

华夏幸福 (600340.SH)

模式为王，无惧风浪

模式为王，无惧风浪，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2019年至2021年营业收入为1020亿元/1185亿元/1378亿元，归母净利润为159亿元/199亿元/243亿元，EPS为5.28元/6.63元/8.07元，当前股价对应PE为5.4倍/4.3倍/3.6倍。**首次覆盖目标价37.0元（对应7倍PE），给予“买入”评级。**

公司模式与众不同，受益都市圈化前景广阔。产业新城模式创造并分享土地升值，与地方政府实现双赢。都市圈化大势所趋，人口重分布带来房地产结构性机会，公司布局都市圈优势明显，有望充分受益都市圈发展。

应收账款是产业新城题中之意，有望迎来边际改善。公司产业新城模式必然会产生应收账款，且应收账款与产业新城收入同步产生，基本可在一年内收回。2018应收账款跳升的原因在于环京受政策影响，土地市场下行明显，2019年土地市场已见明显好转，公司应收账款账期有望回归正常。

携手平安开启战略新篇章，解决模式痛点的同时，有望提升公司综合实力。公司模式痛点在于前期需要垫付资金，而产业新城又没有标准化的融资模式，平安入股有望通过多种渠道为提供成本合理的稳定资金，解决公司最大痛点，同时“三个开拓”新战略有望从三个方面提升公司综合实力。

依托产业新城，地产业务优势明显。公司地产业务依托产业新城，能够充分了解每一块地的价值，并以较低的成本提前锁定，避免资金沉淀，同时保证可售资源。公司销售面积/土地储备仅1.04，明显低于主流房企。公司预收账款1350亿元，对上年房地产结算收入的覆盖率为262%，可结算资源充足

风险提示：项目竣工及结算进度不达预期，结算毛利率不达预期，应收账款改善不及预期，公司短期内现金流仍然紧张。

| 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 59,635 | 83,799 | 102,000 | 118,520 | 137,812 |
| 增长率 yoy (%) | 10.8 | 40.5 | 21.7 | 16.2 | 16.3 |
| 归母净利润(百万元) | 8,781 | 11,746 | 15,890 | 19,932 | 24,262 |
| 增长率 yoy (%) | 35.3 | 33.8 | 35.3 | 25.4 | 21.7 |
| EPS最新摊薄(元/股) | 2.92 | 3.90 | 5.28 | 6.63 | 8.07 |
| 净资产收益率(%) | 12.4 | 21.6 | 23.8 | 23.7 | 22.9 |
| P/E(倍) | 9.9 | 7.4 | 5.4 | 4.3 | 3.6 |
| P/B(倍) | 3.1 | 2.5 | 1.8 | 1.3 | 1.0 |

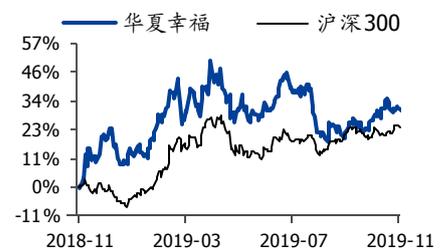
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 房地产开发 |
| 最新收盘价 | 28.77 |
| 总市值(百万元) | 86,541.79 |
| 总股本(百万股) | 3,008.06 |
| 其中自由流通股(%) | 98.85 |
| 30日日均成交量(百万股) | 7.76 |

股价走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com



财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 348,486 | 367,960 | 397,305 | 419,582 | 485,339 | 营业收入 | 59,635 | 83,799 | 102,000 | 118,520 | 137,812 |
| 现金 | 68,105 | 47,282 | 53,906 | 52,155 | 83,357 | 营业成本 | 31,052 | 48,919 | 57,963 | 67,492 | 78,612 |
| 应收账款 | 18,910 | 34,438 | 32,448 | 31,617 | 37,289 | 营业税金及附加 | 5,184 | 5,360 | 7,135 | 8,269 | 10,013 |
| 其他应收款 | 10,587 | 13,051 | 10,557 | 20,996 | 14,578 | 营业费用 | 1,963 | 1,882 | 3,123 | 3,580 | 4,004 |
| 预付账款 | 1,620 | 3,201 | 5,929 | 3,762 | 6,775 | 管理费用 | 7,488 | 8,045 | 11,220 | 10,667 | 11,025 |
| 存货 | 229,794 | 254,523 | 272,414 | 283,075 | 310,227 | 财务费用 | 980 | 963 | 1,440 | 1,655 | 1,431 |
| 其他流动资产 | 19,469 | 15,466 | 22,051 | 27,978 | 33,114 | 资产减值损失 | 832 | 2,525 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 27,378 | 41,751 | 46,253 | 49,824 | 52,007 | 公允价值变动收益 | 0 | 101 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 4,038 | 4,243 | 5,276 | 6,540 | 7,871 | 投资净收益 | 734 | 1,614 | 1,941 | 2,329 | 2,808 |
| 固定投资 | 2,842 | 5,073 | 7,845 | 9,614 | 10,617 | 营业利润 | 12,878 | 17,871 | 23,060 | 29,185 | 35,536 |
| 无形资产 | 5,193 | 5,343 | 6,057 | 6,897 | 7,133 | 营业外收入 | 71 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 15,305 | 27,092 | 27,075 | 26,774 | 26,385 | 营业外支出 | 150 | 456 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 375,865 | 409,712 | 443,558 | 469,406 | 537,347 | 利润总额 | 12,799 | 17,431 | 23,060 | 29,185 | 35,536 |
| 流动负债 | 228,064 | 242,595 | 248,813 | 271,940 | 325,928 | 所得税 | 3,993 | 5,628 | 7,090 | 9,157 | 11,159 |
| 短期借款 | 6,846 | 4,182 | 5,514 | 7,168 | 8,602 | 净利润 | 8,807 | 11,803 | 15,970 | 20,028 | 24,377 |
| 应付账款 | 25,422 | 32,938 | 35,119 | 45,324 | 52,751 | 少数股东收益 | 26 | 57 | 80 | 96 | 115 |
| 其他流动负债 | 195,796 | 205,475 | 208,181 | 219,448 | 264,576 | 归属母公司净利润 | 8,781 | 11,746 | 15,890 | 19,932 | 24,262 |
| 非流动负债 | 76,768 | 112,401 | 127,658 | 112,833 | 105,104 | EBITDA | 19,673 | 26,989 | 30,844 | 37,347 | 44,312 |
| 长期借款 | 76,041 | 111,109 | 126,366 | 111,541 | 103,812 | EPS (元/股) | 2.92 | 3.90 | 5.28 | 6.63 | 8.07 |
| 其他非流动负债 | 727 | 1,292 | 1,292 | 1,292 | 1,292 | | | | | | |
| 负债合计 | 304,832 | 354,996 | 376,472 | 384,773 | 431,033 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 33,938 | 10,939 | 11,019 | 11,115 | 11,230 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 2,955 | 3,003 | 3,008 | 3,008 | 3,008 | 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 资本公积 | 3,437 | 2,354 | 2,354 | 2,354 | 2,354 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 21,704 | 30,280 | 41,428 | 55,387 | 72,362 | 营业收入 (%) | 10.8 | 40.5 | 21.7 | 16.2 | 16.3 |
| 归属母公司股东收益 | 37,095 | 43,776 | 56,067 | 73,517 | 95,084 | 营业利润 (%) | 46.0 | 38.8 | 29.0 | 26.6 | 21.8 |
| 负债和股东权益 | 375,865 | 409,712 | 443,558 | 469,406 | 537,347 | 归属母公司净利润 (%) | 35.3 | 33.8 | 35.3 | 25.4 | 21.7 |
| | | | | | | 盈利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 (%) | 47.9 | 41.6 | 43.2 | 43.1 | 43.0 |
| | | | | | | 净利率 (%) | 14.7 | 14.0 | 15.6 | 16.8 | 17.6 |
| | | | | | | ROE (%) | 12.4 | 21.6 | 23.8 | 23.7 | 22.9 |
| | | | | | | ROIC (%) | 8.9 | 9.5 | 8.9 | 10.2 | 10.9 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 (%) | 81.1 | 86.6 | 84.9 | 82.0 | 80.2 |
| | | | | | | 净负债比率 (%) | 48.2 | 161.1 | 163.3 | 120.9 | 67.6 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.19 | 0.21 | 0.24 | 0.26 | 0.27 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.2 | 3.1 | 3.1 | 3.7 | 4.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 1.4 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| | | | | | | 每股指标 (元/股) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 2.92 | 3.90 | 5.28 | 6.63 | 8.07 |
| | | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | -11.06 | -3.92 | -3.82 | 5.29 | 12.71 |
| | | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 9.34 | 11.56 | 15.65 | 21.45 | 28.62 |
| | | | | | | 估值指标 (倍) | | | | | |
| | | | | | | P/E | 9.9 | 7.4 | 5.4 | 4.3 | 3.6 |
| | | | | | | P/B | 3.1 | 2.5 | 1.8 | 1.3 | 1.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 7.9 | 6.9 | 6.8 | 5.4 | 3.9 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 十七年探索铸就产业新城龙头..... | 5 |
| 1.1 历史沿革..... | 5 |
| 1.2 产业新城+地产开发，两大主营长短互补..... | 6 |
| 1.3 股权结构更趋合理，转让承诺与股权激励双重锁定业绩..... | 7 |
| 2. 产业新城起步固安，异地复制大有可为..... | 8 |
| 2.1 固安起步，模式主体确立..... | 9 |
| 2.2 环京深耕，模式再获验证..... | 10 |
| 2.3 全国复制，模式持续更新..... | 10 |
| 2.4 都市圈化大势所趋，公司模式大有可为..... | 11 |
| 3. 模式分析：创造土地升值，政企共享收益..... | 12 |
| 3.1 价值创造：创造短期土地升值，引入长期稳定税源..... | 12 |
| 3.2 价值分享：从公司收益结构看收益分享机制..... | 13 |
| 3.3 模式成功前提：土地升值潜力+健康的房地产市场..... | 14 |
| 3.4 如何看待公司的应收账款..... | 14 |
| 3.4.1 应收账款是公司模式应有之义，2017年应收账款账期明显拉长..... | 14 |
| 3.4.2 2018年应收账款大幅增加，主因在于调控下环京土地市场大幅下行..... | 15 |
| 3.4.3 三县土地市场回暖，应收账款问题边际向好..... | 17 |
| 4. 地产业务：依托产业新城，成长空间广阔..... | 17 |
| 4.1 依托产业新城，销售规模连上台阶..... | 17 |
| 4.2 低成本锁定土地，地产业务具有独特优势..... | 17 |
| 4.3 销售：非环京占比提升，环京边际修复..... | 18 |
| 4.4 土储：京津冀占比75%，三大潜力区域土储占比有望提升..... | 18 |
| 4.5 待结算资源：预收账款覆盖率高，预计毛利率小幅下行，权益维持高位..... | 19 |
| 5. 携手平安，三个开拓开启战略新篇章..... | 19 |
| 5.1 平安入股及平安大致情况、吴向东加盟..... | 19 |
| 5.2 三个开拓开启战略新篇章，有望提升公司综合实力..... | 20 |
| 5.3 产业新城业务有望引入稳定资金，解决模式最大痛点..... | 21 |
| 6. 杠杆小幅下降，短期偿债可控..... | 21 |
| 7. 业绩预测与估值..... | 22 |
| 7.1 业绩预测..... | 22 |
| 7.1.1 房地产开发业务..... | 22 |
| 7.1.2 产业发展服务..... | 22 |
| 7.1.3 土地整理业务..... | 22 |
| 7.1.4 其他业务..... | 23 |
| 7.2 估值..... | 23 |
| 8. 投资建议..... | 24 |
| 风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|------------------------|---|
| 图表 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2: 公司历年营收表现..... | 5 |
| 图表 3: 公司历年归母净利润表现..... | 5 |

| | |
|---|----|
| 图表 4: 公司历年营收构成..... | 6 |
| 图表 5: 公司历年毛利润构成..... | 6 |
| 图表 6: 固安产业新城之生物医药基地..... | 6 |
| 图表 7: 嘉善产业新城安置房..... | 6 |
| 图表 8: 公司股权结构 (2019年11月4日)..... | 7 |
| 图表 9: 股权激励行权条件及限制性股票解锁条件..... | 8 |
| 图表 10: 实际控制人对中国平安的业绩承诺..... | 8 |
| 图表 11: 公司产业新城覆盖 15 个都市圈..... | 8 |
| 图表 12: 公司历年园区拓展情况 单位: 个..... | 9 |
| 图表 13: 公司历年签约投资额 单位: 亿元..... | 9 |
| 图表 14: 固安模式奠定了后续产业新城盈利模型的根基..... | 9 |
| 图表 15: 固安新城 2007 至 2011 年收入结构 单位: 亿元..... | 10 |
| 图表 16: 固安县 GDP 增速领先河北省..... | 10 |
| 图表 17: 公司环京区域部分产业新城情况..... | 10 |
| 图表 18: 公司各都市圈产业园区布局..... | 11 |
| 图表 19: 环京区域营收占比逐年下降 单位: 亿元、%..... | 11 |
| 图表 20: 环京区域毛利占比逐年下降 单位: 亿元、%..... | 11 |
| 图表 21: 公司根据当地情况引入丰富产业资源..... | 12 |
| 图表 22: 公司业务模式简化图..... | 13 |
| 图表 23: 公司产业新城业务及收入计算方式..... | 13 |
| 图表 24: 公司地产业务毛利率处于行业平均水平..... | 14 |
| 图表 25: 公司土储/销售面积明显低于相同主流房企..... | 14 |
| 图表 26: 园区所在区域的土地升值潜力是模式能够成功的先决条件..... | 14 |
| 图表 27: 产业新城收入结算模式简化图..... | 15 |
| 图表 28: 公司应收账款拟合 单位: 亿元..... | 15 |
| 图表 29: 公司应收账款前五名 (2018) 单位: 亿元..... | 16 |
| 图表 30: 固安县土地成交总价 (住宅+商业)..... | 16 |
| 图表 31: 大厂县土地成交总价 (住宅+商业)..... | 16 |
| 图表 32: 香河县土地成交总价 (住宅+商业)..... | 16 |
| 图表 33: 三县土地成交总价 (住宅+商业)..... | 16 |
| 图表 34: 公司历年销售额表现..... | 17 |
| 图表 35: 公司历年销售面积表现..... | 17 |
| 图表 36: 公司土储/销售面积明显低于主流房企..... | 18 |
| 图表 37: 公司权益占比明显高于主流房企..... | 18 |
| 图表 38: 2018Q3 销售面积结构 单位: 万平方米..... | 18 |
| 图表 39: 2019Q3 销售结构 单位: 万平方米..... | 18 |
| 图表 40: 公司在手土储京津冀占比 75% (19H1) 单位: 万平方米..... | 19 |
| 图表 41: 公司土地整理面积 (19H1) 单位: 万平方米..... | 19 |
| 图表 42: 公司预收账款覆盖率仍维持高位..... | 19 |
| 图表 43: 公司预收账款覆盖率处于主流房企较高水平..... | 19 |
| 图表 44: 中国平安业务布局..... | 20 |
| 图表 45: 三个开拓有望从三个方面提升公司综合实力..... | 21 |
| 图表 46: 公司资产负债率处于主流房企较高水平 单位: %..... | 22 |
| 图表 47: 公司剔除预收后资产负债率处于主流房企较高水平 单位: %..... | 22 |
| 图表 48: 公司各项业务营收及毛利率预测..... | 23 |
| 图表 49: 可比公司估值..... | 24 |

1. 十七年探索铸就产业新城龙头

1.1 历史沿革

华夏幸福基业股份有限公司（后称公司）前身华夏地产于1998年成立，主营房地产开发业务，经过十年发展，2007年完成股份制转型，更名华夏幸福基业股份有限公司，并于2011年成功A股上市。公司从2002年固安工业园区起步，开启产业新城业务模式，并于2007年、2009年介入大厂和香河的产业新城开发。2012年开始，公司逐步走出环京、走向全国，截至目前公司正式协议产业新城已布局全国60余个区域，业务版图覆盖15个都市圈。

公司上市以来，稳健快速成长。2011年至2018年间，营业收入复合增长率达40.4%，归母净利润复合增长率达35.4%。2018年，公司实现营业收入838亿元，同比增长40.5%，实现归母净利润117亿元，同比增长32.9%，规模再上台阶。2019年前三季度，公司实现营业收入643亿元，同比增长42.5%，归母净利润97亿元，同比增长23.7%。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 公司历年营收表现



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 公司历年归母净利润表现



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

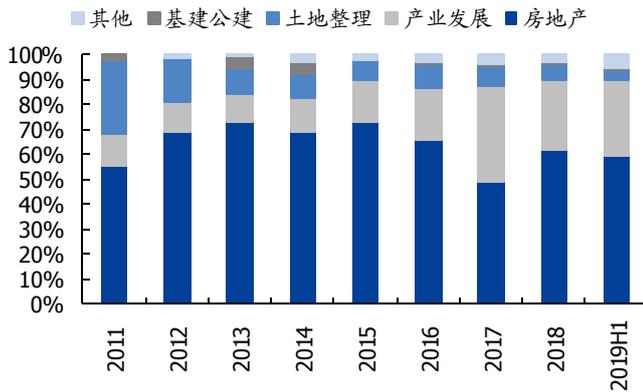
1.2 产业新城+地产开发，两大主营长短互补

公司业务整体上分为产业新城和房地产开发两块，产业新城业务包括产业发展服务（招商引资）、土地整理、基础设施建设和综合服务等，房地产开发则包括城市房地产开发和园区配套住宅（2017年开始合并计算）。产业园区业务前期沉淀资金，积累长期收入来源（未来产业发展服务对应的结算收入），地产开发则能够在短期内回笼资金，支撑园区业务资金需求。从历年毛利构成看，**产业发展服务和房地产开发是公司主要利润来源，二者共同贡献公司90%以上的毛利。**

公司产业新城业务采用独特的“开发性PPP”模式，与一般的PPP模式不同，公司坚持“政府主导、企业运作、合作共赢”的运作机制，无需政府投资、担保或兜底，具有“自我造血”功能，因而受到地方政府欢迎。截至目前，公司在全国范围内布局了15个核心都市圈，形成了“3+3+X”的战略格局，累计布局近80座产业新城。2019H1公司产业新城业务实现营业收入137亿元，毛利102亿元，其中产业发展服务贡献营收119亿元，毛利100亿元。

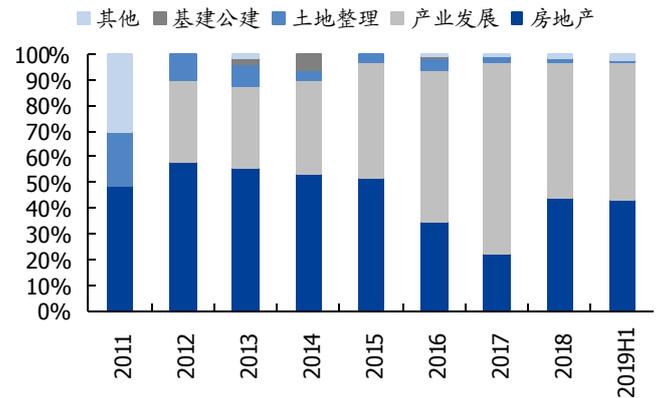
公司房地产开发业务以产业新城模式为基础，以“孔雀城”为主要品牌，聚焦都市圈置业需求，在深耕环北京区域的基础上，积极布局长江经济带和粤港澳大湾区等核心都市圈区域，其中，环北京以外区域规模业绩增长较快，杭州、南京、郑州、合肥、武汉等区域签约销售增长迅速。2018年，公司房地产业务实现销售额1293亿元，位列行业第13位，2019年前三季度，实现销售额786亿元，销售面积911万平方米。2019H1公司房地产业务实现营业收入229亿元，毛利82亿元。

图表 4: 公司历年营收构成



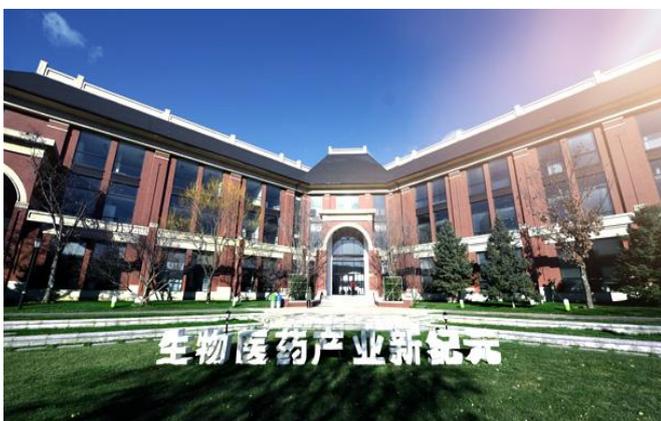
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年毛利润构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 固安产业新城之生物医药基地



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 7: 嘉善产业新城安置房



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

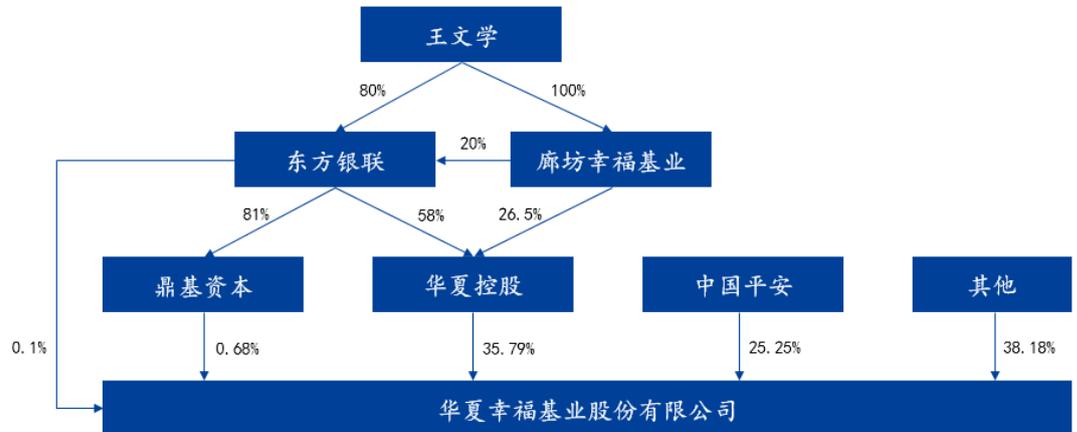
1.3 股权结构更趋合理，转让承诺与股权激励双重锁定业绩

实际控制人王文学先生合计持有公司股权 **36.57%**，未来 **6 个月内拟增持**。公司控股股东为华夏幸福基业控股股份有限公司（后称华夏控股），实际控制人为王文学先生。截至 2019 年 10 月 24 日，王文学先生通过华夏控股、鼎基资本、东方银联分别持有公司 **35.73%**、**0.68%**、**0.1%** 股份，合计持有公司股份 **36.57%**。另据公司公告，出于对公司未来发展及投资价值的长期看好，自 2019 年 10 月 24 日 6 个月内，华夏控股及一致行动人东方银联将在实施期限内增持公司总股本 1% 对应的股份（含本次增持）。

股权激励实施，核心高管利益绑定。2018 年 7 月 6 日，公司向 130 名激励对象授予 5227 万份股票期权，行权价格为 26.26 元/股；向 130 名激励对象授予 5227 万股限制性股票，授予价格为 12.08 元/股（除权除息后），合计占公司股份比例为 **3.48%**。股票期权的行权条件与限制性股票的解锁条件相同，均要求公司在 2017 年净利润的基础上，2018/2019/2020 年的净利润增长率达到 **30%/65%/105%**，对应 **2018/2019/2020 年的净利润增速为 30%/27%/24%**。

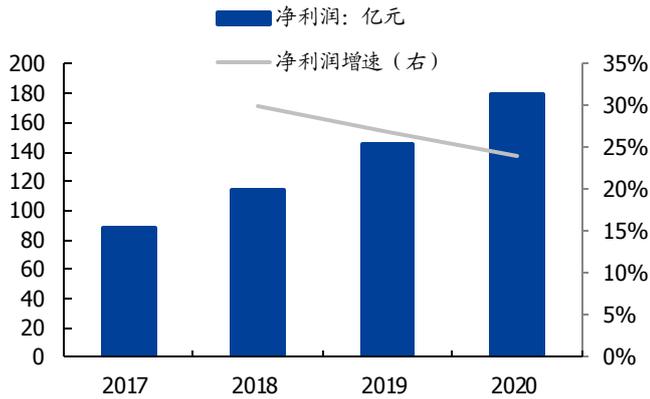
平安入股成第二大股东，持股超 25%。2018 年 7 月，华夏控股与平安资管签订股份转让协议，约定华夏控股通过协议转让方式，向平安资管（实际受让方为平安人寿）转让 5.8 亿股公司股份，占公司总股本的 19.70%，转让价格为 23.66 元/股。2019 年 2 月，华夏控股再次向平安人寿转让 1.7 亿股股份，占公司总股本的 5.69%，转让价格为 24.60 元/股。截至目前，**中国平安合计持有公司股份 25.25%**。根据华夏控股和王文学先生做出的业绩承诺，以公司 2017 年度归母净利润为基数，2018/2019/2020 年的归母净利润增长率达到 **30%/65%/105%**，对应 **2018/2019/2020 年的归母净利润增速为 30%/27%/24%**，考虑到公司今年少数股东损益占比很低，因此上述业绩承诺与股权激励行权和解锁条件基本一致。

图表 8：公司股权结构（2019 年 11 月 4 日）



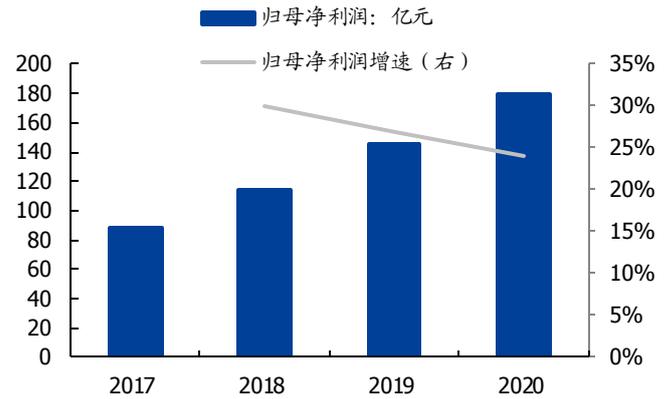
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 9: 股权激励行权条件及限制性股票解锁条件



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 实际控制人对中国平安的业绩承诺



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 产业新城起步固安，异地复制大有可为

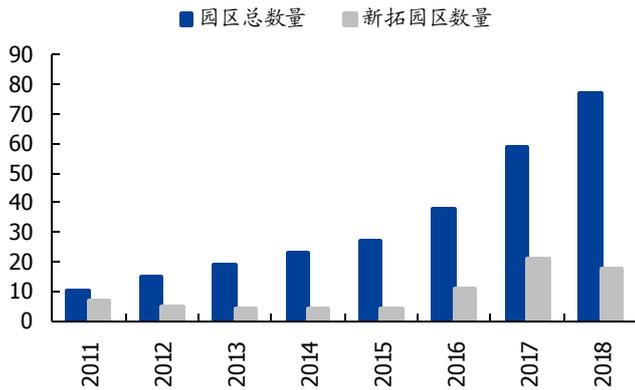
公司前身华夏地产主营传统房地产开发，2002 年公司接受固安县政府委托进行固安工业园区开发，标志着公司产业新城模式的肇始。2012 年开始，公司逐步走出环京、走向全国，截至目前公司正式协议产业新城已布局全国 60 余个区域，产业园区近 80 个，业务版图覆盖 15 个都市圈。

图表 11: 公司产业新城覆盖 15 个都市圈



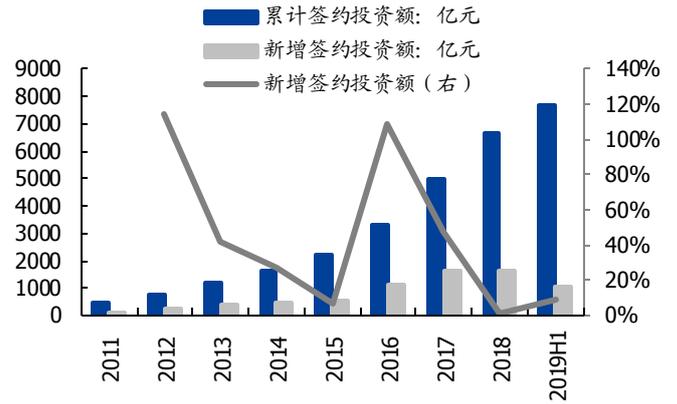
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司历年园区拓展情况 单位: 个



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司历年签约投资额 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1 固安起步, 模式主体确立

2002年6月, 廊坊市政府决定设立廊坊开发区固安工业园区, 并同意固安县政府、廊坊开发区委托公司(三浦威特)对固安工业园区进行开发管理。根据后续一系列协议, 公司受托承担基础设施建设、招商引资服务、土地整理、园区综合服务等工作, 委托期限为50年, 委托面积为60万平方公里, 且具有排他性, 非经受托方(公司)同意不得变更或撤销。当时政府与公司约定的收入确认方式和结算方式, 大体上已经成型, 奠定了后续多个产业新城盈利模型的根基。

固安工业新城持续打造“313”产业集群体系, 强化新型显示、航天航空、生物医药三大主导产业; 同步培育智能网联汽车先导产业, 提速医疗康养、文体休闲和临空经济在内的三大特色产业, 已形成固安肽谷生物医药产业园、固安航天产业基地、固安卫星导航产业港、清华大学重大科技项目(固安)中试孵化基地等特色产业园区。

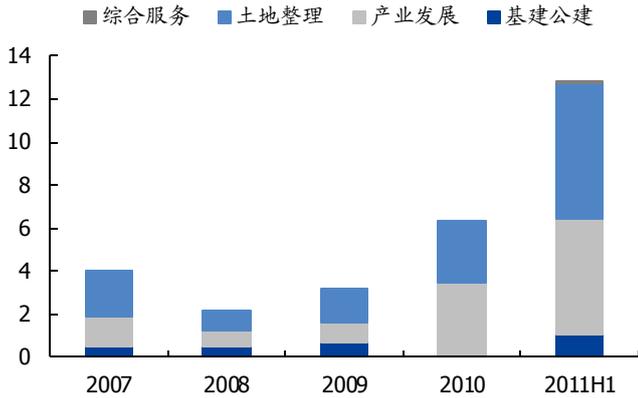
2007年开始, 固安工业园区逐渐为公司贡献丰厚利润, 2007年至2010年四年间, 固安新城(不含房地产业务)为公司贡献营业收入15.6亿元, 毛利润7.8亿元, 综合毛利率高达50%。

图表 14: 固安模式奠定了后续产业新城盈利模型的根基

| 业务 | 内容 | 收入确认 | 结算方式 |
|--------|--|-------------------|---------------------|
| 基础设施建设 | 九通一平、场站及厂房建设 | 基础设施建设费(含税)加成10% | 一次性支付或分期支付, 分期不超过3年 |
| 土地整理 | 土地征转方案拟定并跟进实施, 承担土地整理成本(主要为土地补偿款、新增建设用地有偿使用费、耕地开垦费等), 形成建设用地 | 上一年土地整理费(含税)加成10% | 一次性支付或分期支付, 分期不超过3年 |
| 产业发展服务 | 对工业园区进行宣传推广, 负责招商引资洽谈, 为入园企业提供“全程无忧式管家服务”, 协助企业快速实现生产运营 | 上一年新增落地投资额的45% | 一次性支付或分期支付, 分期不超过5年 |
| 园区综合服务 | 物业管理、道路清洁、绿化等 | 上一年综合服务费(含税)加成10% | 一次性支付或分期支付, 分期不超过3年 |

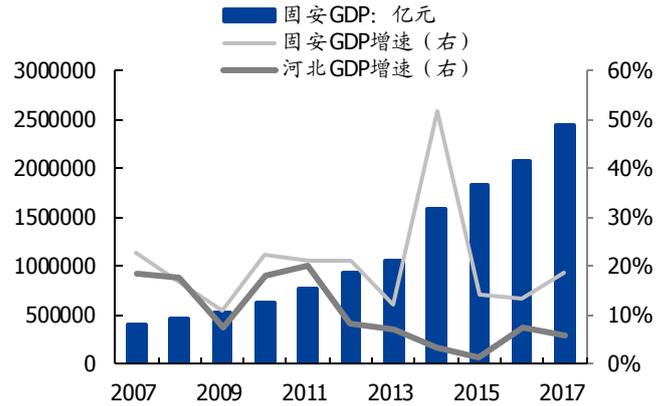
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 固安新城 2007 至 2011 年收入结构 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 固安县 GDP 增速领先河北省



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 环京深耕，模式再获验证

在固安新城取得初步成功的基础上，公司充分发挥自身优势，进一步深耕环京区域，分于 2007 年和 2010 年获取大厂潮白河工业区和怀来生态新城的开发建设，委托面积分别为 70 万平方公里和 122 万平方公里，委托年限均为 50 年。从委托内容、收入计算和结算方式上看，大厂和怀来项目与固安项目基本相同，可以看做固安模式的同区域复制和验证。此后，公司先后与香河、霸州、永清等地政府签约，截至 2018 年末，公司京津冀区域共布局 18 个产业园区，产业新城模式在环京区域全面开花。

图表 17: 公司环京区域部分产业新城情况

| 所在城市 | 重点产业 | 代表性入园企业 | 2018 新增签约投资额 |
|------|--|---------------|--------------|
| 固安 | 三大主导产业: 新型显示、航空航天、生物医药 三大特色产业: 医疗康养、文体休闲、临空经济 | 航天科工、维信诺 | 42 亿元 |
| 大厂 | 影视文化、总部商务、人工智能 | 德雷射科、中航试金石 | 10 亿元 |
| 香河 | 机器人本体、系统集成和核心零部件 | 尼玛克焊接、安川都林机器人 | 8 亿元 |
| 怀来 | 软件开发与应用、大数据与云计算、人工智能、航天装备、智能制造 | 514 所、亿安天下 | 124 亿元 |
| 霸州 | 食品、智能制造、新型显示 | 颐海食品(海底捞)、稻香村 | 27 亿元 |
| 永清 | 智能控制、智能装备 | 航天科工、北方一造 | 2.4 亿元 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 全国复制，模式持续更新

2012 年 1 月，公司与沈阳市苏家屯区人民政府签订整体合作开发建设经营委托区域协议，打造沈水产业新城，当年 6 月，公司与江苏无锡市南长区进行合作，整体开发无锡(南长)国家传感信息中心项目，打造无锡城市产业综合体，迈出全国复制第一步。其后，随着公司品牌认可度和综合实力的提升，全国化布局加速。

目前公司正式协议产业新城已布局全国 60 余个区域，产业园区近 80 个，业务版图覆盖 15 个都市圈。2013 年开始，非环京区域开始贡献业绩，环京区域营收和毛利占比由 2012 年之前的 99% 以上，分别下降至 2018 年的 69% 和 60%，2019H1 环京占比

进一步下降，区域分布更趋合理。

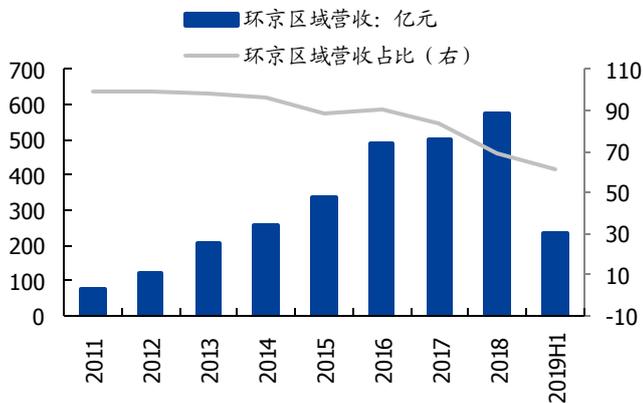
区域选择方面，公司坚持核心都市圈聚焦战略，形成“3+3+4”。公司持续精耕京津冀都市圈，密集布局长三角都市圈，加快布局粤港澳都市圈三个高能核心都市圈；积极推进布局郑州都市圈、武汉都市圈和成都都市圈三个高潜核心都市圈，以及长沙都市圈、西安都市圈、贵阳都市圈和沈阳都市圈四个潜力核心都市圈。

图表 18: 公司各都市圈产业园区布局

| 都市圈 | 公司定位 | 已布局城市 | 涉及省份 |
|-----|------|--|----------|
| 京津冀 | 高能 | 涿鹿、怀来、大厂、香河、固安、永清、霸州、文安、昌黎、北戴河、邢台、元氏、行唐、邯郸 | 河北 |
| 长三角 | 高能 | 嘉善、无锡、来安、溧水、和县、舒城、江宁、南浔、南湖、德清、博望、南京开发区、高淳、长丰、肥东、巢湖、六安、含山、嘉善经开区、绍兴、萧山 | 江苏、浙江、安徽 |
| 粤港澳 | 高能 | 江门、中山 | 广东 |
| 环郑州 | 高潜 | 长葛、武陟、新郑、获嘉、新密、祥符 | 河南 |
| 环武汉 | 高潜 | 问津、嘉鱼、双柳、黄陂、团风、孝感 | 湖北 |
| 环成都 | 高潜 | 彭山、蒲江 | 四川 |
| 环长沙 | 潜力 | 云龙、雨湖 | 湖南 |
| 环西安 | 潜力 | 泾阳 | 陕西 |
| 环贵阳 | 潜力 | 修文 | 贵州 |
| 环沈阳 | 潜力 | 苏家屯 | 辽宁 |

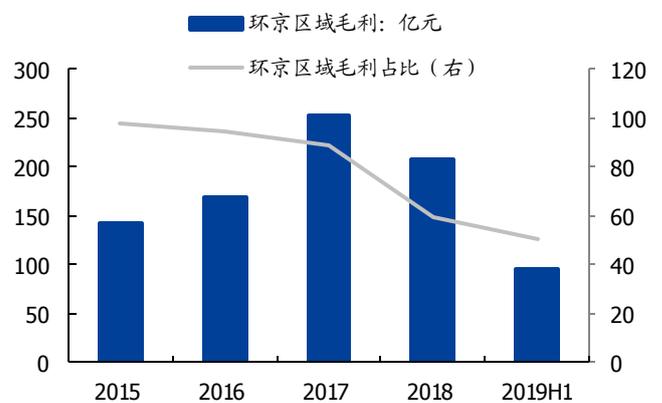
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19: 环京区域营收占比逐年下降 单位：亿元、%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20: 环京区域毛利占比逐年下降 单位：亿元、%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.4 都市圈化大势所趋，公司模式大有可为

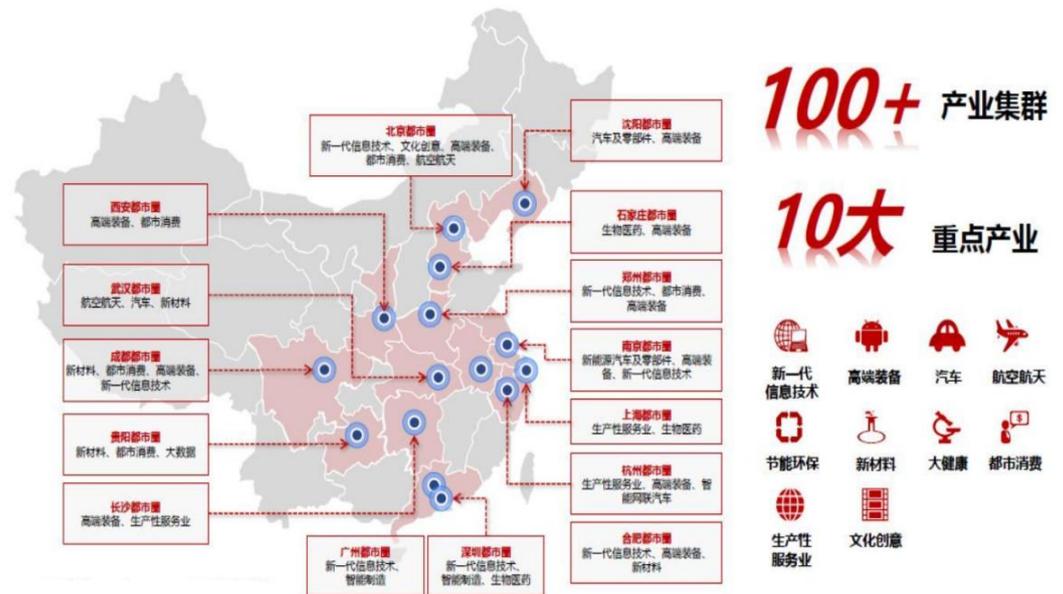
经历 20 年的快速发展，城镇化接近中后期、人均住房面积接近发达国家水平、人口老龄化等多个因素导致未来房地产市场相对目前水平，很难有更大的市场空间，我们预计房地产市场规模预计将在较长时期内维持在 13 到 16 万亿的水平上。

整体上行业空间有限的背景下，都市圈化将带来结构性机会。随着我国经济进入高质量发展阶段，人口和产业分布都市圈化是大势所趋，而人口和产业在地理上的重分布将带

来住房需求和住房供给的结构性失衡，受益都市圈发展的城市仍然存在房地产结构性机会。

公司是产业新城龙头，竞争优势明显。公司创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”开发性 PPP 模式，广受地方政府欢迎。公司深耕产业新城模式 17 年，积累了明显的竞争优势。特别是产业发展能力，公司坚持以“产业优先”作为核心策略，聚焦新一代信息技术、高端装备、汽车、航空航天等十大重点产业，凭借约 4600 人的产业发展团队，为所在区域提供产业升级的全流程综合解决方案，得到各级政府广泛认可和赞誉。

图表 21: 公司根据当地情况引入丰富产业资源



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3. 模式分析：创造土地升值，政企共享收益

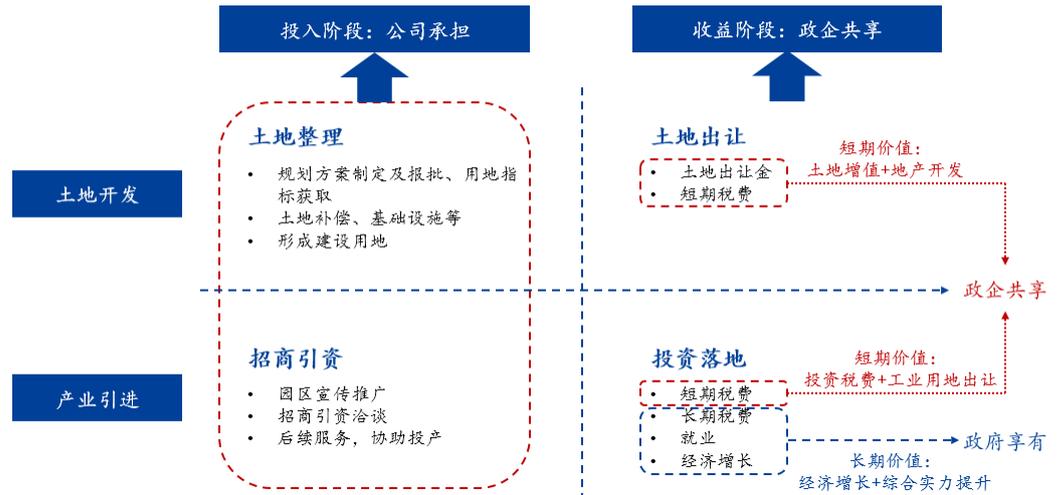
3.1 价值创造：创造短期土地升值，引入长期稳定税源

短期来看，公司产业新城模式与传统房地产开发模式最大的不同，在于创造并分享土地升值。传统模式并不创造土地升值，对土地升值收益的分享也局限于囤地升值或逆周期拿地，囤地模式已经被多数主流开发商抛弃，而通过逆周期拿地来分享土地升值收益，本身具有一定的机会性。公司通过园区式整体规划、招商引资、资源引入等手段，实现园区土地价值的整体提升。

长期来看，公司产业新城模式为地方政府带来现代产业迁入（新一代信息技术、高端装备、汽车、新材料等），能有效帮助地方政府推动产业转型升级，促进当地经济增长，进而带来长期稳定税源。

本质上看，公司打包承担了地方政府本来的土地开发和产业发展两项工作，并通过约定分配机制分享土地升值收益和产业发展收益。地方政府在很少投入的情况下，短期可获得土地出让金、房地产开发和交易税费等相关收入，长期则引入产业税源，增强地方财政的可持续性。

图表 22: 公司业务模式简化图



资料来源: 国盛证券研究所

图表 23: 公司产业新城业务及收入计算方式



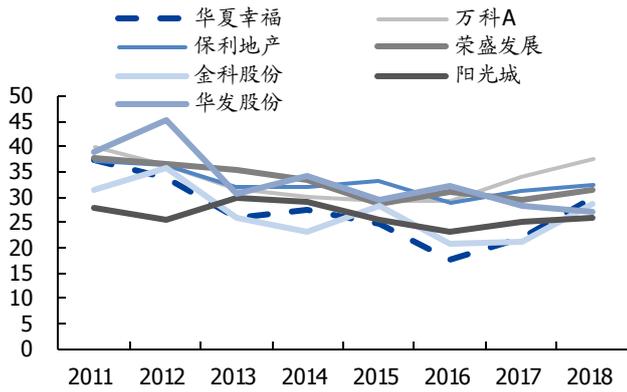
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 价值分享：从公司收益结构看收益分享机制

从公司历年收入结构出发，我们可以更加精准的理解公司与政府对收益（主要是土地升值收益）的分享机制。这里我们着重探讨**产业发展和房地产开发**两业务之间的关系。从公司历年收入结构和毛利结构可以看出，二者占**公司营收和毛利的比重合计达到 90% 左右**。两项业务的盈利模式描述了公司对地方政府土地升值收益和产业发展收益的分配方式：

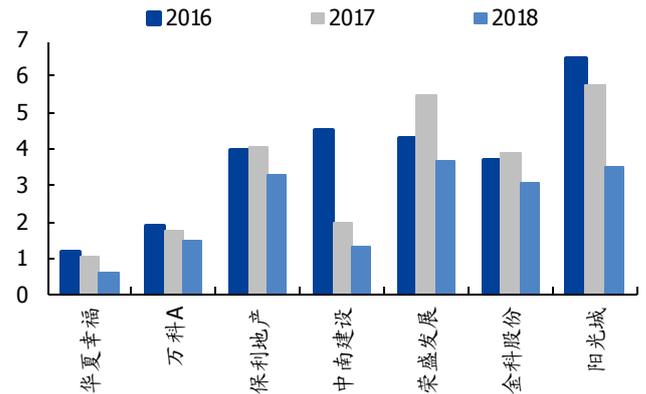
- ◆ **产业发展服务收入直接分享土地出让金和短期税费**：公司产业新城相关收入主要来自合作区域内**新产生的政府收入**，落地投资额更多的是作为计量该收入的“标尺”。由于落地投资额仅有小部分能够形成政府收入（购买工业用地使用权、建设过程中的相关税费等，粗略估算不超过投资额的 15%），因此**按照落地投资额 45%计量的产业发展收入主要来自于住宅/商业用地的出让金和开发税费，是对土地开发收益的直接分享**。
- ◆ **房地产业务间接分享土地升值收益**：理论上，公司房地产开发业务与产业新城业务是相对独立的，合作协议一般不直接涉及土地获取相关的内容。我们认为公司房地产开发业务分享土地升值收益的方式**主要是低成本锁定大量土地的能力**，其重要性高于低价获取土地。对于传统房企，高土储意味着资金沉淀，而低土储则有损销售增长潜力。公司由于统筹整个园区的规划定位、土地整理和基建公建，**可以低成本甚至无成本锁定表外土储，同时规避高低土储两种模式的风险**，这也是土地储备明显低于相同体量房企，合作开发也比较少的原因。

图表 24: 公司地产业务毛利率处于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司土储/销售面积明显低于相同主流房企



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 模式成功前提: 土地升值潜力+健康的房地产市场

园区所在区域的土地升值潜力是模式能够成功的先决条件。如前所述, 公司产业园区模式的收益短期内主要来自于直接(产业发展服务)或间接(房地产开发业务)的土地升值收益, 土地升值潜力意味着两个方面, 一是初始地价较低, 二是能够通过引入各种资源实现地价上升。我们认为, 这是公司选址都市圈内较低能级城市或区域的核心原因: 这些城市或区域开发程度较低, 地价相对圈内其他区域有优势, 而且通过统筹规划和资源引入, 有可能承接其他区域的人口和产业流入, 实现地价上升。

土地升值的实现, 有赖于健康的土地市场。政府短期受益的实现依赖于土地升值的实现, 这也是公司分享收益的来源, 而土地价值的实现有赖于健康的土地市场。如果土地市场过度低迷, 则短期内土地价值难以实现, 公司也难以实际上分享到升值收益, 进而产生应收账款问题。(我们会在下文详细讨论公司的应收账款问题。)

图表 26: 园区所在区域的土地升值潜力是模式能够成功的先决条件



资料来源: 国盛证券研究所

3.4 如何看待公司的应收账款

3.4.1 应收账款是公司模式应有之义, 2017 年应收账款账期明显拉长

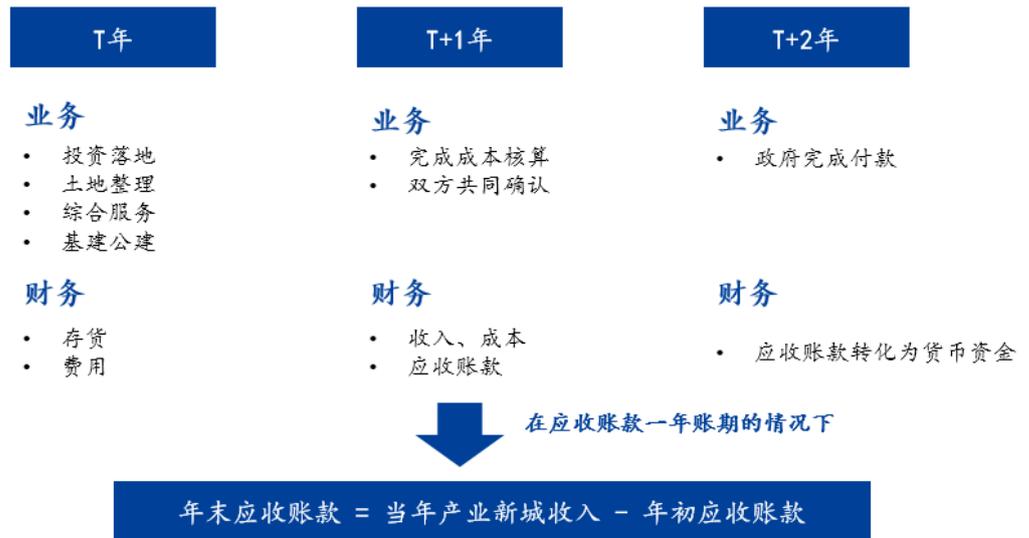
公司应收账款主要来自于政府对公司产业新城相关业务的结算, 考虑到政府相关流程需

要一定时间，参考固安产业新城的结算方式，我们将公司产业新城相关业务的收入和结算模式简化如下图，可以看出，公司产业新城模式必然会产生应收账款，且应收账款与产业新城收入同步产生，在账期为一年的情况下，有：

年末应收账款 = 当年产业新城收入 - 年初应收账款

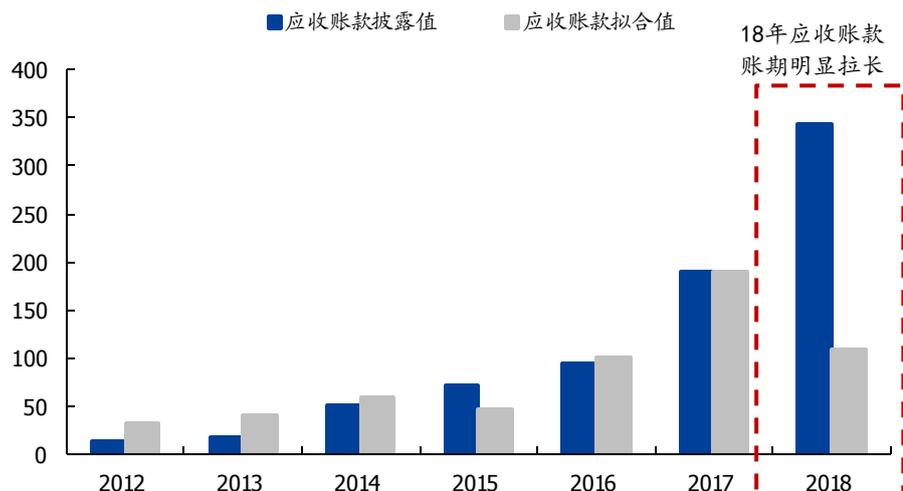
我们用上述公式计算历年年末应收账款，若计算值小于披露值，则代表年初应收账款在当年并未完全收回。从公司历年产业新城收入与应收账款变化看，公司2014年至2016年应收账款基本能够在一年内收回，2017年应收则有较大部分没有在一年内收回，账期明显拉长。

图表 27: 产业新城收入结算模式简化图



资料来源：国盛证券研究所

图表 28: 公司应收账款拟合 单位：亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.4.2 2018年应收账款大幅增加，主因在于调控下环京土地市场大幅下行

如前所述，公司实际能够分享的开发收益有赖于健康的土地市场和房地产市场，这是公司模式短期能够顺利运转的前提之一。受相关政策及市场影响，环京区域2017年开始

土地出市场明显下行，土地出让和短期税费等明显减少，偿付能力收到影响，我们认为这是公司**2018年应收账款大幅增加、且一年以上应收账款占比提升的主要原因**。

以公司大本营固安、大厂和香河为例，三县14年至16年土地成交总价（住宅及商业）合计均在80亿元以上，17年下降至70亿元，18年进一步降低至47亿元。公司重镇固安18年土地成交总价更是大幅缩减至3.7亿元，同比减少91%。

图表 29: 公司应收账款前五名 (2018) 单位: 亿元

| 单位名称 | 金额 | 账龄 | 占应收账款总额的比例 (%) |
|-------------------|-----|------------------------|----------------|
| 固安新兴产业示范区财政分局 | 77 | 1 年以内: 58; 1 至 2 年: 19 | 21.9 |
| 大厂回族自治县财政局 | 46 | 1 年以内: 15; 1 至 2 年: 32 | 13.2 |
| 河北沙城经济开发区管理委员会 | 42 | 1 年以内: 15; 1 至 2 年: 27 | 11.8 |
| 长三角嘉善科技商务服务区管理委员会 | 25 | 1 年以内: 25 | 7.2 |
| 固安工业区财政分局 | 24 | 1 至 2 年: 24 | 6.9 |
| 总计 | 215 | | 61.0 |

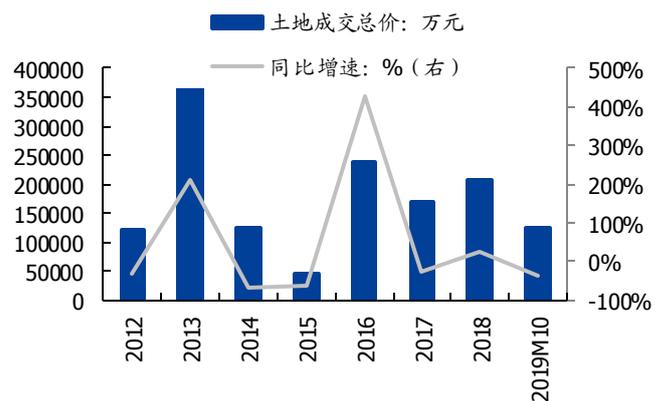
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 固安县土地成交总价 (住宅+商业)



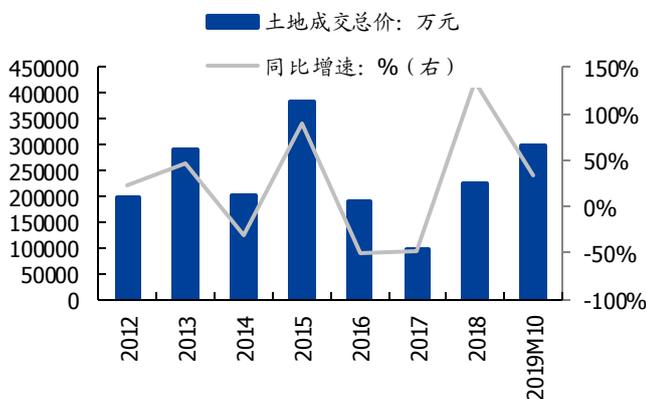
资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

图表 31: 大厂县土地成交总价 (住宅+商业)



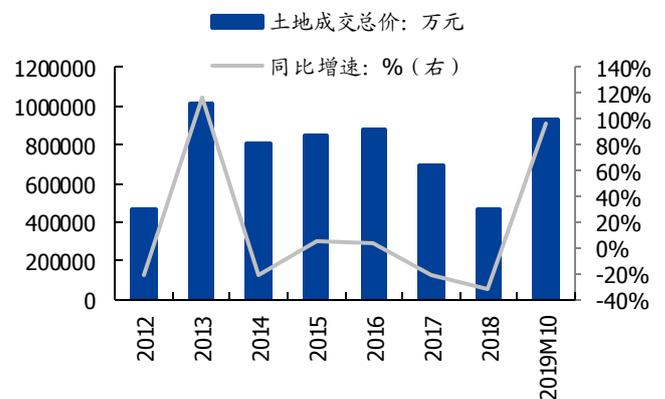
资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

图表 32: 香河县土地成交总价 (住宅+商业)



资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

图表 33: 三县土地成交总价 (住宅+商业)



资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

3.4.3 三县土地市场回暖，应收账款问题边际向好

随着环京相关规划的落地和环京楼市政策步入平稳期，固安、大厂和香河三县土地市场在 2019 年呈现回暖态势，截至本年 10 月底，三县土地成交总价（住宅及商业）达到 93 亿元，相对 18 年全年增长 97%，固安则达到 50 亿元，相对上年增长约 13 倍。我们认为，作为公司应收款收回最大来源的土地出让回暖，预计短期内公司应收账款总量即会看到改善，平均账龄也将更趋缩短。

4. 地产业务：依托产业新城，成长空间广阔

4.1 依托产业新城，销售规模连上台阶

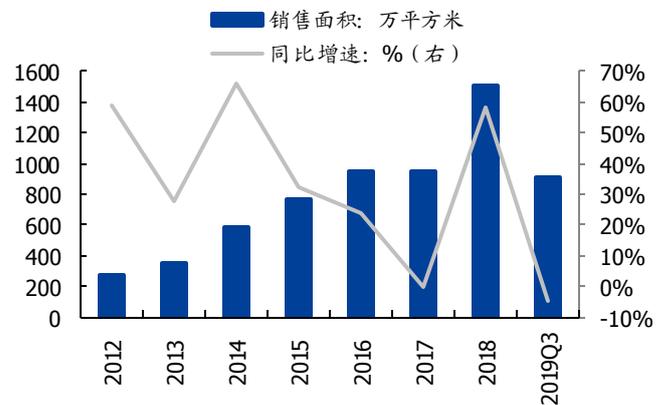
公司房地产开发业务以产业新城为基础，致力于成为“都市圈置业首选”。公司上市以来，房地产销售额连上台阶，由 2011 年的 128 亿元增长至 2018 年的 1293 亿元，复合增长率为 39%。据克而瑞数据，2018 年公司房地产销售额排名全行业第 13 位，权益销售额排名全行业第 10 位。

图表 34: 公司历年销售额表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 公司历年销售面积表现

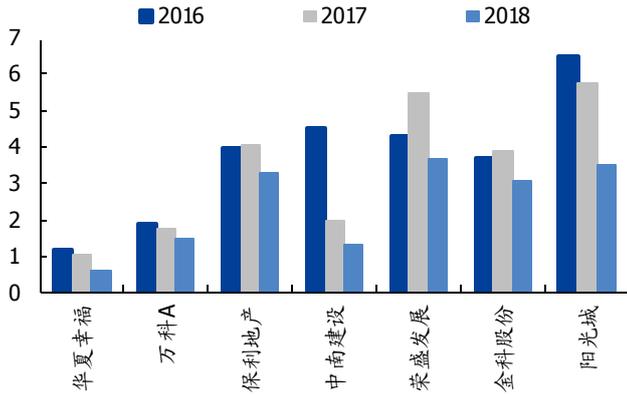


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 低成本锁定土地，地产业务具有独特优势

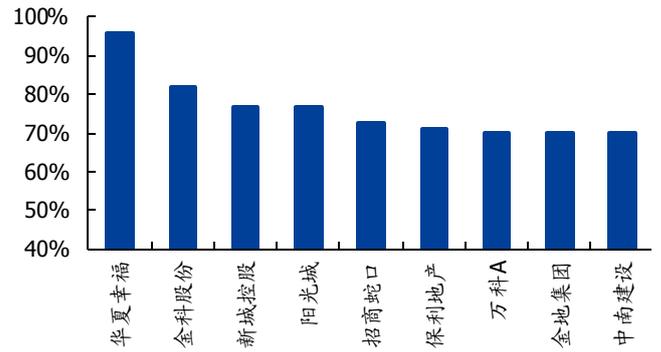
正如我们前面进行的讨论，公司地产业务一定程度上是间接分享升值红利的方式。从毛利率看，我们并不认为公司拿地价格（地售比）上有非常明显的优势，公司优势主要体现在，在能够充分了解每一块地的价值，并以较低的成本提前锁定，避免资金沉淀的同时，保持可售资源的可持续性。公司独特优势在地产业务两项指标中有明显体现：一是公司土地储备明显低于相同体量房企，二是公司权益占比明显高于主流房企。

图表 36: 公司土储/销售面积明显低于主流房企



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 公司权益占比明显高于主流房企

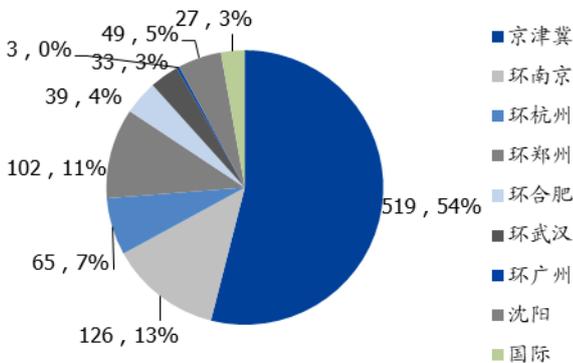


资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

4.3 销售: 非环京占比提升, 环京边际修复

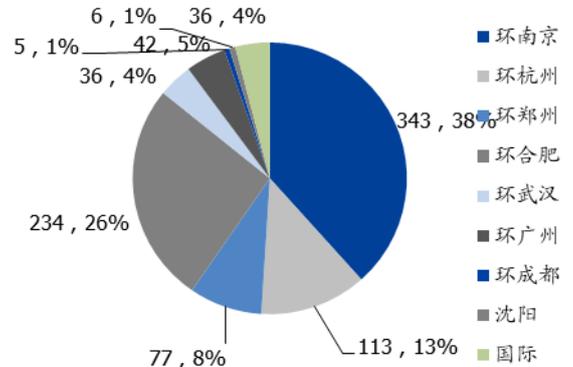
受环京楼市低迷影响, 公司 2017 年开始销售增速有所下滑, 17/18/19H1 销售额增速分别为 19%/8%/-27%。2019Q3 公司销售表现大幅好转, 单季度实现销售额 306 亿元, 同比增长 47.2%, 销售面积 360 万平方米, 同比增长 44%。受三季度销售带动, 公司前三季度销售额同比增速为-7%, 相对半年上修 20pct。从公司销售结构看, 三季度销售好转的主要原因有二: 一是非环京区域销售面积占比由上年同期的 47% 提升至本年的 60%, 较好的对冲了环京区域市场的低迷, 二是环京区域进入政策稳定期, 加之上年基数较低, 增速有所修复。

图表 38: 2018Q3 销售面积结构 单位: 万平方米



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 2019Q3 销售结构 单位: 万平方米

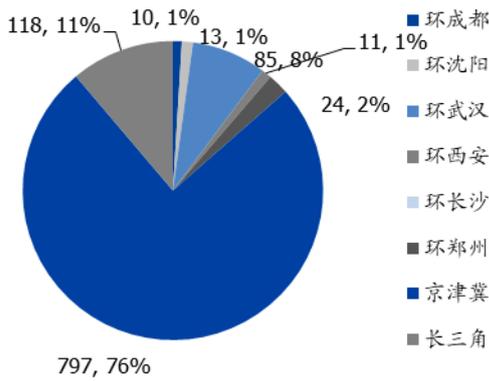


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4 土储: 京津冀占比 75%, 三大潜力区域土储占比有望提升

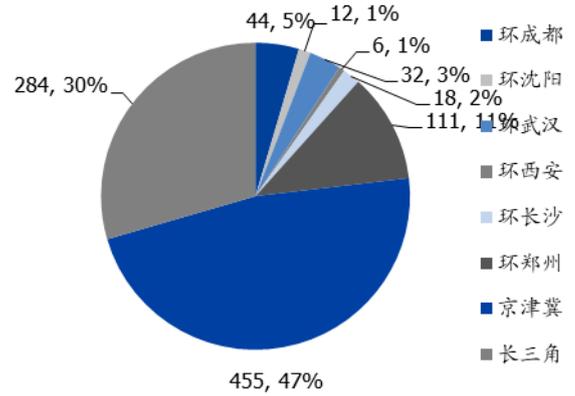
公司 19 年上半年末在手土储计容建面共 1058 万平方米, 其中京津冀占比 75%, 长三角和环武汉分别占比 11% 和 8%, 从在手土储看, 京津冀仍是公司第一大重仓区域。公司在手一级土地整理面积 961 万平方米, 京津冀占比为 47%, 相对在手土储比例大幅下降, 长三角、环郑州和环成都区域占比也有较大提升。我们认为, 随着一级土地整理完成后进入土地市场, 公司在手土储结构将更趋合理。

图表 40: 公司在手土储京津冀占比 75% (19H1) 单位: 万平方米



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 公司土地整理面积 (19H1) 单位: 万平方米



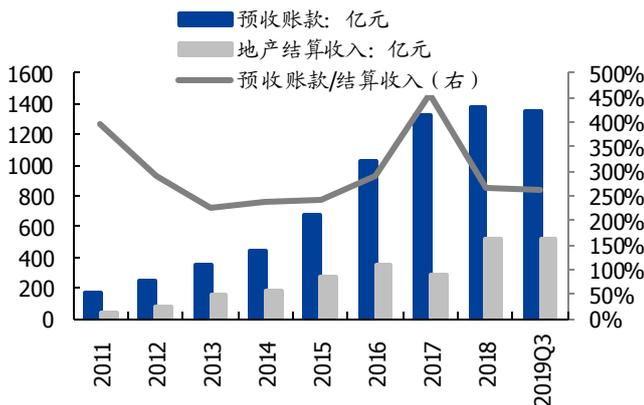
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.5 待结算资源: 预收账款覆盖率高, 预计毛利率小幅下行, 权益维持高位

2019年三季度末, 公司预收账款 1350 亿元, 相对上年同期减少 11.5%, 基本与年初持平, 原因主要是公司近两年销售表现一般。但从预收账款对房地产结算收入的覆盖率看, 公司 2019Q3 预收账款对上年房地产结算收入的覆盖率为 262%, 仍可满足公司未来地产业务 2 到 3 年的结算需求, 待结算资源仍然丰富。

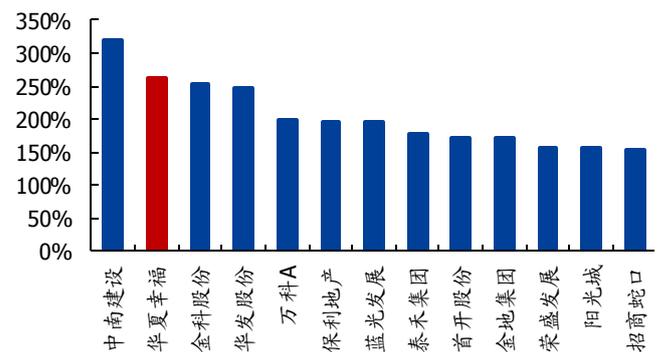
同时, 从待结算资源的毛利率及权益占比两个方面看, 公待结算资源的质量也较高。毛利率方面, 公司 2019H1 地产结算毛利率为 35.8%, 相对 2018 年全年提升 6.1pct, 毛利率延续上行趋势。考虑到公司本年结算主要来自于 2017 年至 2018 年的销售, 同时公司目前毛利率水平已经超过行业平均, 因此我们认为公司未来地产结算毛利率将小幅下行, 但幅度不会太大。权益占比方面, 如我们前面的分析, 由于公司先期锁定土地能力较强, 因此合作开发较少, 权益占比也将继续维持高位。

图表 42: 公司预收账款覆盖率仍维持高位



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司预收账款覆盖率处于主流房企较高水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

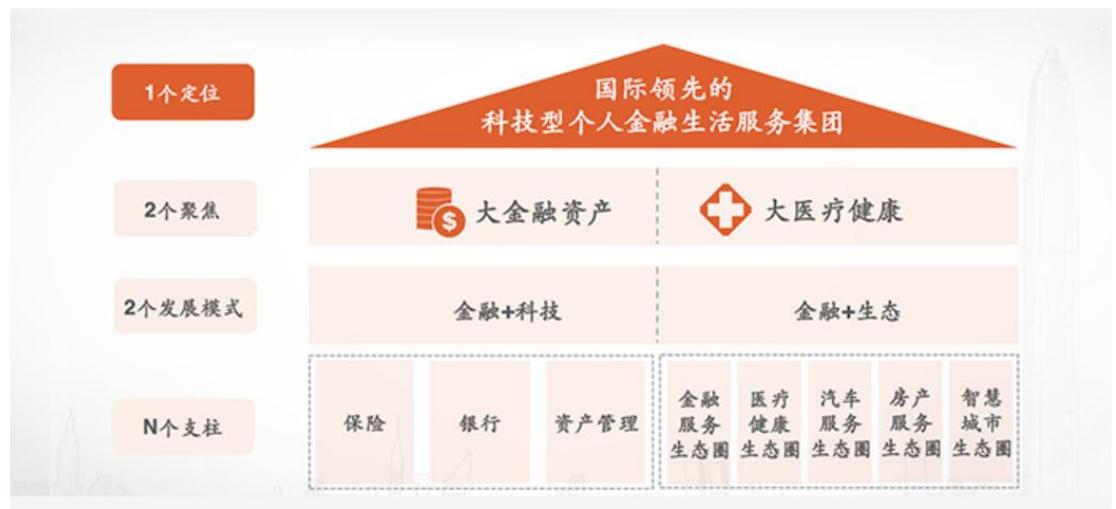
5. 携手平安, 三个开拓开启战略新篇章

5.1 平安入股及平安大致情况、吴向东加盟

2018年7月,华夏控股与平安资管签订股份转让协议,约定华夏控股通过协议转让方式,向平安资管(实际受让方为平安人寿)转让5.8亿股公司股份,占公司总股本的19.70%,转让价格为23.66元/股。2019年2月,华夏控股再次向平安人寿转让1.7亿股股份,占公司总股本的5.69%,转让价格为24.60元/股。截至目前,中国平安合计持有公司股份25.25%,在公司董事会中占据非独立董事中的3个席位(吴向东、孟森、王威),吴向东任联席董事长。从中国平安的持股比例及人员配置看,此次投资远超一般的战略投资,中国平安与公司的协同效应可期。

中国平安于1988年诞生于深圳蛇口,已成长为我国三大综合金融集团之一,在美国《财富》世界500强名列第29位,蝉联中国内地混合所有制企业第一。中国平安致力于成为国际领先的科技型个人金融生活服务集团,坚持“科技引领金融,金融服务生活”的理念,持续深化“金融+科技”、探索“金融+生态”,聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业,并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产金融、城市服务”五大生态圈。2018年,公司营业收入破万亿,净利润超千亿,纳税超千亿,保险、银行、资产管理等业务板块的各项指标保持领先市场的健康增长。

图表 44: 中国平安业务布局



资料来源：中国平安官网，国盛证券研究所

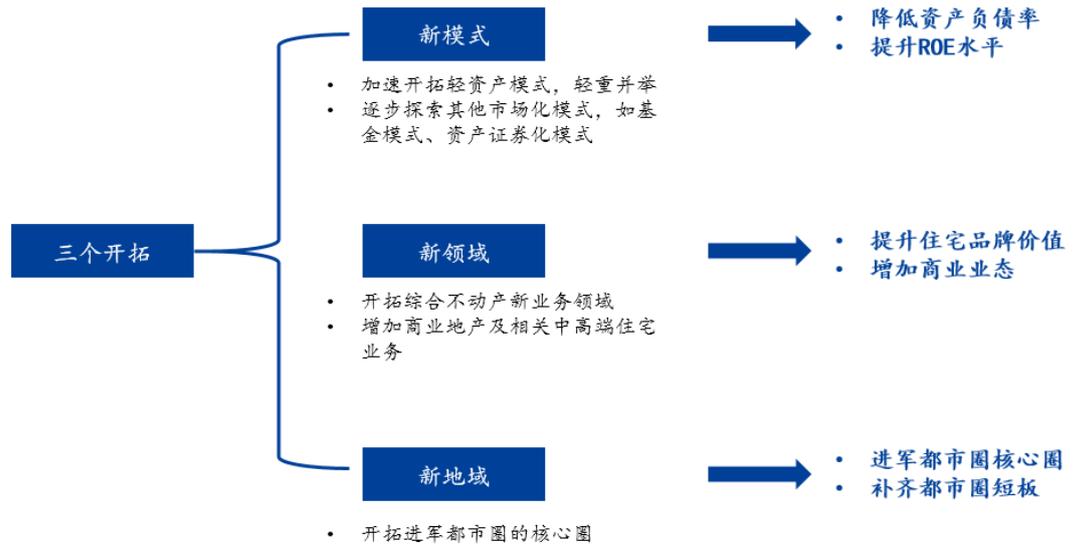
5.2 三个开拓开启战略新篇章，有望提升公司综合实力

中国平安入股后,公司成为中国平安的重要战略协同企业,不仅优化了公司治理水平,也改善了公司的融资环境与融资结构,为公司的主营业务正常稳健发展提供了坚实保障。

在“三个坚持”的基础上,公司2019年初提出开拓新模式、新领域、新地域的“三个开拓”新战略,从三个开拓的具体内容看,我们认为有望从三个方面提升公司综合实力:一是轻资产模式降低资产负债率的同时提升ROE水平,二是商业地产及中高端住宅业务提升公司住宅品牌价值,三是进军都市圈的核心圈,补齐都市圈布局短板。

- ◆ **新模式:** 在传统重资产模式的基础上,加速开拓轻资产模式,轻重并举。在盘活存量资产,优化资产负债结构的同时,以资产管理输出的模式,快速切入市场,并逐步探索其他市场化模式,如基金模式、资产证券化模式;
- ◆ **新领域:** 在做强产业新城业务的基础上,探索开拓综合不动产新业务领域,将增加商业地产及相关中高端住宅业务,如写字楼、商场等;并对康养、长租公寓等新型不动产业务保持探索。
- ◆ **新地域:** 聚焦深耕核心都市圈,并将开拓进军都市圈的核心圈,进一步夯实公司在核心都市圈内的布局。

图表 45: 三个开拓有望从三个方面提升公司综合实力



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3 产业新城业务有望引入稳定资金，解决模式最大痛点

如前所述，公司产业新城模式的核心优势在于能够通过直接和间接两种方式，创造并分享土地升值收益，业务逻辑通顺且可持续，**痛点在于前期土地整理、基建共建和招商引资等都需要公司垫付资金，而产业新城又没有标准化的融资模式。**

从公司以往实践看，解决前期的资金问题一般有两种途径，一是综合运用多种融资手段，二是“以房养园”，以地产销售产生的现金流补贴前期垫资。前者往往资金成本较高，且很难引入长线资金，后者则一定程度上牺牲地产业务本身的盈利能力。

2018年12月，公司全资子公司与平安资管签署《平安-九通基业基础设施债权投资计划投资合同》，主要内容为平安资管拟设立投资计划，将募集资金以债权投资的方式投资给九通投资，用于固安和溧水两个产业新城项目，年利率（综合融资成本，包括受托管理费、托管费、独立监督费等费用）采用固定利率，目前暂定为8.32%/年。

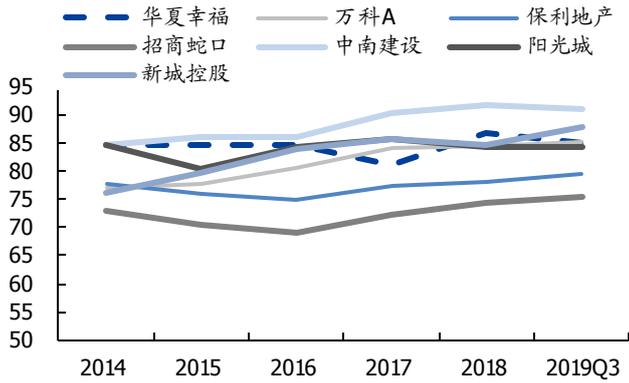
我们认为，平安入股后，有望通过多种渠道为公司产业新城模式提供成本合理的稳定资金，解决公司产业新城模式的**最大痛点**，降低公司整体融资成本，并在间接一定程度上提升公司地产业务的盈利能力。

6. 杠杆小幅下降，短期偿债可控

杠杆方面，公司2019Q3资产负债率为84.9%，相对上年下降1.7pct，剔除预收账款后的资产负债率为78.4%，相对上年下降1.5pct，整体上看，公司杠杆水平有所下降，但仍高于主流房企平均水平。

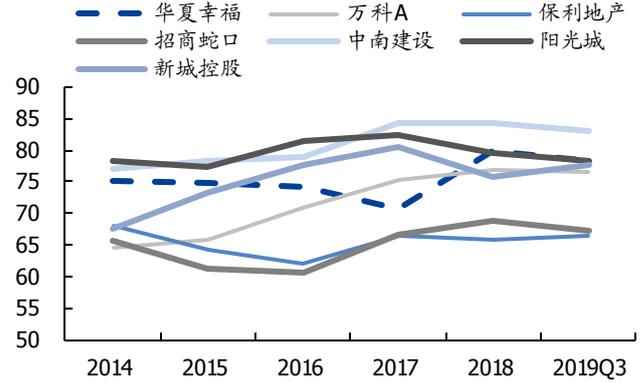
债务结构方面，2019Q3公司一年内到期的有息负债为544亿元，占公司**有息负债**比例为31%，长短期债务配比相对健康。一年内到期的有息负债高于公司货币资金420亿元，考虑到公司本年政府回款有望提升，整体短期偿债仍然可控。

图表 46: 公司资产负债率处于主流房企较高水平 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 公司剔除预收后资产负债率处于主流房企较高水平 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

7. 业绩预测与估值

7.1 业绩预测

我们按照房地产开发业务、产业发展服务、土地整理业务和其他业务, 对公司业绩进行分部预测, 我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 1020 亿元/1185 亿元/1378 亿元, 归母净利润为 159 亿元/199 亿元/243 亿元, EPS 为 5.28 元/6.63 元/8.07 元。

7.1.1 房地产开发业务

营业收入: 公司本年计划竣工面积为 1037 万平方米, 与 2018 年基本持平, 考虑到历史上公司地产结算收入与竣工面积有较好的相关性, 我们预计公司本年结算面积与上年持平, 结算价格预计有所上升。根据未结算资源合理结算进度估算以及近两年的销售情况, 预计 2019 年至 2021 年的地产结算收入为 619 亿元/711 亿元/818 亿元。

毛利率: 受益 16 年和 17 年环京楼市高景气, 公司地产业务结算毛利率持续走高, 19H1 达到 35.8%, 预计今年仍将维持较高水平。同时, 随着 18 年低毛利项目逐渐进入结算, 明后两年公司毛利率有一定的下行压力。保守起见, 我们预计公司 2019 年至 2021 年地产结算毛利率为 32%/31%/30%。

7.1.2 产业发展服务

营业收入: 公司产业发展服务收入取决于当年落地投资额, 我们假设公司每年新增签约投资额最终有 50% 在 5 年内落地, 每年落地额为 15%/15%/10%/5%/5%, 同时假设公司 2019 年至 2021 年的新增签约投资额为 2000 亿元/2500 亿元/3000 亿元, 可计算出公司 2019 年至 2021 年产业发展服务收入为 308 亿元/369 亿元/443 亿元。

毛利率: 由于公司产业发展服务中的部分成本计入费用, 因此毛利率一直很高, 随着公司全国拓展推进, 近年来产业发展服务毛利率有所下降, 但最低也在 77% 以上。我们认为公司产业发展服务毛利率会维持在目前的水平或稍有下降, 预计 2019 年至 2021 年分别为 75%/75%/74%。

7.1.3 土地整理业务

营业收入: 考虑到土地整理需要公司垫付较多的现金 (用于拆迁补偿等), 加之全国土地市场整体趋冷, 我们认为公司土地整理业务大致将维持平稳增长, 预计 2019 年至 2021 年分别为 57 亿元/65 亿元/71 亿元。

毛利率：由于公司土地整理业务报酬固定，一般为成本的 10%到 15%，预计未来三年毛利率也将保持稳定，预计为 13%。

7.1.4 其他业务

我们预计其他业务将保持平稳增长，毛利率将保持稳定，预计 2019 年至 2021 年其他业务对应的营收为 35 亿元/40 亿元/46 亿元，毛利率为 11%。

图表 48: 公司各项业务营收及毛利率预测

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 房地产开发 | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 353.75 | 289.31 | 515.47 | 618.57 | 711.35 | 818.05 |
| YoY | 26.48% | -18.22% | 78.17% | 20.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 17.54% | 22.27% | 29.73% | 32.00% | 31.00% | 30.00% |
| 产业发展服务 | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 109.72 | 230.86 | 238.92 | 307.97 | 369.29 | 443.05 |
| YoY | 72.98% | 110.40% | 3.49% | 28.90% | 19.91% | 19.97% |
| 毛利率 | 95.75% | 92.25% | 77.32% | 75.00% | 75.00% | 74.00% |
| 土地整理 | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 43.43 | 41.68 | 46.52 | 51.02 | 56.12 | 61.73 |
| YoY | 71.63% | -7.24% | 11.28% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 15.91% | 13.00% | 12.73% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 23.09 | 28.28 | 30.28 | 34.83 | 40.05 | 46.06 |
| YoY | 127.71% | 22.48% | 7.08% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 10.50% | 7.82% | 13.34% | 11.00% | 11.00% | 11.00% |
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 53820.59 | 59635.42 | 83798.59 | 102000.27 | 118519.52 | 137811.92 |
| YoY | 40.40% | 10.80% | 40.52% | 21.72% | 16.20% | 16.28% |
| 毛利率 | 33.03% | 47.93% | 41.62% | 43.17% | 43.05% | 42.96% |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

7.2 估值

我们按照相对估值法对公司进行估值。目前房地产板块平均市盈率为 10X，可比公司 2019 年动态市盈率平均值为 6.5X。考虑到公司在业绩增长之外，应收账款问题边际修复，同时平安入股解决产业新城模式痛点，并有望，在三个方面提升公司综合实力，我们认为给与公司 7 倍估值较为合理。

图表 49: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 19年动态 PE | 19年预测归母净利润增速 |
|------------------|-------------|------------|--------------|
| 600340.SH | 华夏幸福 | 5.8 | 35.3% |
| 000002.SZ | 万科 A | 7.3 | 22.0% |
| 600048.SH | 保利地产 | 7.1 | 30.0% |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 8.1 | 20.5% |
| 601155.SH | 新城控股 | 5.6 | 31.2% |
| 600383.SH | 金地集团 | 5.5 | 21.5% |
| 002146.SZ | 荣盛发展 | 4.0 | 26.5% |
| 000656.SZ | 金科股份 | 7.0 | 34.4% |
| 000961.SZ | 中南建设 | 7.6 | 85.0% |
| 000671.SZ | 阳光城 | 6.6 | 38.2% |
| 600376.SH | 首开股份 | 5.4 | 18.7% |
| 600466.SH | 蓝光发展 | 5.8 | 52.3% |
| 000732.SZ | 泰禾集团 | 4.6 | 21.4% |
| 600325.SH | 华发股份 | 5.2 | 29.1% |
| 002244.SZ | 滨江集团 | 8.1 | 38.5% |

资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 华夏幸福净利润增长率来自盈利预测, 其他公司取自 wind 一致预期。

8. 投资建议

公司成立于 1998 年, 从 2002 年固安工业园区起步, 开启产业新城业务模式, 2012 年开始, 公司逐步走出环京、走向全国, 截至目前公司正式协议产业新城已布局全国 60 余个区域, 业务版图覆盖 15 个都市圈, 当之无愧产业新城模式龙头。站在当下时点, 我们推荐公司的逻辑如下:

- ◆ **公司模式与众不同, 受益都市圈化前景广阔:** 产业新城模式创造并分享土地升值, 与地方政府实现双赢。都市圈化大势所趋, 人口重分布带来房地产结构性机会, 公司布局都市圈优势明显, 有望充分受益都市圈发展。
- ◆ **应收账款是产业新城题中之意, 有望迎来边际改善:** 公司产业新城模式必然会产生应收账款, 且应收账款与产业新城收入同步产生, 基本可在一年内收回。2018 应收账款跳升的原因在于环京受政策影响, 土地市场下行明显, 2019 年土地市场已见明显好转, 公司应收账款账期有望回归正常。
- ◆ **携手平安开启战略新篇章, 解决模式痛点的同时, 有望提升公司综合实力:** 公司模式痛点在于前期需要垫付资金, 而产业新城又没有标准化的融资模式, 平安入股有望通过多种渠道为提供成本合理的稳定资金, 解决公司最大痛点, 同时“三个开拓”新战略有望从三个方面提升公司综合实力。
- ◆ **依托产业新城, 地产业务优势明显:** 公司地产业务依托产业新城, 能够充分了解每一块地的价值, 并以较低的成本提前锁定, 避免资金沉淀, 同时保证可售资源。公司销售面积/土地储备仅 1.04, 明显低于主流房企。公司预收账款 1350 亿元, 对上年房地产结算收入的覆盖率为 262%, 可结算资源充足。

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 1020 亿元/1185 亿元/1378 亿元, 归母净利润为 159 亿元/199 亿元/243 亿元, EPS 为 5.28 元/6.63 元/8.07 元, 当前股价对应 PE 为 5.4 倍/4.3 倍/3.6 倍。首次覆盖目标价 **37.0 元 (对应 7 倍 PE)**, 给予“买入”评级。

风险提示

项目竣工及结算进度不达预期：公司项目竣工和结算进度直接决定公司业绩，我们根据公司竣工计划和历年竣工完成率进行了合理估算，但公司竣工和结算进度有可能无法达到我们的预期。

结算毛利率不达预期：我们充分考虑了过去两年公司布局区域房地产市场的情况，我们认为对未来三年结算毛利率的估算是合理的，但受结算项目结构改变影响，公司结算毛利率有可能达不到我们的预期。

应收账款改善不及预期：我们基于公司应收账款的来源和成因进行分析，认为公司应收账款问题将面临改善，但我们的估算可能存在偏差。

公司短期内现金流仍然紧张：我们对公司的推荐基于公司现金流情况在未来能够得到改善，但短期内，公司现金流仍然紧张。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com