地产开发销售续航能力 .....	16
三、紧跟国家重大战略，产业新城模式多区域复制 .....	18
（一）深耕京津冀区域，建立“产业新城+地产开发+轨交建设” .....	18
1、京津冀一体化为产业发展带来新活力 .....	18
2、产业先行，成绩斐然 .....	20
3、拿下廊涿固保城际铁路项目，实现“产业新城+城轨交通” .....	21
（二）产业新城项目多点开花 .....	23
1、长江经济带——长三角、长江中游、成渝城市群 .....	23
2、中原城市群——环郑州地区 .....	25
3、进军珠三角，储备项目值得期待 .....	26
（三）响应“一带一路”战略，推进全球化发展 .....	28
四、融资力度不断增加，负债率维持高位 .....	29
五、盈利预测与估值 .....	31
（一）盈利预测 .....	31
（二）估值与投资建议 .....	33
六、风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1： 2011-2016 年 3 季度公司营业收入及增速 .....	6
图表 2： 2011-2016 年 3 季度公司盈利能力 .....	6
图表 3： 2016 年上半年各项业务收入比重 .....	6
图表 4： 2011-2016 年上半年各项业务营业利润（亿元） .....	6
图表 5： 全国城镇化率 .....	7
图表 6： 全国各地区城镇化水平 .....	8
图表 7： 2015 年“北上广深” GDP 比重 .....	8
图表 8： 2015 年“北上广深”人口比重 .....	8



图表 9: 1991-2015 年“北上广深”固定资产投资情况.....	9
图表 10: 2015 年“北上广深”人口密度(人/平方公里).....	9
图表 11: 我国“两横三纵”城镇化格局.....	10
图表 12: 全国 PPP 项目情况.....	11
图表 13: 片区开发二级子行业项目个数.....	11
图表 14: 片区开发二级子行业项目金额.....	11
图表 15: 华夏幸福 PPP 模式.....	12
图表 16: 华夏幸福区域开发运作模式(固安模式).....	13
图表 17: 固安产业园情况.....	15
图表 18: 固安经济实现跳跃式发展.....	16
图表 19: “产业新城+房地产”双轮驱动.....	16
图表 20: 产业园区配套住宅签约销售额(亿元).....	17
图表 21: 城市地产签约销售额(亿元).....	17
图表 22: 2016 年公司房地产开发项目累计销售面积.....	17
图表 23: 2016 年公司土地储备与下属公司土地竞标情况.....	18
图表 24: “京津冀一体化”概念演变.....	19
图表 25: “京津冀一体化”发展目标.....	19
图表 26: 京津冀地区城市定位.....	20
图表 27: 京津冀地区产业新城分布.....	20
图表 28: 京津冀地区轨道交通规划方案.....	21
图表 29: 廊涿固保城际铁路项目规划图.....	22
图表 30: 九州纵横城际铁路有限公司股权.....	22
图表 31: 长江经济带战略.....	23
图表 32: 长江经济带发展战略.....	24
图表 33: 长江经济带上下游产业转移.....	24
图表 34: 长江地区产业新城分布.....	25
图表 35: 中原地区产业新城合作情况.....	25
图表 36: 珠三角地区产业新城合作情况.....	26
图表 37: 惠州潼湖生态智慧区交通位图.....	27
图表 38: 公司海外战略分布.....	28
图表 39: 海外地区产业新区合作情况.....	29
图表 40: 2011-2016 年 3 季度三费比率.....	30
图表 41: 2011-2016 年 3 季度公司资产负债率.....	30
图表 42: 房地产行业平均资产负债率.....	30
图表 43: 长期资产负债率.....	30
图表 44: 2015-2016 年公司发行公司债情况.....	30
图表 45: 2016 年公司增发情况.....	31
图表 46: 公司 2016-2018 年营业收入预测.....	32



图表 47: 可比公司一致性预期 (2017/2/13) .....	33
图表 48: PE (TTM) Band.....	33
图表 49: PB (TTM) Band.....	34
附录: 公司财务预测表 .....	35



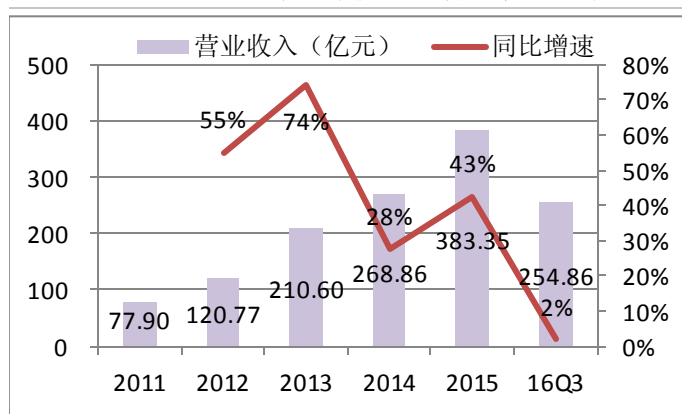
## 一、华夏幸福：全球产业新城开发引领者

华夏幸福基业股份有限公司创立于 1998 年。公司以“经济发展、社会和谐、人民幸福”的产业新城为核心产品，秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的系统化发展理念，通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作模式，探索并实现所在区域的经济、城市发展和民生保障，有效提升区域发展的综合价值。

公司产业新城业务开展，坚持立足京津冀，积极拓展长江经济带、珠三角，辐射东南亚及“一带一路”覆盖国家。目前，公司的事业版图遍布北京、河北、广东、辽宁、江苏、浙江、四川、安徽、印度尼西亚等全球 50 余个区域，并聚焦 10 大重点产业，形成了近百个区域级产业集群。截至 2016 年 6 月底，公司为各地产业新城累计引进签约企业超 1100 家，招商引资额近 2800 亿元，创造新增就业岗位 4.2 万个。

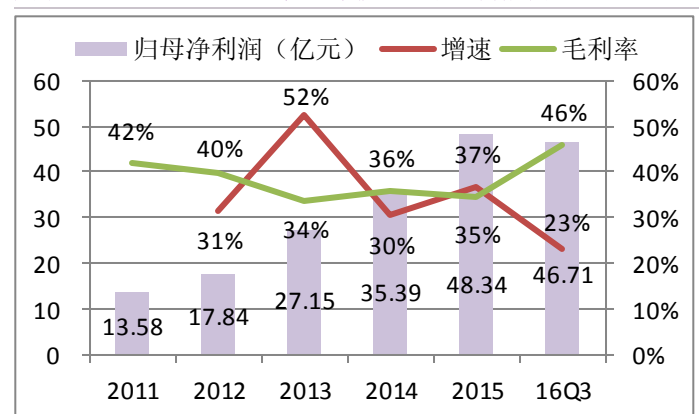
伴随公司各产业新城项目建设投资开展，公司营收能力不断增强。截至 2016 年前 3 季度，公司共实现营业收入 254.86 亿元，同比增长 1.82%；实现归母净利润 46.71 亿元，同比增长 22.32%；扣非后归母净利润 43.59 亿元，同比增长 21.74%。

图表1： 2011-2016 年 3 季度公司营业收入及增速



资料来源：Wind，联讯证券

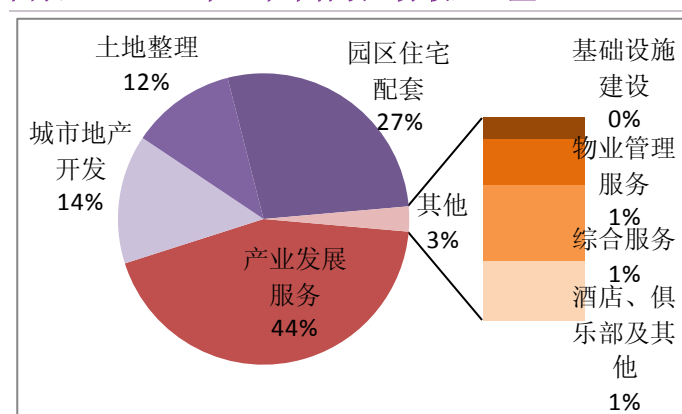
图表2： 2011-2016 年 3 季度公司盈利能力



资料来源：Wind，联讯证券

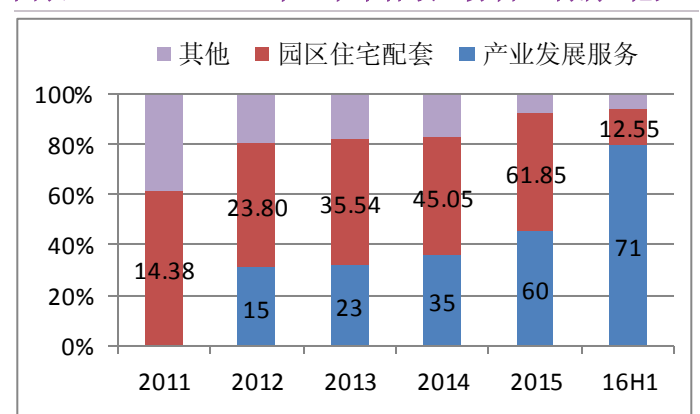
公司围绕产业新城，储备大量配套住宅用地，住宅销售收入成为公司重要的营业收入来源。而产业园区开发与新城建设服务毛利较高，是公司主要的利润来源。

图表3： 2016 年上半年各项业务收入比重



资料来源：Wind，联讯证券

图表4： 2011-2016 年上半年各项业务营业利润（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券





2017年1月4日，公司发布业绩预增公告，预计2016年度实现归属于上市公司股东净利润较上年同期增长30%-40%，对应为62.41-67.21亿元，对应EPS为2.11-2.27元。

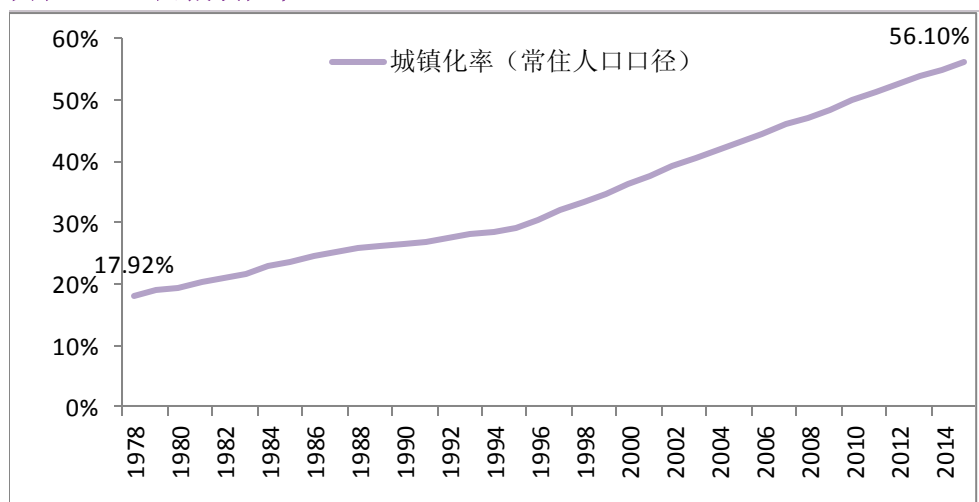
## 二、为什么是华夏幸福？——华夏幸福成功模式分析

如今，华夏幸福已经成为产业地产中的龙头企业，其PPP模式成为我国城镇化推广的典型案列与标杆，公司产业新城项目在近两年实现快速复制。华夏幸福已经在众多地产公司中脱颖而出。我们不禁要问，为什么是华夏幸福，作为民营企业，其模式缘何能成功？

### （一）准确把握城镇化方向，享受城镇化过程红利

自改革开放以来，随着经济发展，我国城镇化率不断提升，从1987年的17.9%提升至2015年的56.1%。

图表5：全国城镇化率



资料来源：Wind，联讯证券

但是从区域分布来看，我国城镇化进程差异极大。北京、上海、天津属于第一梯队，城镇化率达80%以上；广东、辽宁、江苏、浙江、福建、重庆、内蒙古、黑龙江、山东、湖北等处于全国平均水平以上；其余省份全处于全国平均水平线以下。



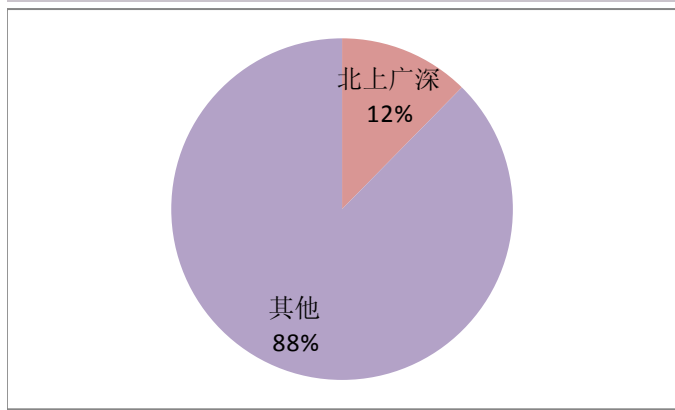
图表6： 全国各地区城镇化水平



资料来源:Wind, 联讯证券

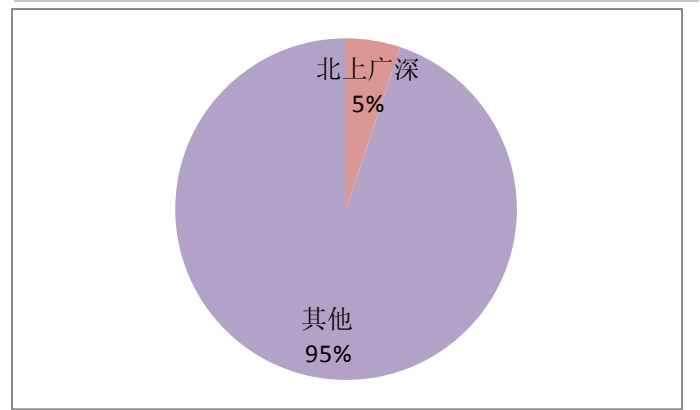
城镇化程度不一致，体现出我国地区经济发展不均衡，人流、物流、资金流都向大城市、经济发达地区转移。由于资金的聚集效应，近 40 年间，我国形成了北上广深 4 个超大城市，以占全国 5%的人口总数创造了近 12%的经济总量。

图表7： 2015 年“北上广深” GDP 比重



资料来源: Wind, 联讯证券

图表8： 2015 年“北上广深”人口比重

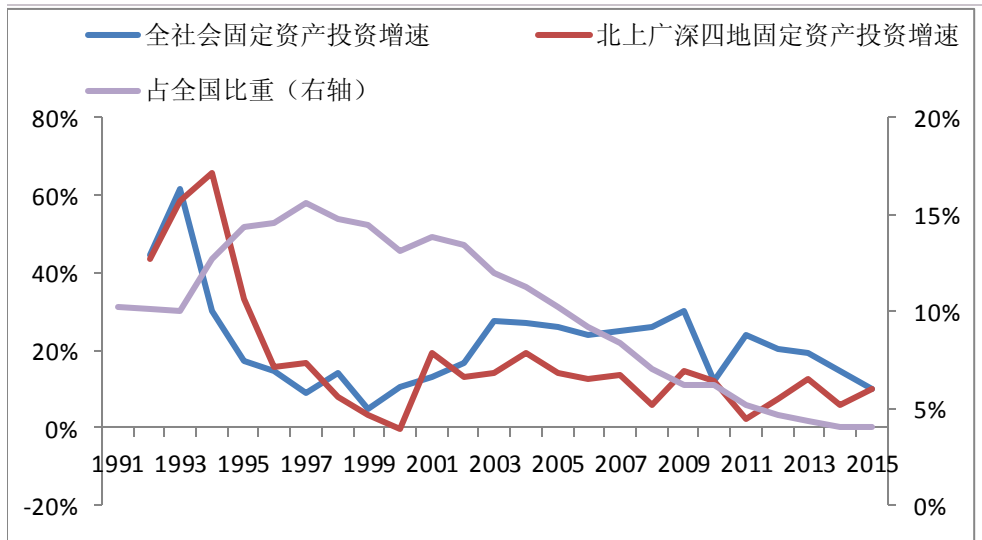


资料来源: Wind, 联讯证券





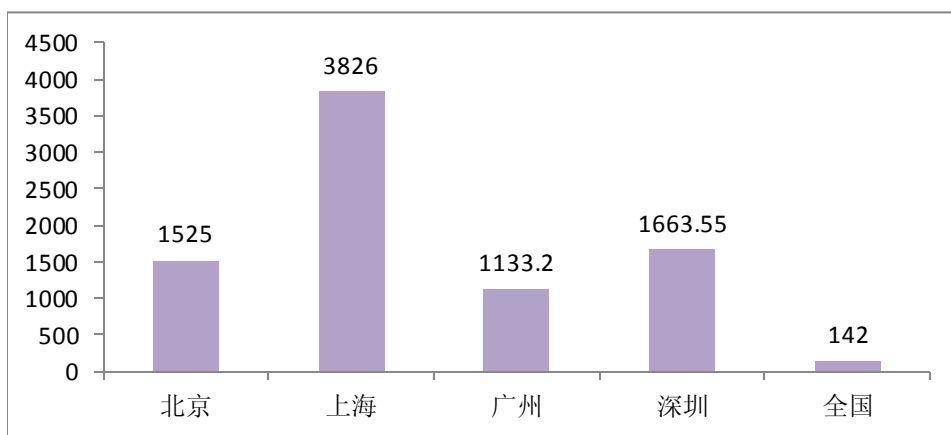
图表9： 1991-2015 年“北上广深”固定资产投资情况



资料来源: Wind, 联讯证券

但由此所带来的就是“大城市病”突出。所谓“大城市病”，即人地矛盾突出、交通拥挤、环境恶化、资源紧张等“病症”。因此我们看到，各地的购房限购、汽车摇号、呼吁征收拥堵费等措施频频出现。但这些政策只能是“治标不治本”。

图表10： 2015 年“北上广深”人口密度 (人/平方公里)



资料来源: Wind, 联讯证券

“大城市病”只是我国经济区域发展不均衡的一个缩影。因此就带来了**新型城镇化建设以及产业转移与承接的现实需求**。归根究底还是要将人流、资金流、物流向经济欠发达地区转移。在这其中，最容易和最先实现的，将是大城市资源外溢，产业向周边地区转移，从而形成城市群。国家近年来出台的一系列政策都在力求达到优化产业结构、实现产业转移，调整空间布局的目的。

城镇化建设与产业转移是我国经济结构调整的重要途径。2013 年，中央首次召开城镇化工作会议，明确城镇化发展方向；2014 年，《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》出台；2016 年，国务院印发《关于深入推进新型城镇化的若干意见》；期间又有众多配套政策、专项政策出台。政策的密集发布，足以显现国家对推动城镇化建设的决心；对各地方政府来说，也是未来经济工作的工作重心之一。**城镇化与产业转移相辅相成，如何进行产业布局调整，也是实现有序的城市群一体化发展的重点问题。**各地方政府，



尤其是围绕我国几大城市圈的三四线城市，对这部分的需求极大。

图表11： 我国“两横三纵”城镇化格局



资料来源:北京商报, 联讯证券

在城镇化的浪潮下，华夏幸福围绕京津冀、长江经济带、珠三角等热点地区，先后布局京津冀城市群、长三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群、珠三角城市群、以及中原城市群等，围绕北上广深、杭州、郑州、重庆、成都、沈阳等重点城市拓展产业新城、产业小镇与房地产开发业务，直接享受大城市发展与城镇化所带来的红利。

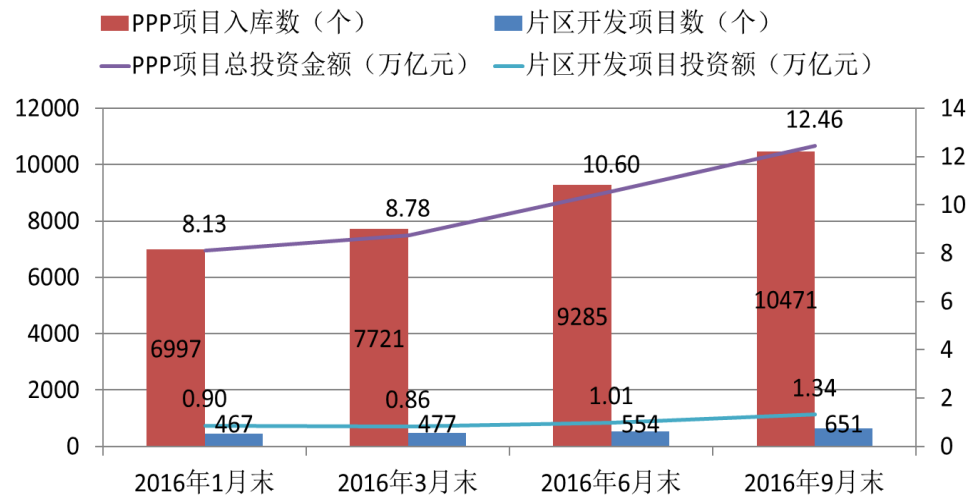
## （二）准确把握城镇化需求，PPP 模式盘活人流、物流、资金流

但问题是，面对大城市资金与人口的聚集效应，如何引导产业与人口前往中小城市，尤其避免出现“空城”、“死城”。城镇化并不是三五年能够完成，大量的先期投入，在不增加地方政府债务比重的情况下，钱从哪里来？又如何能做到在不增加政府债务负担的同时实现可持续发展？答案自然是 PPP 模式。

在国家大力推动下，全国 PPP 项目数与投资金额快速增长。截至 2016 年 11 月 30 日，全国 PPP 综合信息平台项目库入库项目数达到 10828 个，总投资金额 129538.75 亿元；其中，城镇综合开发类 PPP 项目达到 668 个。

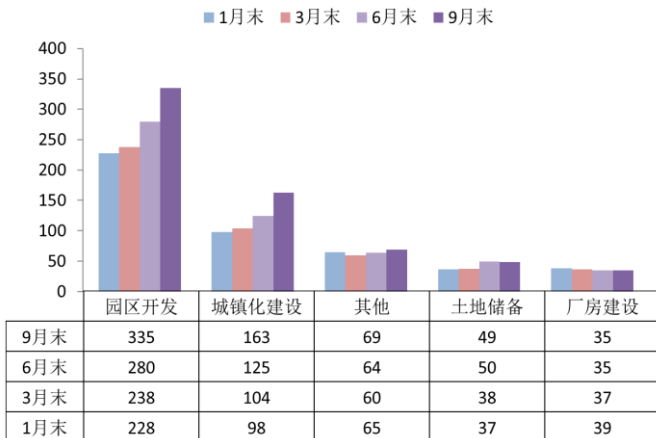


图表12: 全国 PPP 项目情况



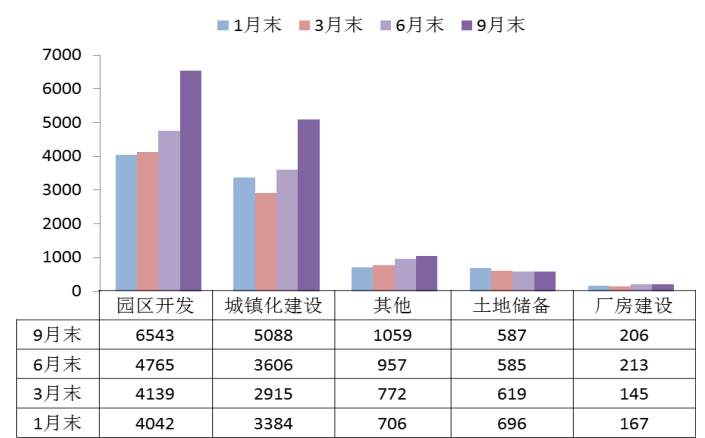
资料来源:财政部, 联讯证券

图表13: 片区开发二级子行业项目个数



资料来源: Wind, 联讯证券

图表14: 片区开发二级子行业项目金额



资料来源: Wind, 联讯证券

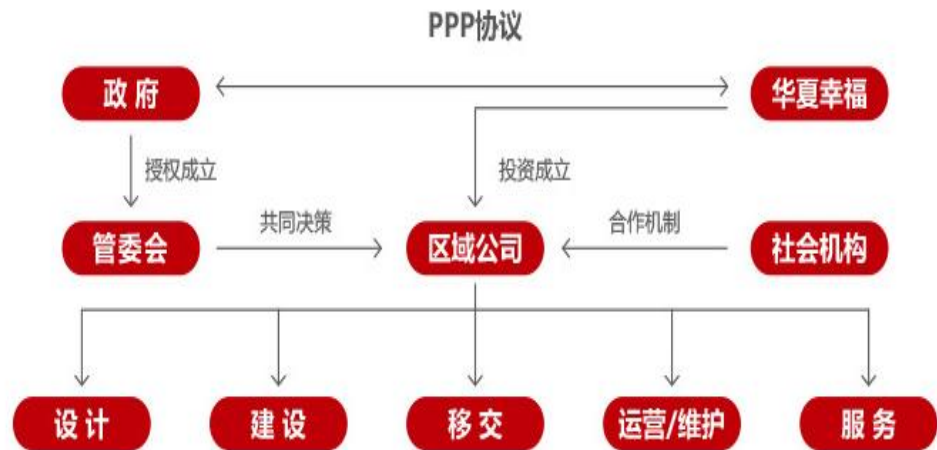
目前, 国家积极推广 PPP 模式, 而公司则快人一步, 通过多年积累已拥有丰富的产业新城开发与 PPP 运作经验。

近几年, 公司在以 PPP 模式进行产业新城开发中并取得瞩目的成绩, 获得国家高层认可。2015 年, 固安产业园项目入选发改委首批 PPP 典型案例, 固安新兴产业区并被工信部授予“国家新型工业化产业示范基地”称号。2016 年, 河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发 PPP 项目及南京市溧水区产业新城项目入选财政部公布第三批 PPP 示范项目。

公司与政府共同探索 PPP 开发运作模式。通过签订合作协议, 华夏幸福设立项目公司 (SPV), 并向项目公司投入注册资本金与项目开发资金, 当地政府授予项目公司特许经营权。项目公司作为投资及开发主体, 负责产业新区的设计、投资、建设、运营、维护等一体化市场运作, 着力打造区域品牌。园区管委会履行政府职能, 负责决策重大事项、制定规范标准、提供政策支持, 以及基础设施及公共服务价格和质量的监管等, 以保证公共利益最大化。



图表15: 华夏幸福 PPP 模式



资料来源:公司官网, 联讯证券

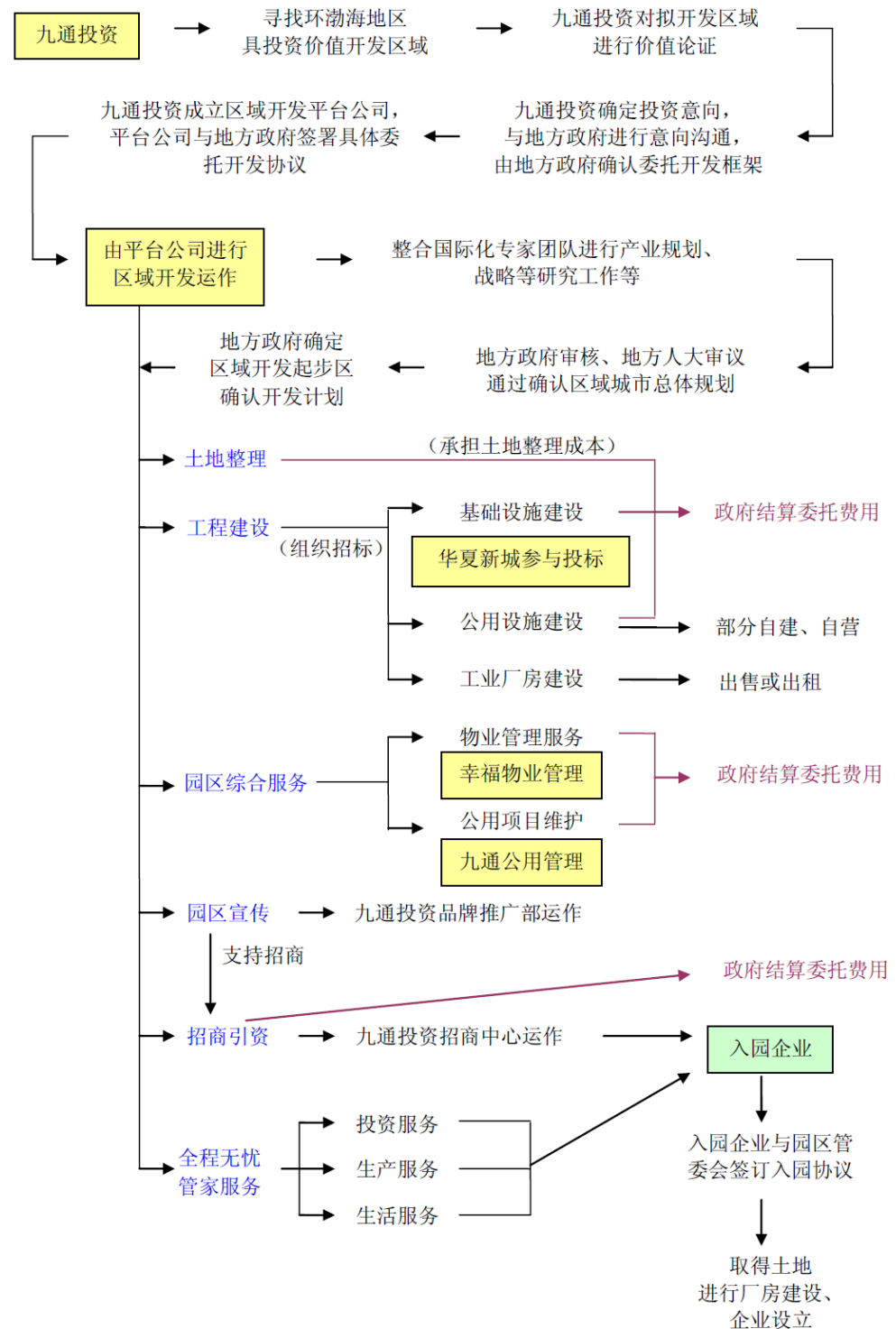
公司正是通过 PPP 模式, 帮助政府解决城镇化与产业承接中, 缺乏资金、人才的问题, 通过公司“以产兴城、以城带产”的运作模式, 使得产业园区发展实现有机循环, 避免出现“空城”、“死城”现象, 实现真正的长远发展。

### (三) 固安模式撬动“以产兴城、以城带产”

自 2002 年公司投入固安工业园区的开发与建设以来, 公司在产业园区开发、建设与运营领域积累丰富的经验, 在业内树立起多个标杆项目。公司建立起“以产兴城、以城带产, 产城融合, 城乡一体”的系统化发展理念。



图表 16: 华夏幸福区域开发运作模式 (固安模式)



资料来源:公司公告, 联讯证券

在固安 PPP 模式中, 公司提供设计、投资、建设、运营一体化服务。包括: 土地整理、基础设施建设、公共设施建设及运营服务、产业发展与服务、规划咨询服务等。

一是提升城市承载能力。2016 年上半年, 新增道路完工里程 4.87 公里, 截至上半年末, 园区累计道路完工里程 136.16 公里。



**二是完善城市功能体系。**包括教育体系、商业体系、医疗卫生体系、商务行政以及魅力与文体。

**三是改善生态环境。**截至 2016 年上半年，固安区域已建设完成 14 万平方米的中央公园、200 万平方米的城市环线绿廊、13 万平方米的孔雀大湖、50 万平方米的大广带状公园、100 万平方米的永定河运动公园等公园体系，形成一核一环两廊多片的城市景观体系，园区绿化面积约 540 万平方米。

根据规划，固安区域构建 1332 现代产业体系，即一个核心——全球技术商业化中心（GTC），三大制造业支柱产业——生物医药、电子信息、装备制造，三大服务业支柱产业——电商物流、总部商务、数字创意，两大都市型辅助产业——都市医养、都市文旅。利用产业新城产能集中的优势，通过资本与产业导入，大力发展“一高一新一新”产业，致力于打造集产、学、研、政、金于一体的完整产业链平台。

**产——**重点发展航天、生物医药、电子商务、新材料、装备制造、电子信息、节能环保、汽车零部件、生产型服务业九大产业集群。2016 年上半年，固安区域新增招商签约企业 74 家，新增签约投资额 138.89 亿元。

**学、研——**与包括中国航天科技集团第一研究院、中国航空气动力技术研究院、清华大学，以及河北大学、燕山大学、河北工业大学、河北农业大学、河北医科大学等在内的众多高校及科研院所签订合作协议。

清华大学重大科技项目中试孵化基地是清华大学面向河北省社会经济发展重点需求倾力打造的集“创新研发、项目孵化、技术转移、支撑服务”四位一体的产学研协同创新平台。

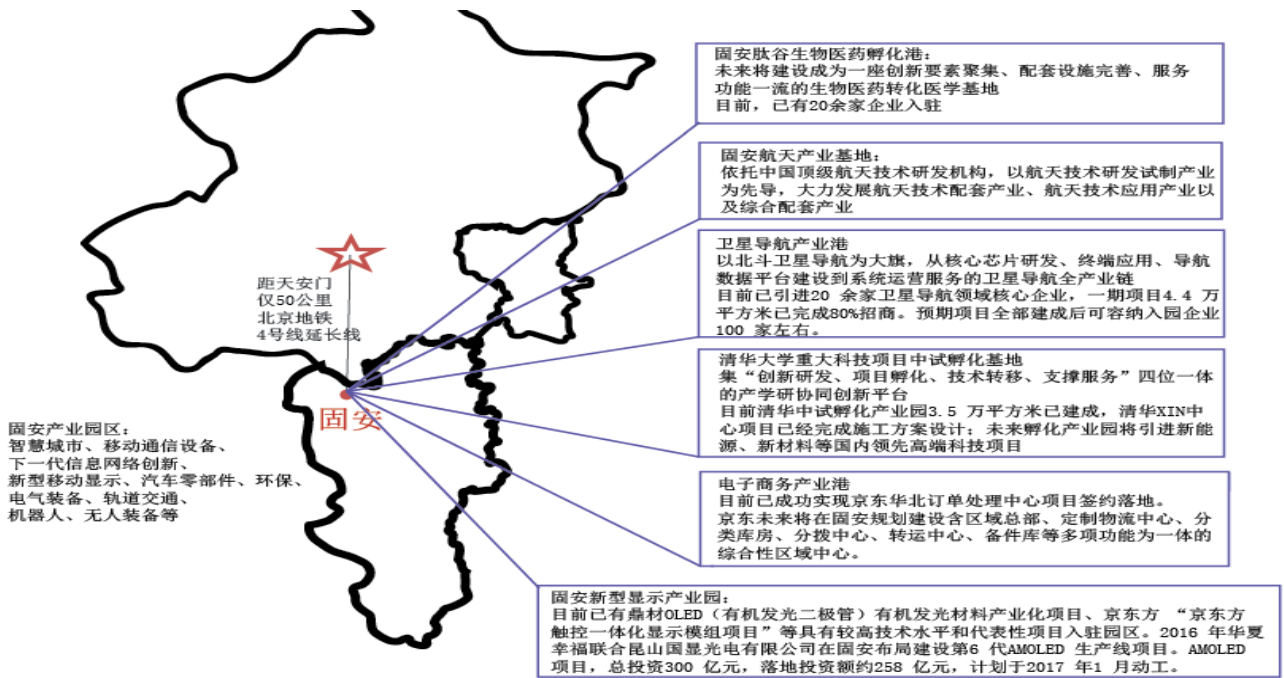
此外，固安建成全国第一个国家级博士后成果转化基地。太库（固安）新材料国际创新中心落地运营，标志着固安产业新城在挖掘创新源、搭建产学研平台、共创孵化基地的一次深度实践，以及“全球技术商业化中心（GTC）”建设步入新阶段。

**金——**坚持金融投资服务体系多元化，整合自有资金、政府资金、企业资金和战略投资资金，打通天使投资、引导基金和产业基金的资金链，围绕产业集群搭建产业引导基金。





图表17: 固安产业园情况



资料来源:公司公告、联讯证券

**收益回报模式是使用者付费和政府付费相结合。**政府付费方面，一般采用政府购买服务付费方式。本着“谁投资、谁受益”原则，将合作区域内所新产生的收入扣除上缴中央、省级、市级及区级财政后的部分，政府按约定留存比例后，剩余全部作为支付公司的服务费用资金来源。合作区域内所新产生的收入是指合作期限内合作区域内单位与个人经营活动新产生的各类收入，主要包括税收收入，土地使用权出让收入，非税收入、专项收入、专项基金等。政府所支付费用包括基础设施、公共设施建设项目的成本及收益，土地整理投资及收益，产业发展服务，规划设计、咨询服务费，物业管理、公共项目维护及公用事业服务等。

2017年，PPP项目有望加速批复和落地。公司固安的PPP模式实践，为我国新型城镇化的可持续发展开辟了全新道路。在当前国家大力推行新型城镇化建设，推广PPP模式的大环境下，作为行业先行者，华夏幸福产业新城PPP模式取得良好的业界认可，为未来在其他地区复制起到良好的示范作用，公司规模优势与品牌效应将帮助公司获得更多与地方政府合作的机会。

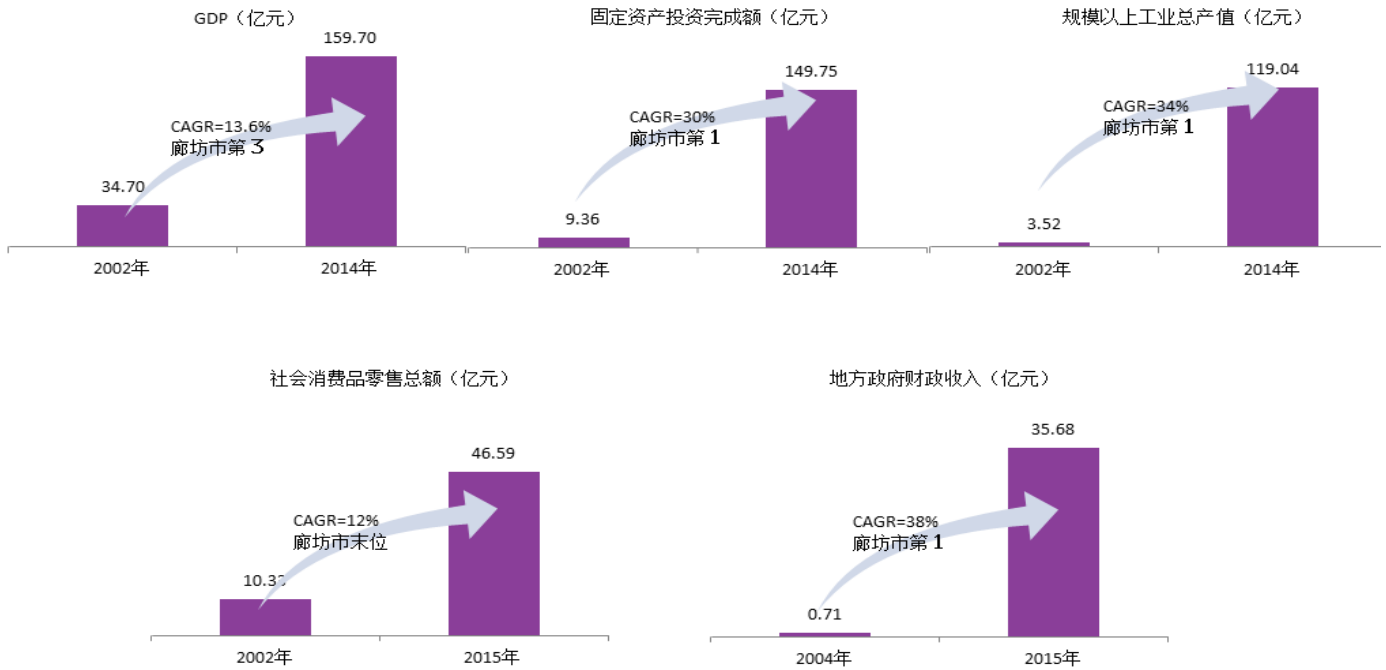
#### （四）产业新城与房地产有机结合，实现政府与企业双赢

从2002年固安工业园区奠基至今，固安产业新城项目帮助固安在经济发展方面实现快速提升。“十二五”期间，固安全县人均GDP增长了4倍，财政收入增长了24倍，2015年全县一般公共预算收入跃升到全省第二位，并且跻身全国最具发展潜力百强县（市）前十位，位列全国县域经济创新力50强前三名。多项经济指标位居廊坊市第一。





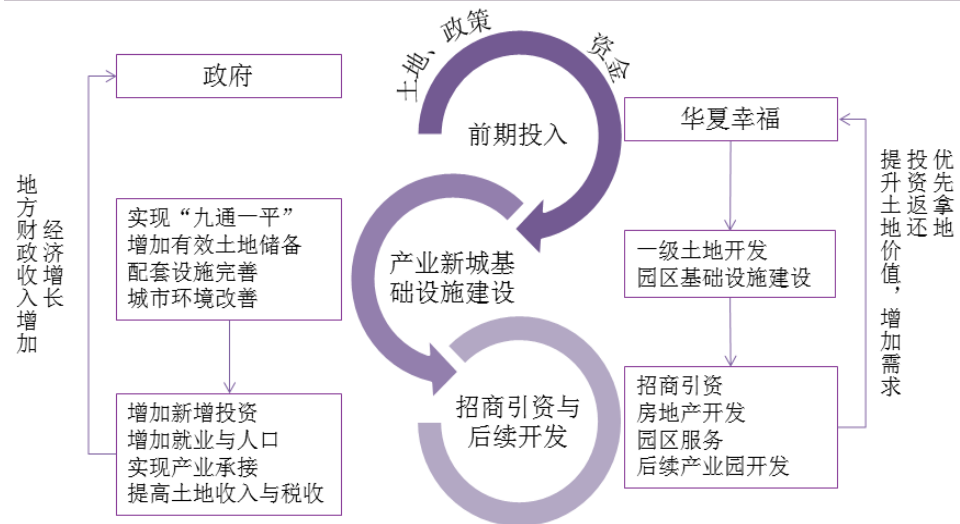
图表18: 固安经济实现跳跃式发展



资料来源:Wind, 联讯证券

我们应该看到, 地方财政收入增速远远快于其他指标的增速, 这其中, 有计划的土地出让及房地产开发有紧密的关系。华夏幸福也利用自身在房地产领域上的优势, 实现“产业新城+房地产”的双轮驱动; 政府与公司实现“双赢”。

图表19: “产业新城+房地产”双轮驱动



资料来源: 联讯证券

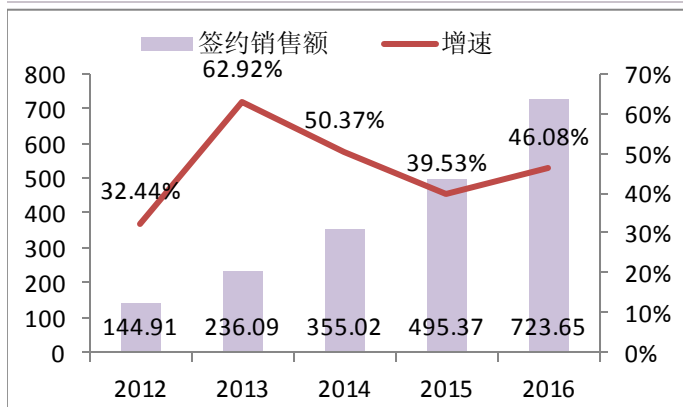
### (五) 围绕产业新城增强房地产开发销售续航能力

随着公司产业新城业务日趋成熟, 公司房地产开发围绕产业新城开展, 取得了良好的效果。2016年, 公司累计签约销售面积为956.56万平方米, 销售额合计1005.49亿元。其中, 产业园区配套住宅签约销售额达到723.65亿元, 同比增长46.08%, 占比72%;



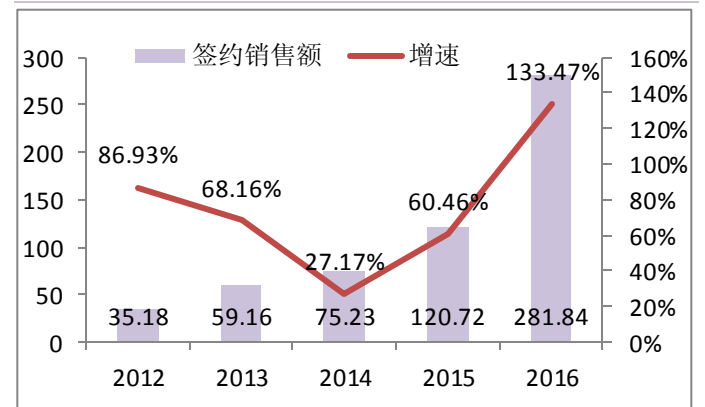
销售面积达到 711.80 万平方米，同比增长 10.78%，占比 74.4%；城市地产签约销售额达 281.84 亿元，同比增长 133.47%；销售面积 240.76 万平方米，同比增长 87.49%。

图表20： 产业园区配套住宅签约销售额（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

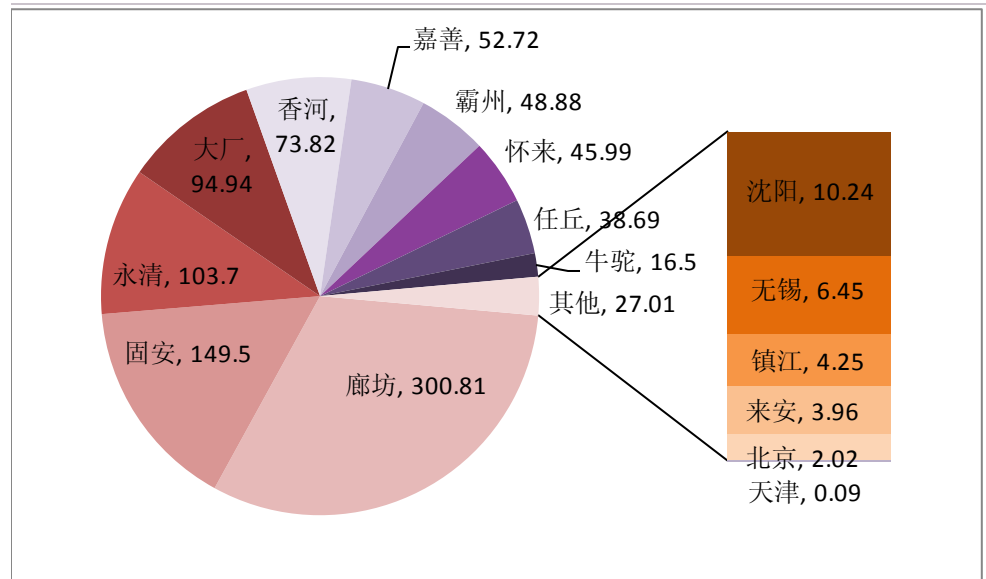
图表21： 城市地产签约销售额（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

分地区看，2016 年，京津冀地区房地产销售面积达到 862.4 平方米。同时，此前获得的嘉善等非京津冀地区房地产项目也进入开发销售周期。

图表22： 2016 年公司房地产开发项目累计销售面积

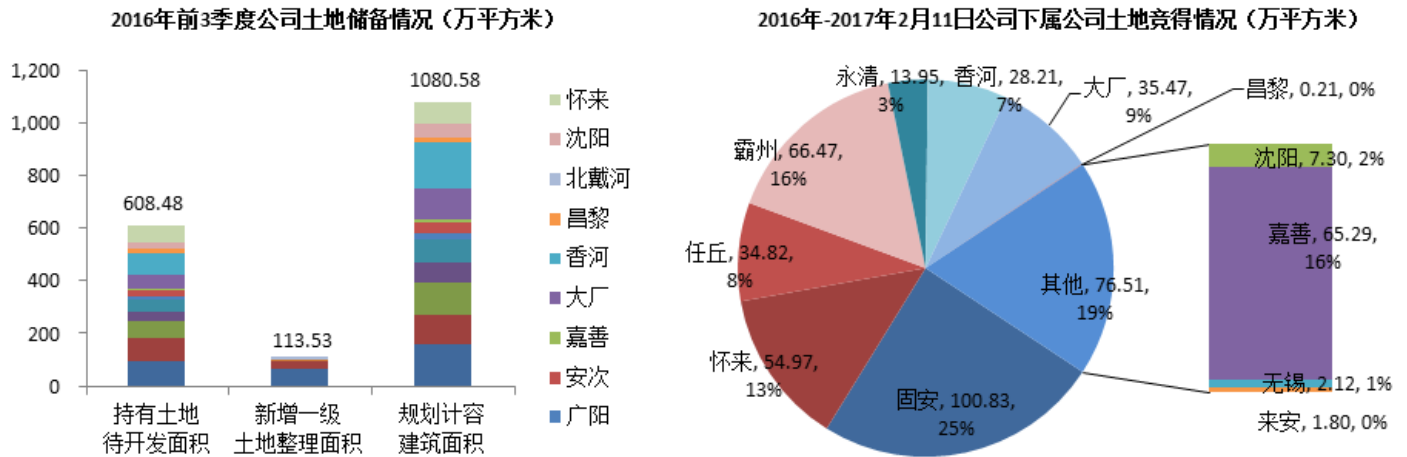


资料来源：公司公告，联讯证券

2016 年，公司仍围绕产业新城周边地区拿地，以环北京地区为主，并逐渐增加南京、无锡、嘉善等长江下游地区土地储备。截至 2016 年前 3 季度，公司持有待开发土地面积 608.48 万平米，新增一级土地整理面积 113.53 万平米。2016 年至 2017 年 2 月，公司搞搞下属公司拿地合计面积达 479 万平方米。



图表23: 2016年公司土地储备与下属公司土地竞标情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 三、紧跟国家重大战略，产业新城模式多区域复制

京津冀一体化、长江经济带、“一带一路”是当前我国三大国家级战略。公司也充分把握战略契机，深耕京津冀，并加紧在长江流域、珠三角等国家重点城市群拿下多个项目，布局紧跟政策步伐。“三年百城”战略就是公司在紧跟国家重大发展战略的脚步下应运而生的。2015年9月18日，华夏幸福的董事长王文学向高管下达军令状，要求集团必须在三年内完成全国百城布局，即三年内拓展100个县域委托区域。

2016年7月20日，住房城乡建设部、发改委、财政部发布《关于开展特色小镇培育工作的通知》，决定在全国范围开展特色小镇培育工作，计划到2020年，培育1000个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，引领带动全国小城镇建设。10月14日，住建部公布了第一批中国特色小镇名单，进入这份名单的小镇共有127个。10月31日，发改委发布《关于加快美丽特色小(城)镇建设的指导意见》，就加快特色小(城)镇建设提出了具体的指导性意见。11月4日，公司在南京空港会展小镇的揭幕标志着公司正式形成产业小镇的产品线。同时，公司宣布开启特殊小镇升级战略，提出将以成熟的PPP市场化运作机制，力争实现“一年产业有看头，两年创新有势头，三年小镇成龙头”。

在区域选择上，公司秉承一贯的选择标准，积极跟进国家重大规划，布局重大城市群与核心城市。截至目前，公司受托的产业新区分布在京津冀城市群、长三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群、珠三角、中原城市群、辽中南城市群；手握近60个产业新城项目(含未正式签约项目)，已签下总规划面积超过3100平方公里；2016年至今签订产业新城(产业小镇)的框架协议(含合作备忘录)规划总面积接近1000平方公里。

#### (一) 深耕京津冀区域，建立“产业新城+地产开发+轨交建设”

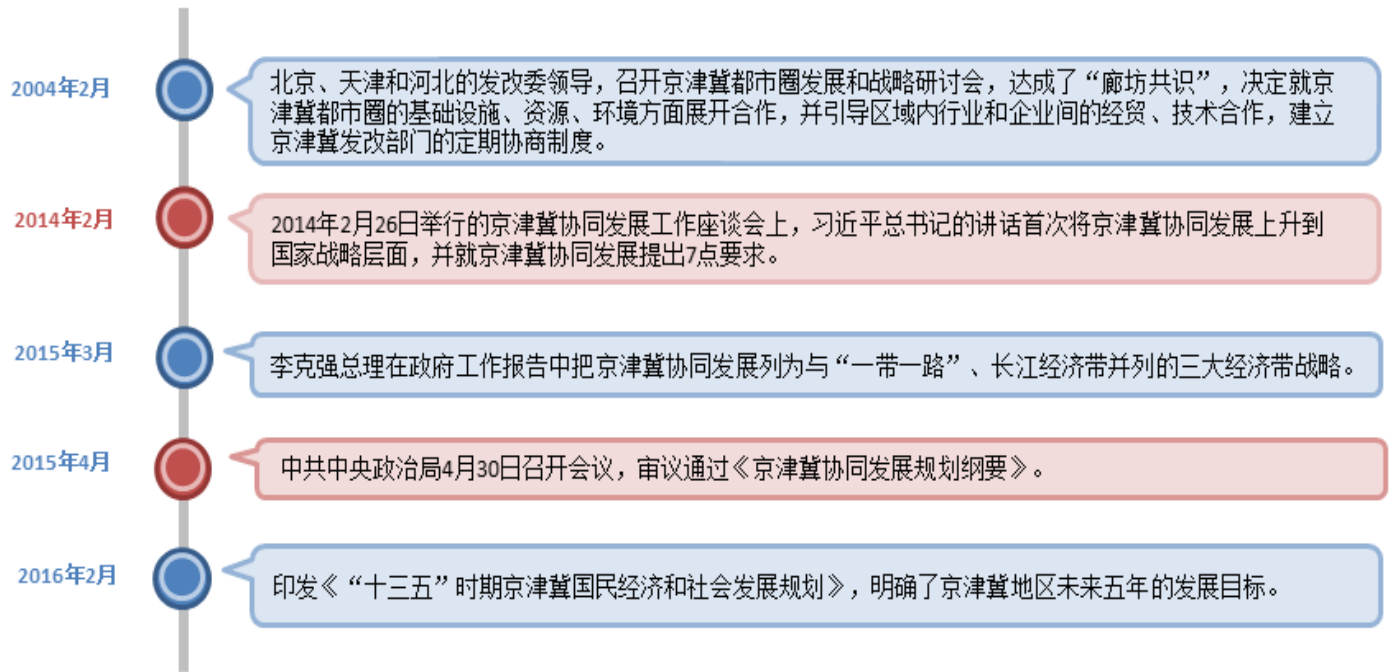
##### 1、京津冀一体化为产业发展带来新活力

京津冀一体化最早来源于1982年提出的“首都圈”概念；2004年，三地领导在发改委召集下，达成“廊坊共识”；2011年，“十二五”规划纲要中提出打造“首都经济圈”。



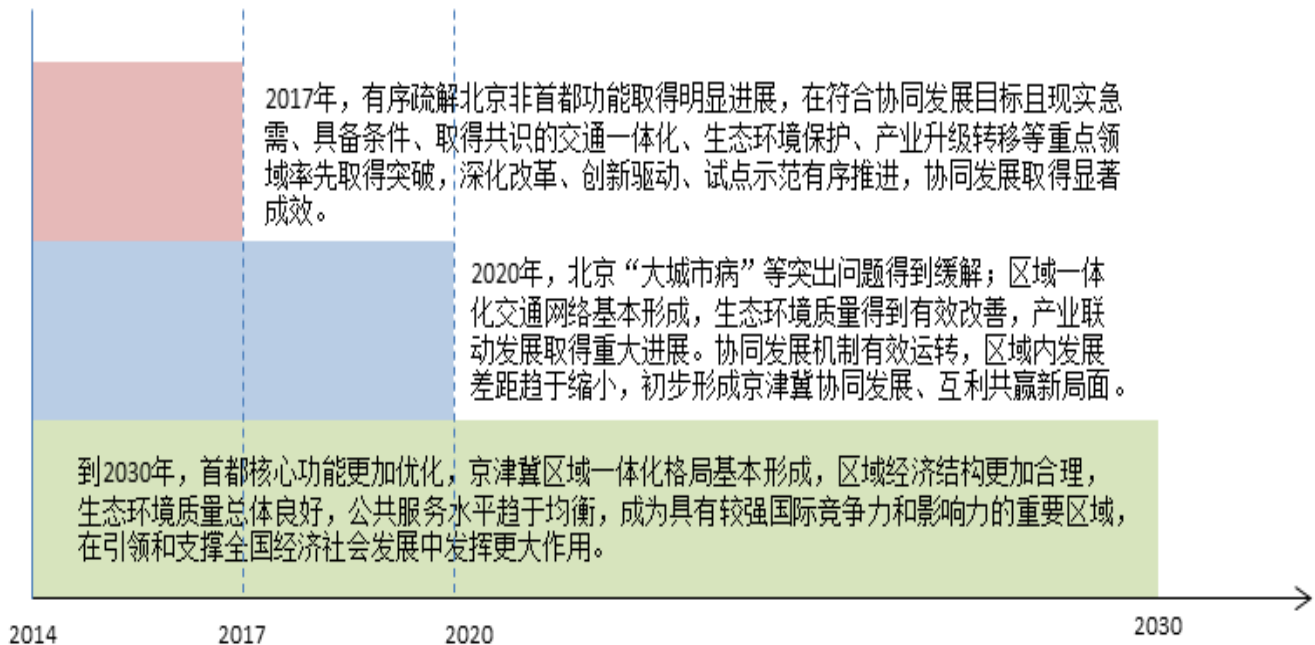
自 2014 年 2 月，习总书记将京津冀协同发展上升到国家战略层面以来，京津冀一体化发展步入快车道。

图表24: “京津冀一体化”概念演变



资料来源: 公开资料, 联讯证券

图表25: “京津冀一体化”发展目标



资料来源: 《京津冀协同发展规划纲要》，联讯证券

根据规划定位，京津冀将以“一核、双城、三轴、四区、多节点”为骨架进行空间布局：“一核”，即北京，定位为“全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心”；“双城”，即北京和天津，天津定位为“全国先进制造研发基地、北方国际航运核



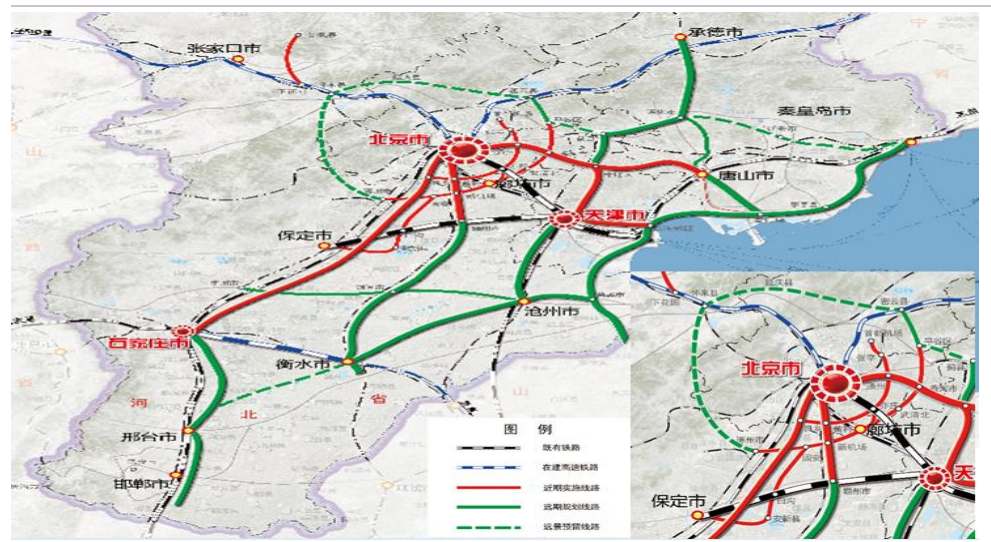




### 3、拿下廊涿固保城际铁路项目，实现“产业新城+城轨交通”

在京津冀一体化中，交通一体化协同发展走在前列。2016年11月，发改委批复了《关于报送京津冀城际铁路网规划修编方案（2015-2030年）》。未来，京津冀将以“京津、京保石、京唐秦”三大通道为轴，到2020年，与既有路网共同连接区域所有地级及以上城市，基本实现京津石中心城区与周边城镇0.5-1小时通勤圈，京津保0.5-1小时交通圈，总里程1100公里，初步估算投资约2470亿元。

图表28：京津冀地区轨道交通规划方案

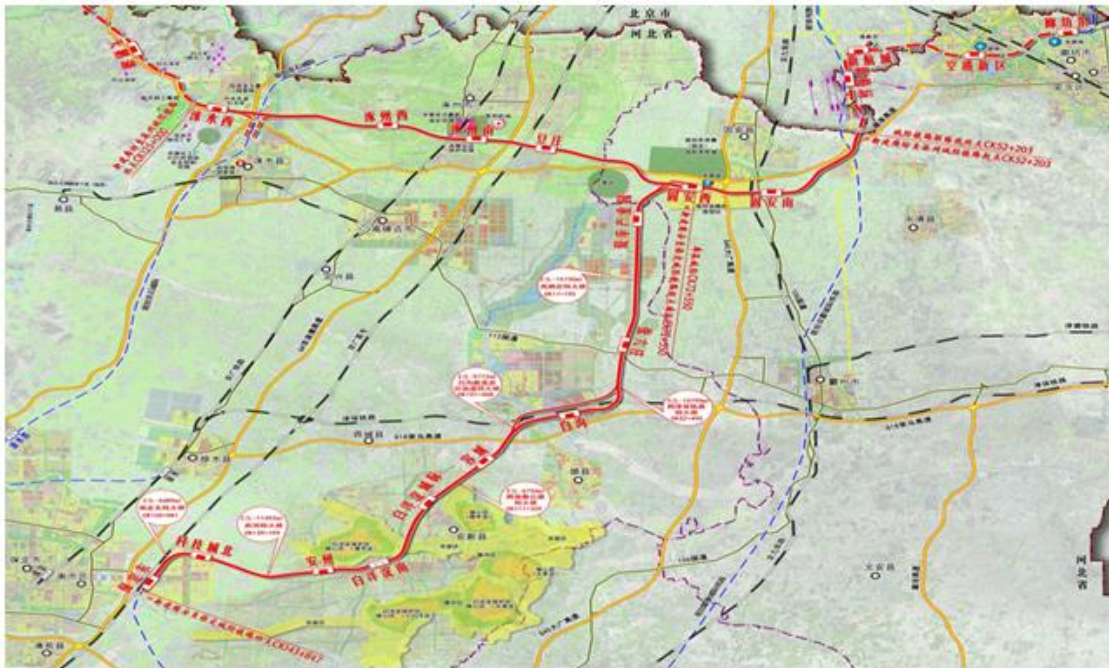


资料来源:公开资料，联讯证券

2016年5月，公司通过公开竞标，成为廊涿固保城际铁路项目（廊坊至涿州城际铁路项目及固安至保定城际铁路项目）社会投资人。廊涿固保城际铁路是首条贯穿京冀的交通大动脉，连接北京地铁网，实现北京、廊坊、保定的“同城化”。根据规划，廊涿固保城际铁路位于廊坊与保定市，分为廊坊至涿州城际铁路项目，和固安至保定城际铁路项目。其中，固保城际铁路将在保定东站与京广线并站。廊涿固保城际铁路设计时速200公里，全线施工总工期3.5年，预计于2020年底前实现运营。



图表29: 廊涿固保城际铁路项目规划图



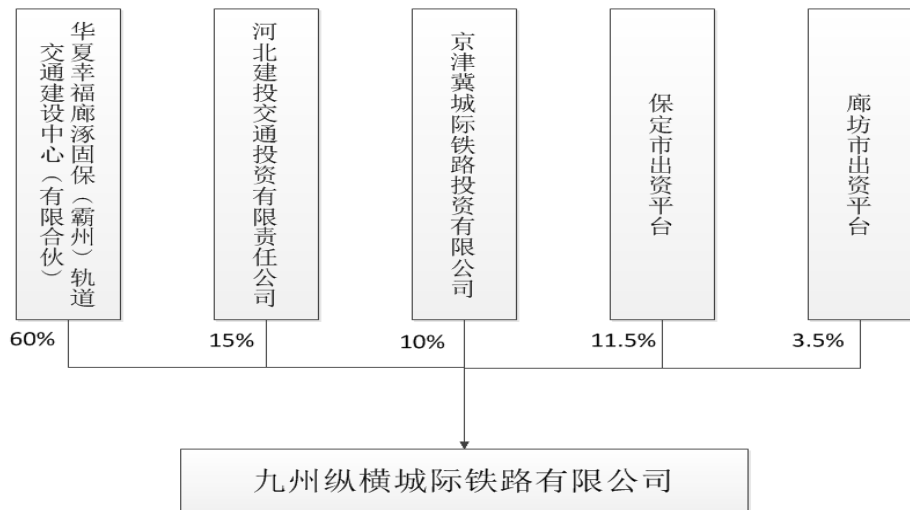
**廊涿城际线路:**起自京冀省界至涿州涑水县界,共设固安南、固安西、豆庄、涿州南、涿州西5座车站。廊坊东站至北京大兴区和河北固安县省界段属于城际铁路联络线工程。

**固保城际铁路:**自廊涿城际新开固安南站引出,向西至保定,与京广铁路保定东站并站。全线设置双辛产业园、张六庄、白沟、容城、白洋淀城际、安州、科技城北、保定东共8座车站。在白洋淀城际和安州之间增加一个预留车站白洋淀南站。

资料来源: 公开资料, 联讯证券

根据双方签订合同, 公司参股子公司霸州轨道交通建设中心将与其他几个投资人同设立项目公司——九州纵横城际铁路有限公司, 进行廊涿固保城际铁路项目的建设及运营, 霸州轨道交通建设中心拟出资 87.7 亿元, 占项目公司总投资额的 60%。

图表30: 九州纵横城际铁路有限公司股权



资料来源: 公司公告, 联讯证券

项目公司可享受国家、河北省当前及以后出台的促进铁路建设发展的各项支持政策措施。包括通过土地综合开发收益, 进行铁路建设资金平衡和运营补贴; 在依法合规的前提下, 获得廊坊、保定市政府对于项目公司开发建设与项目相关联的产业新城的支持等。





成为廊涿固保城际铁路社会投资人后，公司可以依托独有的产业新城投资运营能力打造城铁经济带。其战略意义显著：1) 对周边土地价值增值形成积极的推动作用；2) 将公司现有的周边产业新区连接起来，有助于相关区域的招商引资与产业发展，为产业新城发展注入活力。

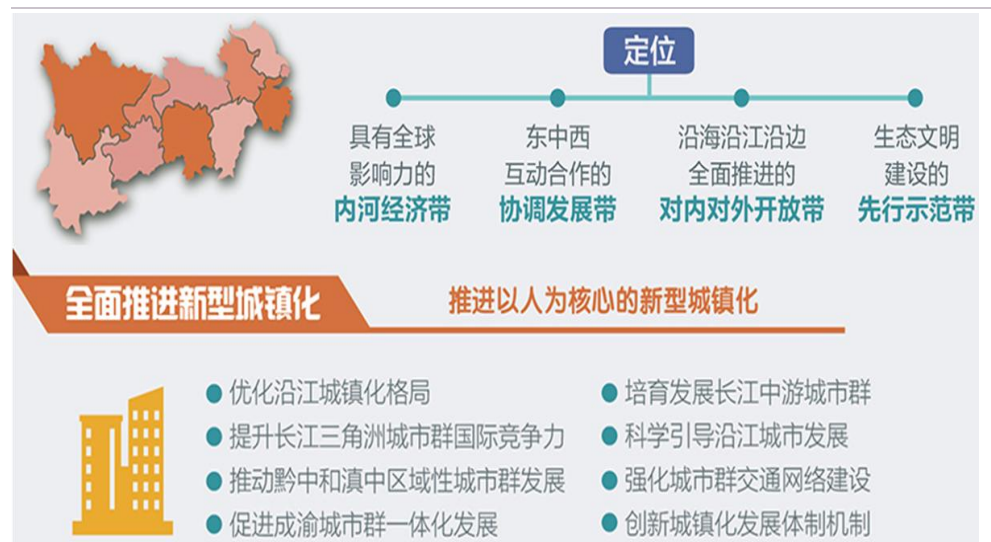
## (二) 产业新城项目多点开花

公司产业新城项目在京津冀地区取得成功后，自 2015 年起，开始进军长江经济带沿线区域，2016 年布局珠三角地区，同时加大在海内外合作推广力度，力图将京津冀的成功模式复制至全国。

### 1、长江经济带——长三角、长江中游、成渝城市群

长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云南等 11 个省及直辖市，面积占 21%，却承担了全国人口和经济总量超 40% 的份额。2014 年两会，《政府工作报告》将长江经济带发展战略上升为国家战略，与京津冀协同发展战略、“一带一路”战略并重。

图表31： 长江经济带战略



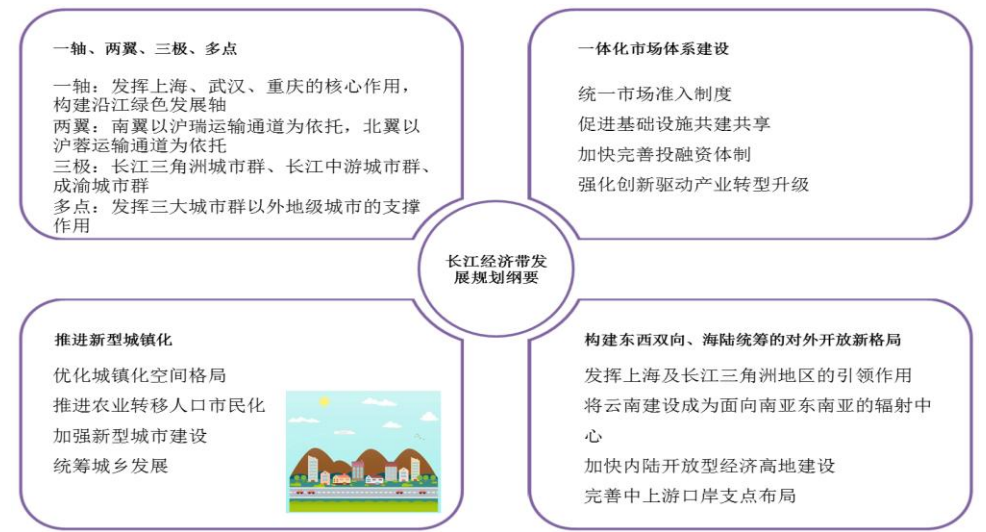
资料来源:公开资料, 联讯证券

2016 年 9 月,《长江经济带发展规划纲要》正式印发,围绕“生态优先、绿色发展”的基本思路,确立了长江经济带“一轴、两翼、三极、多点”的发展新格局。

《纲要》尤其对新型城镇化建设及产业发展与转移明确了未来发展方向。新型城镇化建设方面,根据《纲要》目标,到 2020 年,发展的统筹度和整体性、协调性、可持续性进一步增强,基本建立以城市群为主体形态的城镇化战略格局,城镇化率达到 60% 以上。



图表32: 长江经济带发展战略



资料来源:联讯证券

在推进产业转型升级，引导产业有序转移方面，《规划》重点明确了长江上、中、下游各区域产业发展重点，提出：推进国家级承接产业转移示范区建设，促进产业集中布局、集聚发展；鼓励社会资本积极参与承接产业转移园区建设和管理；积极探索多种形式的产业转移合作模式，鼓励上海、江苏、浙江到中上游地区共建产业园区，发展“飞地经济”，共同拓展市场和发展空间，实现利益共享。

图表33: 长江经济带上下游产业转移



资料来源:联讯证券

从 2015 年开始，公司陆续与浙江、江苏、上海、四川、重庆、安徽等地政府签订合作协议或意向框架，利用公司在 PPP 运作上的丰富经验，积极参与当地产业新城项目建设。从公司所拥有的项目地点来看，大量布局在下游上海、江苏、安徽与浙江地区，中游选择武汉，上游落子成渝城市群。其中，公司南京市溧水区产业新城项目入选《关



于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》中综合开发类示范项目。

图表34： 长江地区产业新城分布



资料来源:联讯证券

## 2、中原城市群——环郑州地区

中原城市群是我国重点发展的国家级城市群之一。2016年12月，发改委印发《中原城市群发展规划》，明确将重点打造郑州大都市区，构建“一核四轴四区”的空间分布格局，实现城市群一体化发展。随着《规划》出台，郑州核心地位得到进一步突出，郑州大都市区将带动周边地区经济实现联动发展。

郑州最大的区位优势就是地处我国中心地区，多条贯穿纵向、横向的铁路公路交汇于此；郑州新郑国际机场是中原地区最大的航空港，也是我国重要的干线机场及空中交通枢纽。围绕郑州大都市区，华夏幸福在2016年先后与武陟、新郑、长葛、郑州签订合作协议（备忘录/框架协议）。相关委托规划占地面积约为300万平方公里。

图表35： 中原地区产业新城合作情况

区域	产业新城	地区规划	备注
焦作 武陟县	武陟产业新城	计划总投资 680 亿元 委托区域占地面积约为 142.5 平方公里 2016 年 11 月 8 日，首批开工项目 8 个，包括嘉应观门户公园、武陟城市规划展览馆、郑北大道道路工程、覃怀大道景观提升工程、孔雀湖公园、展馆黄河文化公园、木栾漫步公园、建设路道路工程等，总投资达 17.16 亿元，预计 2~3 年内完成。	是华夏幸福基业股份有限公司在中原经济区实施的第一个产业新城项目 产业新城计划 2018 年前投资 87 亿元，同步实施生态打造、基础设施建设、产业招商等 6 大类 20 个项目。



区域	产业新城	地区规划	备注
郑州 新郑市	新郑产业园	委托区域分三个区域, 占地面积约为 76 平方公里	新郑市北距郑州市区 38 公里。 郑州新郑国际机场, 距郑州市区直线距离 15 公里, 距新郑市区直线距离 20 公里。
许昌 长葛市	长葛产业新城	委托区域占地面积约为 75.58 平方公里	南邻许昌市, 北接郑州航空港区, 临近新郑国际机场 根据长葛市 2016 年公布规划, 未来 5 年, 将积极推进与华夏幸福集团的合作, 规划建设空港产业新城, 承接港区辐射带动, 引进跨境电商, 建设许港联动先行区
郑州		郑州市二七区行政区划内约定区域; 地面积约为 2.6 平方公里。	

资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 3、进军珠三角，储备项目值得期待

广东珠三角是我国又一特大经济都市圈, 包括广州、深圳、珠海、佛山、东莞、中山、江门、肇庆、惠州、清远、云浮、阳江、河源、汕尾共 14 个城市。

2016 年, 公司斩获江门产业新城项目, 正式进入珠三角地区。至此, 公司在我国三个特大城市群均实现落地。截至目前, 公司与四会、清远、惠州、佛山、中山等地区签订合作备忘录, 形成环广州、深圳的产业布局。

图表36: 珠三角地区产业新城合作情况

区域	产业新城	地区规划	备注
肇庆四会	贞山新城、大沙新城、珠宝玉石产业城	委托区域占地面积约为 75 平方公里	四会“十三五”时期将建设一区两城三基地, “一区”即中心商务区, “两城”即大沙新城、贞山新城
清远	清远燕湖产业新区	委托区域占地面积约为 41.3 平方公里	是清远市 4 个产业聚集地, 将重点发展机械装备、新材料、新能源产业, 打造装备制造产业集群, 打造华南地区呼叫中心产业先行示范区和广东省服务外包示范区; 到 2020 年, 实现引进企业 150 家, 年创收 40 亿元, 创造就业岗位 10 万个
江门	江门高新技术产业开发区、江海区	合作区域占地面积约为 24.8 平方公里	通过对接区域战略(深中江走廊+粤西门户)、立足产城融合(产业升级+城市功能)、实施模式创新(开发驱动+创新驱动)等三大实施路径, 打造成为菁英汇聚的粤西都会城、智慧创造的高新产业城和蓝绿交融的花园宜居城
惠州	潼湖生态智慧区大学创新园 PPP 项目	拟合作区域总建设用地面积为 1 平方公里	
	惠阳区镇隆镇全镇行政区域范围	占地面积约为 150 平方公里	
佛山	佛山市高明区约定区域产业小镇	合作区域占地面积约为 4 平方公里, 面积以实际测量为准	
中山	广东省中山市民众镇行政区划内约定区域	占地面积约为 39 平方公里	“十三五”期间, 构建“一城双核两副”的城镇空间格局, 以城镇发展集聚能力和空间布局为基础, 推进城市空间优化布局, 对外紧密融入深中通道横向带动轴和珠江口湾区发展轴, 对内紧密围绕石岐河完善和优化内部空间、设施

资料来源: 公司公告, 联讯证券





这其中，最值得期待的一个是与清远的产业新城合作项目，另一个是在惠州及惠阳的布局。

### (1) 环广州之清远

清远距离广州约 50 公里，处于“珠三角一小时”，是众多连接广东省内外交通通道的重要枢纽地区。根据近日引发的《广清一体化“十三五”规划》，“广清一体化”战略定位为：充分发挥广州国家中心城市辐射带动和清远珠三角北缘门户城市作用，以促进交通互联、产业互补、生态共建、社会相融为重点，努力把广清地区建设成为珠三角带动粤东西北振兴发展示范区、全省区域一体化创新发展实验区和生态文明共建模式创新区。

按照《规划》目标，到 2020 年，基础设施方面，广清区域高速公路通车里程达 1500 公里，交界地区断头路全面贯通，258 公里北江航道疏浚完成；产业发展方面，通过广清一体化，带动清远市形成 4 个 500 亿级产业集群，广清产业园实现工业增加值 600 亿元以上，产业转移企业达 200 家以上。

公司所获得委托区域就位于清远燕湖产业新城内，按照清远市规划，未来将融入珠三角“半小时生活圈”。先期工作重点将在市政与交通基础设施建设，及高新技术产业项目与生产性服务业集聚区建设方面。

### (2) 毗邻深圳之惠州惠阳

另一个值得关注的重点即在惠州有望取得的两个产业新城项目。其中，惠州潼湖生态智慧区大学创新园 PPP 项目。潼湖生态智慧区有“惠州硅谷”之称，是惠州规划建设的第二个重大区域发展平台，此前已有多个大型项目签约入驻。根据《签约备忘录》，华夏幸福此次拟合作区域总建设用地面积为 1 平方公里。

图表37： 惠州潼湖生态智慧区交通位图



潼湖生态智慧区位于惠州市仲恺高新区（国家级）西部，是深莞惠都市圈的中心地带，区位优势十分突出。距离广州市中心区约 100 公里、深圳市中心区约 60 公里、东莞市中心区约 20 公里；距离广州机场约 140 公里、深圳机场约 100 公里、惠州机场约 50 公里；距离深圳盐田港约 60 公里、皇岗口岸约 52 公里，惠州港约 50 公里；距离深圳北站、惠州南站等重要交通枢纽分别约 78 公里和 54 公里。

潼湖生态智慧区及周边高速公路网四通八达，交通条件非常便利，主要有莞莞、河莞莞、粤赣和博深“两横两纵”高速公路；轨道交通纵横交错，主要有京九客专（高铁）、京九铁路（国铁）、莞惠和深惠等城际轨道交通经过，形成了集航空、轨道、高速公路和水陆运输全方位、立体化综合交通体系。快捷便利的交通网络，使潼湖生态智慧区不断加快融入深莞惠“半小时经济生活圈”。

资料来源：惠州潼湖生态智慧区官网，联讯证券



2016年12月21日，公司公告与贵州惠阳区政府签署《合作备忘录》，约定拟合作区域为惠阳镇隆镇全镇行政区域范围，占地面积约为150平方公里。据之前惠阳区政府透露，到2020年，惠阳将打造10个以上年产值超百亿元的新型产业园区，规划建设10个以上产城人融合的新片区，启动建设一批总投资超过400亿元的PPP项目，为深圳外溢的先进产业、创新企业提供一流的承接平台。

惠阳地理位置得天独厚。深圳地铁14号线连接福田中心区、大运新城、龙岗中心区、坪山新城中心区，根据最新消息，地铁14号线龙岗支线延伸至惠阳新圩镇，坪山支线还将延伸至惠阳南站，通过地铁14号线，从惠阳将可直达深圳福田中心区，计划将于2017年开工建设。地铁14号线一旦建成，将极大方便惠阳到深圳的交通出行，进一步增强惠阳与深圳城市发展间的紧密联系。

但与深圳相比，惠阳住房价格一直很低。16年12月，深圳龙岗区新房价格在3万以上，而惠州整体房价新房在9000元左右，惠阳新房普遍在1.5万元以下。伴随惠阳产业新城建设深入推进，惠阳承接深圳产业转移功能不断增强，以及交通设施完善，惠阳未来无论是产业成长空间，还是房地产增值空间都非常大。

### （三）响应“一带一路”战略，推进全球化发展

2016年，公司积极响应国家“一带一路”战略，在与沿线国家合作方面取得一系列突破。目前公司已在印度尼西亚、马来西亚、印度、泰国、缅甸、越南、美国、埃及等国家设有常驻机构，未来将以东南亚、南亚为重点，兼顾非洲、美国、中东欧等地区，持续发展产业新城业务，全力推进公司全球化战略发展。

图表38： 公司海外战略分布



资料来源:公司官网, 联讯证券

2016年6月，与印度尼西亚共和国 PT Alam Sutera Realty Tbk 公司签署合作协议，公司首个国际产业新城正式落地印尼，同时也是中国民营企业融入“一带一路”建设的重要里程碑；同月，公司国际总部在新加坡正式开业。7月和9月，公司先后与印度哈



里亚纳邦政府及马哈拉施特拉邦签署备忘录，共同合作开发产业新城。9月，公司与越南信义集团签署谅解备忘录，共同推动东西贡城区 942 公顷和同奈省安科产业区 823 公顷土地产业新城开发。10月，公司与埃及住房部及投资部签署框架协议，共同推进智能综合城市项目开发。

图表39：海外地区产业新区合作情况

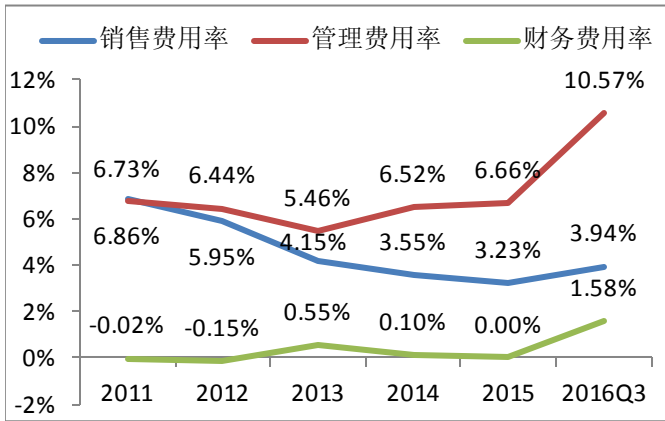
时间	进度	合作方	涉及项目	项目位置	其他
2016/6/23	合作协议	印度尼西亚 AS 公司	印尼万丹省唐格朗县内约定区域	合作区域地处印尼首都雅加达西部的万丹省唐格朗县，距离印尼首都雅加达市中心约 30 公里，距离雅加达国际机场 20 公里。	合作区域所在的大雅加达及周边地区当前人口规模超过 3,000 万人，过去十年间人口年均增长率为 3.98%，是东南亚地区规模最大的城市群。合作区域顺应当地快速的城镇化和工业化趋势，发展潜力较大。
2016/10/10	框架协议	阿拉伯埃及共和国住房部及投资部	埃及新行政首都落实潜在投资、规划、设计、建设并运营综合城市项目	将涉及新行政首都第二期工程起始阶段约为 60 平方公里的用地	埃及新行政首都距开罗市 35 公里，东北以苏伊士-开罗公路为界，西南以开罗-Al-Ein Al-苏赫奈泉公路为界，占地面积约为 700 平方公里。
2016/9/15	备忘录	印度马哈拉施特拉邦	新孟买国际机场辐射区新城 (NAINA) 项目	项目位于新孟买机场附近东南侧，距离新孟买机场 10 公里，距离孟买机场 50 公里。	马哈拉施特拉邦位于印度西部，首府为孟买，总面积 30.77 万平方公里，是印度吸引外国投资较多的地区，亦是印度的主要经济和文化中心之一。
2016/7/1	备忘录	印度哈里亚纳邦政府工业和基础设施开发有限公司	在合作区域开发产业新城	合作区域为 HSIIDC 所持有的位于哈里亚那邦 Sohna 地块及 Manesar 地块的土地范围，面积合计约 2,628 英亩（即 10.6 平方公里）。	合作区域位于哈里亚纳邦古尔冈市，古尔冈是印度德里国家首都区域南部城市，距离首都 30 公里。古尔冈是印度第三大资本流入城市，也是印度人均收入第三高的金融工业中心城市，是印度北部区域重要的商业和经济中心。
2016/9/20	备忘录	越南信义集团		东西贡城区 942 公顷和同奈省安科产业区 823 公顷土地	信义集团是一家根据越南法律成立并有效存续的公司，为越南国有股份公司，成立于 1989 年，目前旗下拥有独资与合资企业 24 家。信义集团业务覆盖工业地产、农产品、汽油、石油、天然气、房地产、旅游度假业、建筑材料、仓储物流等，持有 3 个住宅地产项目及 8 个工业园区项目。

资料来源：公司公告，联讯证券

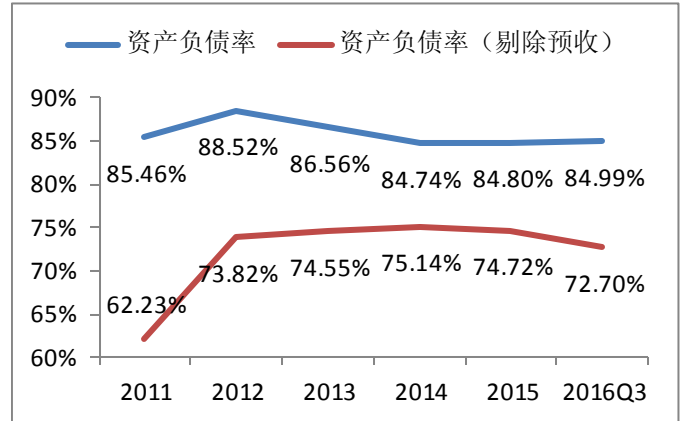
#### 四、融资力度不断增加，负债率维持高位

2016 年前 3 季度，公司三费比率都较 2015 年出现一定增长：销售费用率达到 10.57%，显著高于往年平均水平；管理费用率 3.94%；财务费用率在近两年提升至 1.58%。



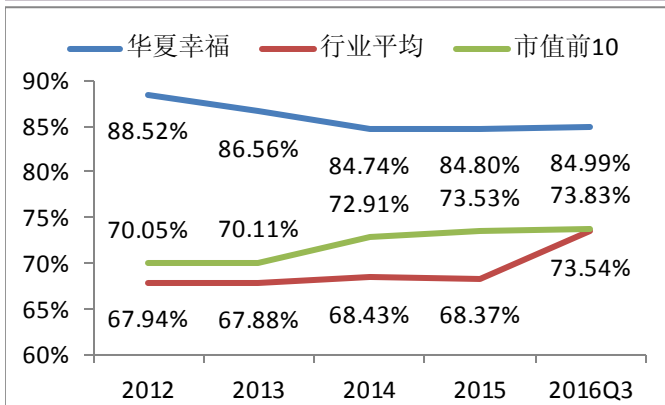

**图表40: 2011-2016年3季度三费率**


资料来源: Wind, 联讯证券

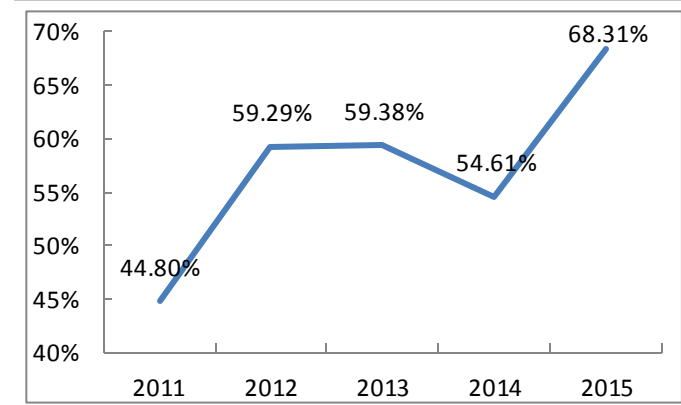
**图表41: 2011-2016年3季度公司资产负债率**


资料来源: Wind, 联讯证券

为支撑公司快速扩张步伐,公司近两年的融资力度也在不断加大,融资方式也非常灵活。2016年前3季度,公司资产负债率为85%,较房地产行业平均水平高出近10个百分点。

**图表42: 房地产行业平均资产负债率**


资料来源: Wind, 联讯证券

**图表43: 长期资产负债率**


资料来源: Wind, 联讯证券

2015年起,为降低融资成本,公司不断扩大公司债的发行规模;累计发行企业债14只,累计融资规模达到305亿元;公司拟发行公司债规模为334亿元。

**图表44: 2015-2016年公司发行公司债情况**

代码	债券名称	融资规模	期限	利率	起息日
125848	15 华夏 02	10	4 (2+2) 年	5.70%	2015/8/31
125837	15 华夏 03	10	4 (2+2) 年	5.58%	2015/9/9
125799	15 华夏 04	10	3	5.69%	2015/9/28
122494	15 华夏 05	40	7 年	5.10%	2015/10/22
125912	15 华夏债	10	3 年	5.99%	2015/7/29
135082	16 华夏 01	28	5 年	5.40%	2016/3/9
136244	16 华夏 02	20	5 年	4.04%	2016/3/3
135302	16 华夏 04	30	5 年	5.19%	2016/3/24
136167	16 华夏债	15	7 年	4.88%	2016/1/20
135391	16 华夏 05	20	5 年	5.30%	2016/4/18



代码	债券名称	融资规模	期限	利率	起息日
135465	16 华夏 06	40	5 年	5.38%	2016/5/12
135507	16 华夏 07	10	4 年	5.19%	2016/6/1
135557	16 华夏 08	52	4 年	5.20%	2016/6/21
135724	16 华夏 09	10	360 天	3.85%	2016/8/10

资料来源: Wind, 联讯证券

2016 年, 公司完成增发, 用于公司所开发的产业园区内新民居建设项目和园区配套住宅开发项目。本次发行股票发行数量 3.09 亿股; 发行价格 22.64 元, 募集资金总额 70 亿元。

图表45: 2016 年公司增发情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	固安孔雀城剑桥郡 7 期项目	302,832	180,000
2	固安孔雀湖瞰湖苑项目	161,171	110,000
3	固安雀翎公馆项目	144,959	95,000
4	固安孔雀城英国宫 2.7 期项目	114,229	60,000
5	大厂潮白河邵府新民居项目	121,196	80,000
6	大厂潮白河孔雀城颐景园项目	72,801	45,000
7	大厂潮白河孔雀城雅宸园项目	67,706	40,000
8	大厂潮白河孔雀城雅琴园项目	65,833	40,000
9	偿还银行贷款	50,000	50,000
合计		1,100,727	700,000

资料来源: 公司公告, 联讯证券

同时, 公司对下属公司的担保额也在上升。截至 2017 年 2 月 11 日, 公司及全资、控股子公司的担保总额为 446.03 亿元, 其中本公司与控股子公司或控股子公司相互间提供的担保金额为 444.68 亿元, 公司为参股子公司提供的担保金额为 1.35 亿元。占公司最近一期经审计归属于上市公司股东的净资产 135.27 亿的 328.74%, 公司为参股子公司提供的担保金额为 1.35 亿元, 占 2015 年归属于上市公司股东的净资产 135.27 亿的 1%, 公司无逾期担保事项。

## 五、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

伴随产业新城项目前期积累与建设, 产业发展服务呈现较快增长, 带动公司整体盈利能力提升。预计未来, 公司将充分利用国家大力支持 PPP 与产业新城、产业小镇的政策环境, “产业新城+地产开发” 模式仍具备极大的成长空间, 公司将充分发挥品牌效应储备更多产业新城项目, 并看好相关地区地价的低估值潜力。

我们假设:

(1) 产业发展服务未来两年保持稳定较快增长, 假设 17/18 年, 产业发展服务营业收入年增长约 16%, 毛利率 95%;

(2) 基础设施建设周期较长, 前期存货将陆续交付。假设 17/18 年, 基础设施建设



营业收入分别增长约 44%、22%，毛利率 35%；

(3) 17/18 年，土地整理收入增速与 2015 年持平，为 14.32%，毛利率 15%；

(4) 受 15/16 年房地产销售增长及部分在建项目 17 年开始交付影响，17/18 年，园区配套住宅和城市地产开发收入增加，增速分别为 20%、30%，毛利率 23%、26%。

我们预计，16/17/18 年，公司营业收入将达到 472.85、564.64、701.65 亿元；净利润达到 67.53、82.83、108.62 亿元；实现归母净利润 65.00、79.74、104.56 亿元；EPS 为 2.2、2.7、3.54 元；对应 PE 为 11.58X、9.44X、7.20X。

图表46： 公司 2016-2018 年营业收入预测

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>产业发展服务</b>				
营业收入	63.43	124	144.12	167.51
营业成本	3.17	6.2	7.21	8.38
毛利率	95.24%	95%	95%	95%
<b>基础设施建设</b>				
营业收入	0.38	17.19	24.77	30.12
营业成本	0.22	11.17	16.10	19.58
毛利率	40.79%	35%	35%	35%
<b>土地整理</b>				
营业收入	30.09	34.40	39.33	44.96
营业成本	26.23	29.24	33.43	38.22
毛利率	12.83%	15%	15%	15%
<b>综合服务</b>				
营业收入	3.84	2	4	4
营业成本	2.38	1.70	3.40	3.40
毛利率	37.87%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>物业管理服务</b>				
营业收入	1.16	4.36	4.5	4.5
营业成本	0.99	3.71	3.83	3.83
毛利率	14.75%	15%	15%	15%
<b>酒店、俱乐部及其他</b>				
营业收入	2.32	5.8	5.80	5.80
营业成本	5	17.8	17.8	17.8
毛利率	-115.03%	-207%	-207%	-206.90%
<b>园区住宅&amp;城市地产开发</b>				
营业收入	279.68	285.10	342.12	444.75
营业成本	210.84	222.38	263.43	329.12
毛利率	25%	22%	23%	26%
<b>合计</b>				
营业收入	380.90	472.85	564.64	701.65
营业成本	248.83	292.20	345.19	420.32
毛利率	34.67%	38.21%	38.86%	40.10%

资料来源：Wind，联讯证券



## (二) 估值与投资建议

公司主营包括园区开发与房地产销售，但是 A 股上市公司中，包括张江高科、市北高新等在内的传统园区股主营仍为房地产销售、租赁等，而园区多为自有，不适合做参考标的。因此，我们仅考虑房地产板块，选取市值在 500 亿以上的房地产股票作为参考标的，对比公司与它们之间的估值。

图表47：可比公司一致性预期（2017/2/13）

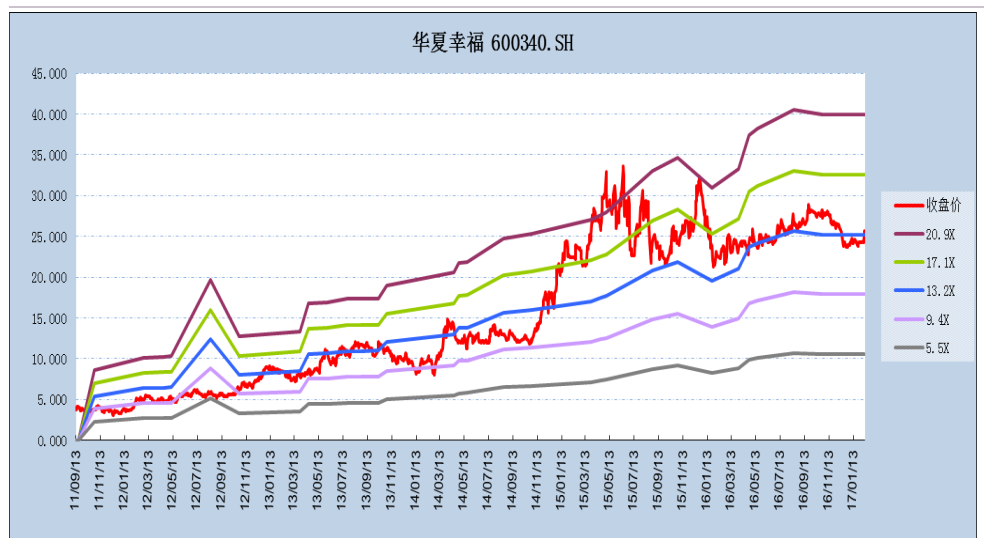
证券代码	证券简称	总股本	EPS				PE				股价	总市值
			TTM	2016E	2017E	2018E	TTM	2016E	2017E	2018E		
000002.SZ	万科 A	110.39	1.77	1.91	2.23	2.53	11.74	10.89	9.31	8.19	20.77	2,292.83
001979.SZ	招商蛇口	79.04	1.08	1.13	1.35	1.58	15.84	15.23	12.69	10.84	17.14	1,354.76
600048.SH	保利地产	118.58	1.05	1.20	1.35	1.53	9.08	7.91	7.05	6.23	9.51	1,127.74
600606.SH	绿地控股	121.68	0.64	0.69	0.80	0.93	13.71	12.77	11.07	9.52	8.84	1,075.66
600663.SH	陆家嘴	33.62	0.63	0.72	0.87	1.03	35.97	31.58	26.13	22.16	22.74	764.48
600649.SH	城投控股	32.32	0.74	0.74	0.87	0.96	27.52	27.67	23.47	21.29	20.34	657.41
000069.SZ	华侨城 A	82.06	0.62	0.65	0.73	0.84	11.60	10.94	9.78	8.52	7.16	587.53
600383.SH	金地集团	45.14	0.90	0.94	1.08	1.21	13.75	13.28	11.52	10.32	12.44	561.50
算术平均		77.85	0.93	1.00	1.16	1.32	17.40	16.28	13.88	12.13	14.87	1,052.74
中位数		80.55	0.82	0.84	0.98	1.12	13.73	13.02	11.29	9.92	14.79	920.07
600340.SH	华夏幸福	29.55	1.91	2.20	2.70	3.54	13.34	11.58	9.44	7.20	25.47	752.64

资料来源：Wind，联讯证券

整体来看，华夏幸福 EPS 明显高于行业平均水平，PE 明显低于行业平均水平。尽管房地产业务并不能完整反映公司盈利能力与估值水平，但鉴于园区股估值更高，且园区多为自有，因此我们认为，房地产行业均值是相对合理和保守的估值。

综上所述，我们给予公司 2017 年 13XPE，公司目标价 35 元，涨幅 37.4%；首次覆盖，给予“买入”评级。

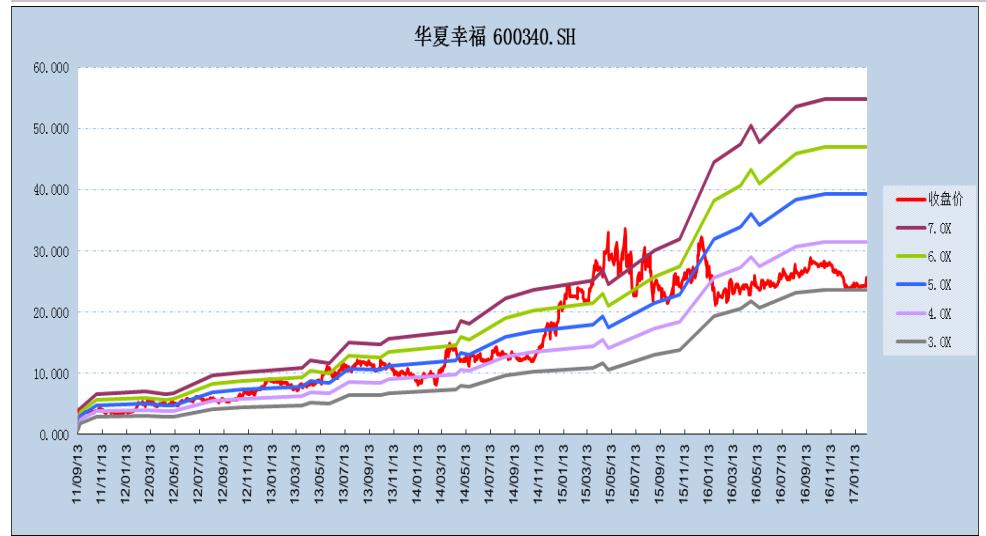
图表48：PE（TTM）Band



资料来源:Wind，联讯证券



图表49: PB (TTM) Band



资料来源: Wind, 联讯证券

## 六、风险提示

- (1) 宏观经济风险;
- (2) 房地产政策不确定性;
- (3) 产业新城 PPP 模式政策风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	153765	241277	306375	389037	经营活动现金流	7450	9396	11305	14269
现金	36802	46731	59339	75350	净利润	4987	6753	8283	10862
应收账款	7177	11234	13415	16670	折旧摊销	315	229	91	109
其它应收款	2013	8445	10723	13616	财务费用	190	603	721	895
预付账款	2539	7214	8522	10377	投资损失	-304	-304	-304	-304
存货	100621	148130	188097	238847	营运资金变动	17037	21015	25094	31183
其他	4613	19743	22415	25450	其它	-14775	-18900	-22580	-28477
非流动资产	14858	22839	24035	25450	投资活动现金流	-5796	-22116	-449	-716
长期投资	131	880	880	880	资本支出	6015	3041	1287	1525
固定资产	4598	5428	6624	8039	长期投资	114	749	0	0
无形资产	4552	5785	5785	5785	其他	-333	-25906	-839	-809
其他	5577	10746	10746	10746	筹资活动现金流	19296	22650	8657	12761
资产总计	168623	264116	330410	414487	短期借款	-930	-2177	1213	1538
流动负债	113839	177317	213955	275130	长期借款	11106	-2618	4512	5723
短期借款	7008	4831	6044	7581	其他	9119	27445	2932	5500
应付账款	16027	18655	22038	26834	现金净增加额	20956	9929	12608	16010
其他	90804	153831	185873	240714					
非流动负债	29154	50108	70555	81778	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	20595	17977	22489	28212	成长能力				
其他	8559	32131	48066	53566	营业收入	42.58%	23.35%	19.41%	24.26%
负债合计	142993	227425	284510	356908	营业利润	35.78%	43.08%	21.89%	28.97%
少数股东权益	12103	12776	12776	15983	归属母公司净利润	35.71%	35.40%	22.67%	31.13%
归属母公司股东权益	13527	23914	33123	41596	获利能力				
负债和股东权益	25630	36690	45900	57579	毛利率	34.52%	38.21%	38.86%	40.10%
					净利率	13.01%	14.28%	14.67%	15.48%
<b>利润表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE	23.18%	21.67%	20.06%	20.99%
营业收入	38335	47285	56464	70165	ROIC	15.28%	17.25%	16.89%	17.60%
营业成本	25103	29220	34519	42032	偿债能力				
营业税金及附加	2709	3010	3594	4467	资产负债率	84.80%	86.11%	86.11%	86.11%
营业费用	1236	1721	2055	2554	净负债比率	64.89%	38.33%	38.33%	38.33%
管理费用	2552	3454	4124	5125	流动比率	1.35	1.36	1.43	1.41
财务费用	1	603	721	895	速动比率	0.43	0.42	0.43	0.42
资产减值损失	134	260	250	310	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.86	0.86	0.86
投资净收益	304	304	304	304	应收账款周转率	6.23	5.14	4.58	4.66
营业利润	6903	9322	11505	15086	应付账款周转率	2.76	2.73	2.78	2.87
营业外收入	85	89	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	39	32	0	0	每股收益	1.81	2.20	2.70	3.54
利润总额	6949	9379	11505	15086	每股经营现金	2.82	3.18	3.83	4.83
所得税	1961	2626	3221	4224	每股净资产	5.11	8.09	15.53	19.49
净利润	4987	6753	8283	10862	估值比率				
少数股东损益	186	252	309	406	P/E	16.97	11.58	9.44	7.20
归属母公司净利润	4801	6500	7974	10456	P/B	6.01	3.15	1.64	1.31
EBITDA	7264	9607	11596	15196	EV/EBITDA	17.71	9.73	8.95	7.31
EPS (元)	1.81	2.20	2.70	3.54					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院





## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)