

分析师 王剑辉

电话 010-59366117

邮件 wangjianhui1@sczq.com.cn

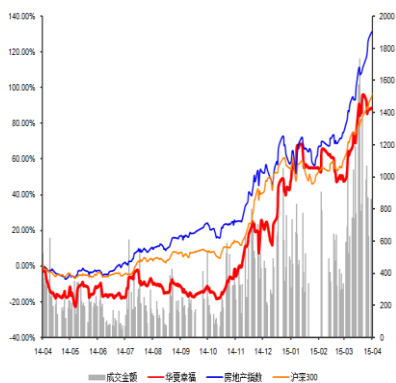
执业证书 S0110512070001

行业数据 2015/04/24

股票家数(家)	156
总市值(亿元)	26865.38
流通市值(亿元)	21513.50
平均涨跌幅(%)	-0.35
每股收益(TTM, 元)	0.50

交易数据 2015/04/24

总市值(亿元)	815.95
流通市值(亿元)	815.95
总股本(亿股)	13.23
流通股本(亿股)	13.23
12个月价格区间(元)	22.80-62.48

一年内股价走势

核心要点

- **公司简介。** 华夏幸福基业股份有限公司创立于1998年，公司具有一级房地产开发资质，主营业务范围包括基础设施建设、产业发展服务、土地整理、园区综合服务、住宅生活配套服务、城市地产开发、物业管理以及酒店等商业地产业务。公司投资运营的产业新城主要布局于环渤海和长三角区域，事业版图遍布北京、河北、天津、辽宁、江苏、浙江、湖北等地，辐射全国20余个区域。截至目前，公司资产规模已突破1000亿元。
- **投资要点。** 1 实力较强的产业园区开发及运营商，运营模式独特，业务扩展迅速，未来发展形势良好。2 独特的“园区+地产”开发运营模式，与政府合作密切，全产业链盈利模式，多方面保障项目收益。3 公司财务状况良好，营业收入持续高速增长，去年销售额排名前列。4 京津冀一体化、国家产业升级、新型城镇化、限购放宽等多项政策利好行业发展，公司主营产品将成为潜在受益的标的。
- **投资建议。** 公司基本面状况良好，连续多年业绩大幅提升，多项利好政策有望兑现红利，资本市场表现良好，长期增值空间较大，预计公司未来三年EPS分别为2.88元，3.49元和4.07元，建议投资者“增持”。
- **风险提示。** 1 宏观经济增速放缓，未来几年地产行业面临持续下行风险，行业整体投资额及销售额预计持续下滑，公司产业地产之外的业务板块会受到一定影响。2 公司盈利模式过度依赖产业园区的招商引资和区域带动能力，相关产业投资意向的不确定性将很大程度上影响公司其他业务板块的盈利。3 资金链压力较大，未来销售不及预期或者融资环境的改变将加剧财务风险。

目录

1	实力较强的产业园区开发及运营商	4
1.1	主营业务范围广泛，五年实现飞跃发展	4
1.2	股权结构集中，投资热情高涨	4
1.3	扁平化管理结构，标准化品牌运作	6
1.4	管理团队：专业实力较强，管理经验丰富	8
2	独特模式颠覆传统地产，全产业链搭建多元盈利点	8
2.1	多种开发运营模式并存，综合运作模式凸显优势	8
2.2	“政府主导，企业运作，合作共赢”的“园区+地产”模式	10
2.3	园区和地产良性互动，有效降低土地获取成本	13
2.4	异地复制初现成效，规模扩张有待检验	15
2.5	参与整合国内外顶级资源，增强高新产业聚集的规模效应	16
2.6	产业园区代表项目	17
2.7	盈利方式依赖园区发展，现有模式面临关联风险	19
3	财务结构相对稳健，盈利保持高速增长	20
3.1	资产总额高速增长，财务杠杆持续高位	20
3.2	主营业务持续升级，盈利指标再创新高	24
3.3	现金流依赖融资活动，资金链压力预期增大	26
4	多项利好政策提升行业发展空间，持续巩固产业地产领先地位	28
4.1	京津冀一体化加速布局，众多项目成为核心受益标的	28
4.1.1	交通先行，参与临空经济区建设	29
4.1.2	加速疏解非首都核心职能，产业转移和承接创造多项利好	31
4.2	天津自贸区获得批准，区域业务迎来扩展良机	36
4.3	房企融资尺度放宽，市场流动性增强	37
4.4	限购政策放宽，促进库存消化	38
4.5	行业集中加剧，并购热潮涌现	39
4.6	响应国家产业升级号召，进一步深化现有政企合作模式	40
4.7	坚持产业+新城的开发模式，顺应新型城镇化发展的方向	40
5	未来发展方向：深化新城业务模式，转变战略发展方向	41
5.1	园区开发商向服务商的转变	41
5.2	战略定位向投资型转变	42
6	市场表现与投资价值分析	42
6.1	盈利预测	42
6.2	投资建议	45
6.3	投资风险	45

图目录

图 1：华夏幸福基业公司股权结构（截止到 2014 年末）	5
图 2：公司股东户数及户均持股数变化	5
图 3：基金持股比例前十的上市地产公司对比	5
图 4：2014 年末公司主要控股公司结构图	6
图 5：华夏幸福基业开发流程示意	11
图 6：华夏幸福基业开发模式现金流分析	12
图 7：公司过去 4 年营收变化	14
图 8：公司过去 4 年毛利变化	14
图 9：华夏幸福基业与龙头企业楼面地价对比	15
图 10：2014 年公司累计销售面积分布	16
图 11：2014 年公司计划总投资区域分布	16
图 12：公司资产结构图	20
图 13：公司与龙头企业存货及存货周转率对比	21
图 14：公司与龙头企业资产负债率对比	22
图 15：公司负债结构图	23
图 16：华夏幸福基业 2011-2014 年销售情况汇总	24
图 17：华夏幸福基业 2011-2014 年营收结构分析（万元）	25
图 18：2014 年公司毛利润构成	26
图 19：2014 年公司各业务板块毛利率对比	26
图 20：公司与主要房企三项费用率对比（%）	26
图 21：主流地产公司现金流入对比	28
图 22：主流地产公司现金流出对比	28
图 23：京津冀交通一体化示意图	29
图 24：北京市产业转移示意图	31
图 25：公司北京周边主要园区项目覆盖区域示意图	35
图 26：天津自贸区规划示意图	37
图 27：房地产开发资金来源增长情况	38
图 28：全国商品房销售面积增长情况	39
图 29：十大城市商品房可售面积与去化周期	39
图 30：2005-2014 年全国房地产并购交易总价值趋势图（万元）	40
图 31：我国城镇化水平增长情况	41
图 32：公司过去一年市场表现	44

表目录

表 1：华夏幸福基业主要 79 家控股子公司	7
表 2：主流园区地产开发运营模式分析	9
表 3：公司园区业务赢利点及收益分配模式	12
表 4：公司产业新城现有特色产业及未来合作方向	17
表 5：2014 年公司园区项目主要销售客户	17
表 6：京津冀产业转移主要受益城市定位	33
表 7：公司委托开发园区项目分布情况	35
表 8：公司现有房地产储备情况（截至到 2014 年末）	42
表 9：华夏幸福基业未来 3 年业绩预测	43
表 10：同行业价值分析	43
表 11：同行业公司市场表现比较（截至到 2015 年 4 月 13 日）	44
表 12：资产负债表预测	46
表 13：利润表预测	47
表 14：现金流量表预测	47

1 实力较强的产业园区开发及运营商

1.1 主营业务范围广泛，五年实现飞跃发展

华夏幸福基业股份有限公司创立于1998年，主营房地产开发与区域开发业务，公司具有一级房地产开发资质，是中国实力较强的产业园区开发及运营商。公司前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司，初始注册资本为200万元，后历经三次增资于2007年整体改制为股份制公司，2010年公司资产总额达到3.6亿元。2011年8月公司通过“资产置换+定向增发”借壳ST国祥上市成功，2012年公司名称变更为华夏幸福基业股份有限公司。截止到2014年末，公司资产总额达到1140亿元，2010-2014五年之间，公司实现了资产总额从十亿级到千亿级的飞跃。

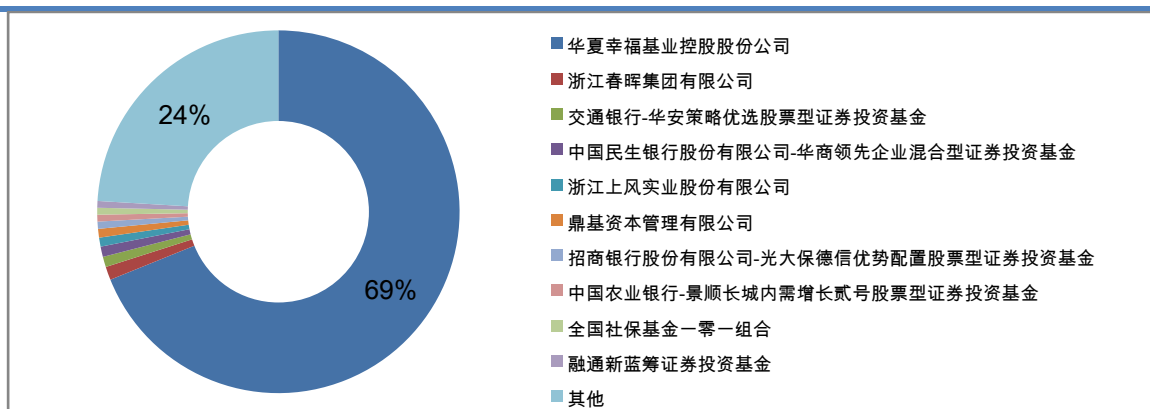
公司主营业务为产业园区的开发建设和投资运营，业务方向主要围绕基础设施建设、产业发展服务、土地整理、园区综合服务、住宅生活配套服务、城市地产开发、物业管理以及写字楼、酒店等商业地产业务。公司投资运营的产业园区主要布局于环渤海和长三角区域，事业版图遍布北京、河北、天津、辽宁、江苏、浙江、湖北等地，辐射全国20余个区域。自公司上市以来的短短3年时间内，公司实现了销售额从165亿到512亿的飞跃，强势跻身2014年房地产公司销售排行榜的第13名，成为中国产业新城的标杆和龙头企业之一。

公司的控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，控股比例68.88%，最终控制方为公司法定代表人王文学先生，历任全国第十二届政协委员，河北省第十一届及第十二届人大代表，现任华夏幸福基业股份有限公司董事长。

1.2 股权结构集中，投资热情高涨

截至2014年末，公司总股本数量为13.2亿，全部为A股流通股。前3大股东分别为华夏幸福基业控股股份公司，持股比例为68.88%；浙江春晖集团有限公司，持股比例为1.3%；交通银行-华安策略优选股票型证券投资基金，持股比例为0.92%。华夏幸福对公司的集中控股有利于加强对公司的绝对控制和决策管理，但也不可避免削弱了公司的独立性和股份的流通性。

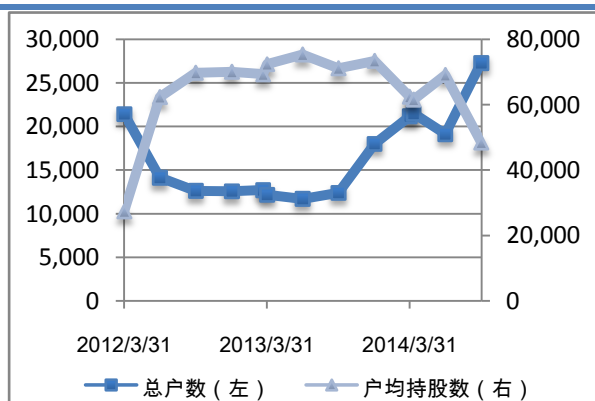
图 1：华夏幸福基业公司股权结构（截止到 2014 年末）



资料来源：公司公告、首创证券研发部

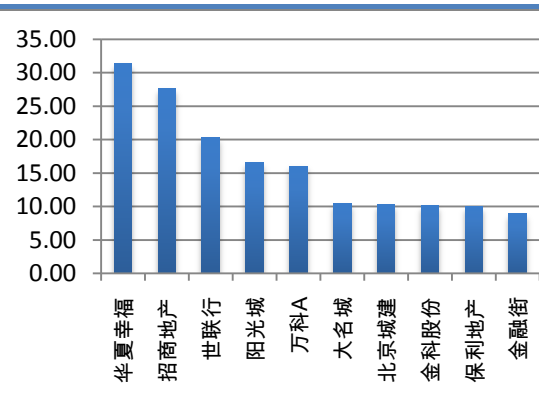
2012年1季末公司股东总持股户数为21,432，受IPO后中小散户减持退出的影响，股东持股户数骤然下降到同年2季末的14,144，此后随着发展规模壮大公司加强集中控股，持股户数逐步下降到2013年3季末的12,393。之后受益于公司突出的业绩和良好的发展形势，总持股户数触底反弹，截至2014年3季末，公司总户数大幅上涨到27,285，创历史新高。

图 2：公司股东户数及户均持股数变化



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 3：基金持股比例前十的上市地产公司对比



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

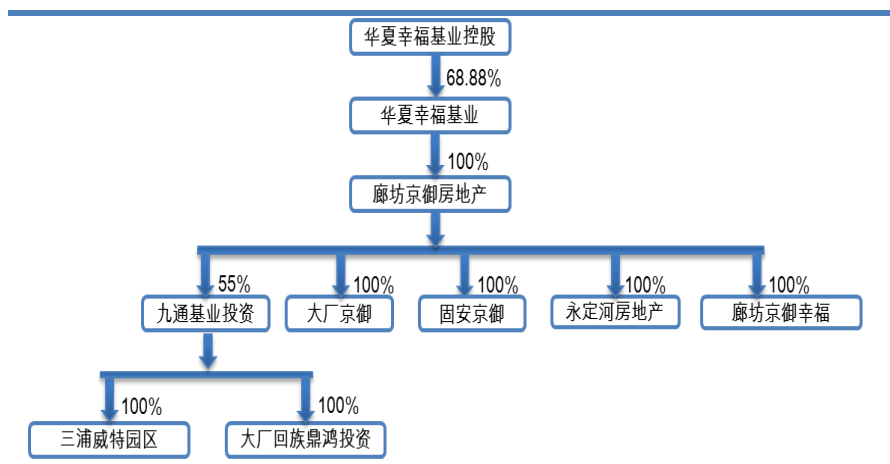
据Wind统计，截至2014年中期，共有159家基金持有华夏幸福，持仓市值达到41.2亿元，占流通股份的比例高达31.34%，该项指标在140家境内上市地产公司中排名第1。近期公司股东总持股户数的大幅增长以及主力投资机构的增持决心表现了公司对于新兴投资者的强大吸引力，并且进一步证明了公司在资本市场的稳定表现以及外界对于公司发展前景的肯定与信心。

1.3 扁平化管理结构，标准化品牌运作

同主流房地产开发商一样，公司项目的运营主要通过投资、合并设立多级子公司来实现项目的独立管理。不同于地方分公司，子公司是独立的法人，拥有独立的名称，章程和组织机构，对外以独立的子公司名义进行经营活动，并且独立承担民事责任。母公司对于子公司的管理一般采用间接控制，即母公司只保留人事决策，预算控制和监督大权，通过利润等指标对子公司进行间接控制和管理。子公司只有事业部制的权限，以独立的经营主体存在，单独核算，并以子公司自身的全部财产为限对其经营负债承担责任，母公司仅仅以对子公司的出资额为限对子公司在经营活动中的债务承担责任。

截止到2014年中期，公司共有91家子公司，其中通过设立或投资等方式取得的子公司79家，通过同一控制企业合并取得的子公司2家，通过非同一控制企业合并取得的子公司10家。公司主要控股公司结构见下图所示，集团二级子公司九通基业投资下属三级子公司的主要业务方向为园区开发与建设。其他二级子公司按区域设立，区域子公司下设三级子公司主要围绕四大产品线“孔雀城”、“大卫城”、“华夏系列”、“兰亭系列”进行园区及周边区域住宅项目的开发及销售。公司扁平化的管理结构有利于发挥子公司的自主性，扩大集团的管理杠杆效应，有效隔离与母公司的财务关联风险，为资产处置创造多种退出机制。同时依据业务方向及具体产品线进行标准化、品牌化的项目运作也赋予公司相对传统地产开发商更加精细化、标准化的管理优势和品牌优势。

图 4：2014 年末公司主要控股公司结构图



资料来源：公司公告、首创证券研发部

表 1：华夏幸福基业主要 79 家控股子公司

序号	公司全称	持股比例
1	廊坊京御房地产开发有限公司	100%
2	廊坊市京御幸福房地产开发有限公司	100%
3	固安京御幸福房地产开发有限公司	66.67%
4	固安华夏幸福基业房地产开发有限公司	49%
5	香河京御房地产开发有限公司	100%
6	大厂京御房地产开发有限公司	100%
7	大厂京御幸福房地产开发有限公司	100%
8	大厂华夏幸福基业房地产开发有限公司	100%
9	怀来京御房地产开发有限公司	100%
10	永定河房地产开发有限公司	100%
11	京御南海置业有限公司	100%
12	廊坊市幸福基业房地产开发有限公司	100%
13	怀来京御幸福房地产开发有限公司	100%
14	秦皇岛京御房地产开发有限公司	100%
15	沈阳京御幸福房地产开发有限公司	100%
16	天津幸福基业房地产投资有限公司	100%
17	沈阳幸福基业房地产开发有限公司	100%
18	沈阳孔雀城房地产开发有限公司	100%
19	镇江幸福基业房地产开发有限公司	100%
20	香河幸福基业物业服务有限公司	100%
21	固安县华御温泉度假酒店服务有限公司	100%
22	固安幸福基业资产管理有限公司	100%
23	大厂回族自治县常青藤苗圃有限公司	100%
24	三浦威特园区建设发展有限公司	100%
25	大厂回族自治县鼎鸿投资开发有限公司	100%
26	怀来鼎兴投资开发有限公司	100%
27	文安鼎泰园区建设发展有限公司	100%
28	沈阳鼎盛园区建设发展有限公司	100%
29	沈阳鼎通园区建设发展有限公司	100%
30	沈阳鼎凯园区建设发展有限公司	100%
31	天津鼎达基业投资有限公司	100%
32	固安鼎凯园区建设发展有限公司	100%
33	无锡鼎鸿园区建设发展有限公司	100%
34	镇江鼎达园区建设发展有限公司	100%
35	香河鼎泰园区建设发展有限公司	100%
36	固安九通基业公用事业有限公司	100%
37	固安九通基业园区建设发展有限公司	100%
38	廊坊华夏新城建设发展有限公司	100%
39	沈阳华夏新城建设发展有限公司	100%
40	大厂九通基业投资顾问有限公司	100%

序号	公司全称	持股比例
41	固安肽谷药业科技有限公司	100%
42	幸福基业投资有限公司	100%
43	廊坊幸福基业教育投资有限公司	100%
44	廊坊幸福基业医疗投资有限公司	100%
45	廊坊幸福港湾资产管理公司	100%
46	无锡幸福基业房地产开发有限公司	51%
47	廊坊市幸福基业房地产经纪有限公司	100%
48	嘉兴鼎泰园区建设发展有限公司	100%
49	固安九通新盛园区建设发展有限公司	51%
50	廊坊幸福农庄旅游开发有限公司	100%
51	霸州鼎兴园区建设发展有限公司	100%
52	霸州孔雀城房地产开发有限公司	100%
53	嘉兴京御房地产开发有限公司	100%
54	香河孔雀城房地产开发有限公司	100%
55	永清鼎泰园区建设发展有限公司	100%
56	永清孔雀城房地产开发有限公司	100%
57	环球产业投资有限公司	100%
58	华夏幸福产业投资有限公司	100%
59	华夏幸福河北创业投资管理有限公司	100%
60	华夏幸福河北产业投资管理有限公司	100%
61	环宇产业（廊坊）企业管理有限公司	100%
62	CFLD(US)IncubatorServices,Inc	100%
63	华夏幸福资本管理有限公司	100%
64	孔雀城有限公司	100%
65	嘉兴华夏幸福壹号投资合伙企业（有限合伙）	
66	嘉兴华夏幸福贰号投资合伙企业（有限合伙）	
67	固安幸福基业仓储服务有限公司	100%
68	大厂孔雀郡房地产开发有限公司	100%
69	大厂孔雀宫房地产开发有限公司	100%
70	大厂孔雀海房地产开发有限公司	100%
71	大厂九通基业产业服务有限公司	100%
72	固安孔雀宫房地产开发有限公司	100%
73	固安孔雀郡房地产开发有限公司	100%
74	固安温泉孔雀城房地产开发有限公司	100%
75	华夏幸福（上海）产业投资管理有限公司	100%
76	华夏幸福（深圳）创业投资管理有限公司	100%
77	廊坊市孔雀城房地产开发有限公司	100%
78	华夏幸福（廊坊）新兴产业股权投资基金中心（有限合伙）	
79	华夏幸福（廊坊）生物医药创业股权投资基金中心（有限合伙）	

资料来源：公司公告、首创证券研发部

1.4 管理团队：专业实力较强，管理经验丰富

公司现有4000多名员工，平均年龄32岁，硕士及以上学历800余人。包括独立董事在内的8名核心管理层成员平均年龄为47岁，其中3名拥有博士学位，2名拥有硕士学位，均为金融、地产等相关专业背景。8名董事会成员中3名为公司创业元老，其余5名均曾经供职于国内龙头房企或金融机构，具备相关行业丰富的管理经验。

高管成员共14名，平均年龄41岁，包括2名博士，6名硕士，管理层整体学历层次较高，其中不乏万科、龙湖、中建等地产基建领域标杆企业任职经历，也有壳牌、佳能、西门子、联合利华、麦肯锡等世界500强企业管理经验。高管团队多元化的工作背景和项目管理经验是驱动公司“园区+地产”模式飞速发展的根本动力。

公司管理层团队年龄结构比较合理，专业实力较强，基本保留了公司上市以来的核心团队力量，体现了管理层对于公司未来良好发展前景的信心。管理层团队年轻化的趋势、差异化的多元背景以及丰富的多领域管理经验是公司未来持续发展的核心保障。

2 独特模式颠覆传统地产，全产业链搭建多元盈利点

2.1 多种开发运营模式并存，综合运作模式凸显优势

作为中国产业地产的先驱，联东集团对产业园区的定义为围绕着微笑曲线构建的产业价值链一体化平台，以产业为依托，地产为载体，实现土地的整体开发与运营。以独栋写字楼、高层办公楼、标准化厂房、中式研发楼为开发对象，整合自然资源、社会资源、经济资源等，打造产、学、研产业集群，帮助政府改善区域环境、提升区域竞争力；帮助企业提升自身形象、提高企业发展力的新型产业形式。

从20世纪70年代末中国的第一个对外开放的工业园区—蛇口工业园创立，产业地产随之拉开兴起的序幕。在数十年的发展历程中，产业园区的发展主要经历了政府支持下的企业自建园区阶段，政府开发、规划开发区、工业园的过渡阶段，到如今以产业转型和升级为主要导向的政企合作开发运营阶段。产业园区的经营模式也实现了从以政府为主导，以厂房出租和卖地为主的粗放经营到如今多方参与，产品形态更加多元化、人性化，园区综合服务定制化，盈利模式全链条化以及政府、开发商、园区企业多方共赢的转变和升级。

当前主流观点认为产业园区的开发运营模式主要分为四种，即园区开发模式、主体企业引导模式、产业地产商模式以及综合运作模式。

表 2：主流园区地产开发运营模式分析

模式分类	园区开发模式	主体企业引导模式	产业地产商模式	综合运作模式
模式简介	以政府为主导，基于城市社会经济概况及发展规划，通过招商引资、土地出让等方式引进符合相关条件的产业发展项目，以地产为载体，产业项目为依托，实现城市功能建设的开发模式	在特定行业处于强势地位，拥有绝对市场影响力的企业在获取足够的自用土地之后根据产业发展需要建立独立的工业园区，并且在率先入住的基础之上凭借强大的市场号召力吸引同类企业聚集，以扩大产业的规模效用	开发商获取自用土地或者产业园区内的特定地块之后，建设基础设施及厂房、仓库、研发楼等，以租赁、转让或合资等方式进行项目经营和管理，最终获取开发利润和经营收益的传统地产开发商模式	综合以上三种模式的混合开发模式。政府提供土地、税收等优惠政策，并成立管委会负责行政管理事务，开发商投资开发建设并提供相应的园区服务，通过招商引资吸引企业入驻，多方合力推荐园区的经营及产业的发展
模式特点	在政府主导园区规划和开发基础之上为园区提供政策支持和税收优惠政策，因此产业园区具备集中统一、权威性高、规划性强、形成周期短等优势	在满足企业自身的战略发展需要同时，能够获得当地政府的政策支持，并且实现同行企业的联动效应	对开发商专业的产业运营能力要求较低，资金回笼较快	充分发挥政府的指导性，同时充分利用市场的灵活性，权责明确，有利于引入多元投资主体实施综合性、大规模成片开发项目
模式缺点	缺乏灵活性、创造性以及市场敏感度	定位专一，规模一般较小，难以适应跨行政区划的综合开发	开发商缺乏对产业园区后期的运营和管理，产业形态过分强调地产的载体属性，忽略产业发展能力的培育和引导	对政企关系协调要求较高，前期企业资金垫付导致财务压力较大
代表企业/机构	经济开发区	中兴、海尔	招商地产、万通地产	华夏幸福基业

资料来源：首创证券研发部整理

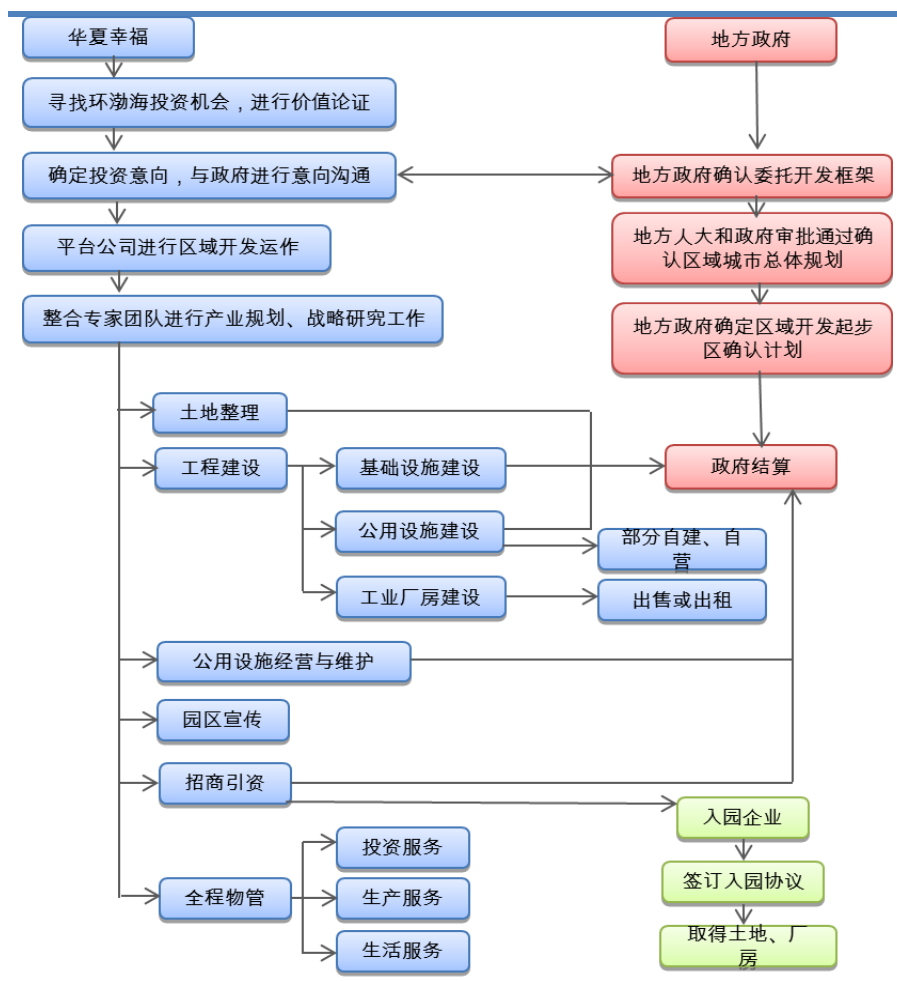
当前我国的经济现状与发展要求对于产业地产的需求不仅仅存在于产业聚集区的纯载体属性，更多的是在当前土地、能源相对集约的情况下，尽可能聚集优质的人才、信息、技术、资金等生产要素资源，通过提供全方位的强大产业服务功能发挥产业园区最大的价值和能量。同时满足政府招商引资，拉动当地经济发展，提高财政收入的诉求，摆脱传统工业地产开发商对园区租售收入的依赖，实现政企双赢的局面。结合当前更具开放性的市场和政策形势，华夏幸福基业所代表的市场化的新型产业地产开发运作模式无疑具有更强大的市场竞争力以及更加符合发展趋势的市场前景。

2.2 “政府主导，企业运作，合作共赢”的“园区+地产”模式

华夏幸福基业独特的综合开发模式可以概括为“园区+地产”。其中“园区”是指地方政府将产业园区以工业地产的名义立项，通过与公司签订整体合作开发经营园区的合作协议委托公司进行园区的规划设计、基础设施建设、招商引资、后期运营管理等工作，委托管理期满之后再转由政府相关部门经营和管理，政府可以分期支付园区各发展阶段企业垫付的成本、利息费用和相关收益的分成。而“地产”是指公司通过合作开发经营过程中的深入介入，充分利用园区规划阶段的深度参与优势在园区及其周边以先于市场反应的速度获取园区以及园区周边的优质土地，并进行大规模的房地产开发。

该种模式的核心优势在于解决了地方政府前期缺乏资金和专业能力的不足，满足了政府对于拉动地方经济、吸引外来投资、创造就业岗位、提高财政收入、改善城市居住环境的诉求。同时也满足了开发企业深入政企合作、吸收地方政策优惠、多元盈利的经营需求。公司产业园区的具体开发流程及双方权责见下图所示。

图 5：华夏幸福基业开发流程示意



资料来源：合正投资，首创证券研发部整理

模式核心点—独家委托

公司与政府所签订的合作开发经营协议多为排他性的、非经公司同意不可撤销或变更的。在委托期限内，公司对于园区的规划和建设拥有相对强势的话语权，园区前期的规划建设阶段也为公司提供绝对稳定的收益保障。

模式核心点—零土地成本

公司特有模式的本质为委托开发管理，因此园区土地的所有权归地方政府所有。不同于传统工业地产开发商需要通过招拍挂获取土地使用权，公司无需支付高昂的园区土地费用，即可获得园区土地最多高达53年的委托管理权，而我国工业用地使用权的年限规定为50年。相当于公司以近乎零土地成本的轻资产状态参与园区后续开发的各个盈利环节。

模式核心点—多元盈利点

基于产业新城的一般开发流程，公司几乎介入了该价值链的所有核心环节，并有效实现多元化投资收益。

表 3：公司园区业务赢利点及收益分配模式

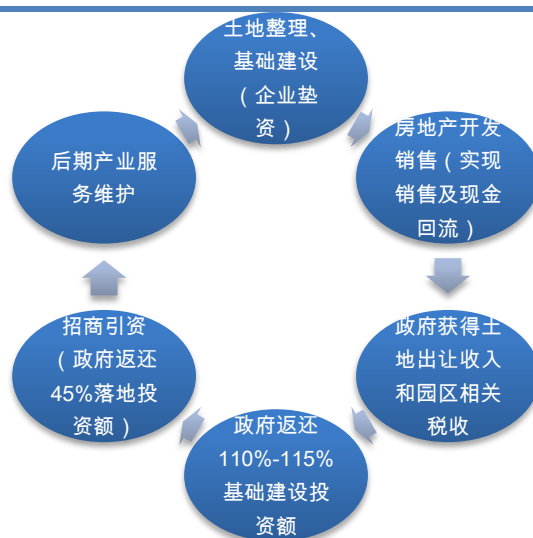
基础设施建设、公共设施建设项目	政府按协议规定向公司支付建设费用，具体包括建设成本和建设利润两部分，建设利润按建设项目的总投资额的 10%-15% 计算
土地整理投资方面	政府按协议规定向公司支付土地整理费用，具体包括土地整理成本和土地整理收益两部分，土地整理收益按土地整理成本的 10%-15% 计算
产业发展服务方面	公司应收当年产业发展服务费用的总额按照委托区域内当年入区项目新增落地投资额的 45% 计算(不含销售类住宅项目)
规划设计、咨询服务费	由政企双方按照成本费用 的 110%-115% 计算，具体以审计报告为准
物业管理、公共项目维护及公用事业服务等方面	按照国家定价执行，无国家定价的情况按照政府指导价或经政府审计的市场价确定
备注	以上费用结算时间视协议规定执行，一般基础设施建设及公共设施建设费用在具体建设项目竣工交付后一定期限内结算；其他费用于每年约定时间之前进行结算。上述费用政府可以进行分期支付，分期期限一般不超过 3-5 年

资料来源：公司公告、首创证券研发部

模式核心点—资金链循环运转

这种模式要求公司在前期垫付土地基础设施费用以及后续一系列产业发展服务、规划咨询服务、物业管理等相关费用，与此同时公司在园区及周边地区开发大量的住宅等配套设施，这对公司的资金链要求极高，整个新城开发建设的财务风险都背负在公司的现金流之上。但这种模式有效解决了政府资金及专业能力的不足，实现了地方政府财政压力在时间和空间上的分摊。同时政府返还落地投资额的方式也有效解决了以往政府、开发商利益出发点不一致的难题，有效统一了双方的核心诉求。

图 6：华夏幸福基业开发模式现金流转分析



资料来源：首创证券研发部整理

模式核心点—强大的招商能力

公司“园区+地产”模式的核心在于园区的发展潜力和经济带动作用，而园区成长的前提在于招商引资，这也是地方政府为拉动区域经济，创造就业的核心诉求所在。公司拥有专业招商团队500余人，包括平台体系、支持体系、团队体系、产品体系和服务体系在内的完整招商引资体系链。公司战略合作伙伴包括北方导航科技集团、北京京东世纪贸易有限公司、北京通用航空有限公司、中国航天科工飞航技术研究院等，公司近两年的众多成功招商案例有力地证明了公司强大的区域经济研究和产业招商能力。

模式核心点—一站式解决方案

公司在园区设有投资服务中心，为入驻企业提供全程的一站式服务。依托良好的政企关系，公司能够协助入驻企业处理与政府有关部门的相关事宜，具体包括企业办理工商登记、生产许可、厂房建设等经营建设所需的相关手续，方便企业快速完成前期行政注册流程，尽快投入生产经营。

除了上述投资方面的园区服务外，公司还会在生产服务方面提供营业执照年检、税务申报的协助，在生活服务方面提供职工子女入学、办理户口迁移、租赁房屋等帮助。同时依托与国家开发银行的战略合作关系为入区企业提供金融绿色通道服务，帮助客服融资瓶颈。公司全程无忧管家式的园区服务为投资者营造出温馨便捷的投资环境。

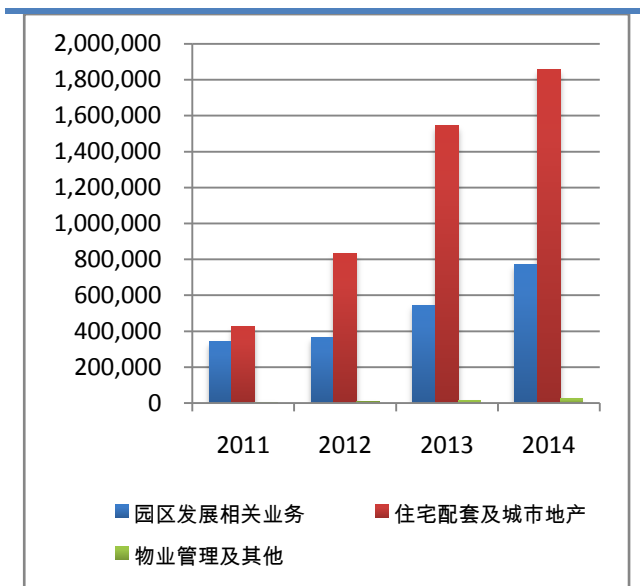
2.3 园区和地产良性互动，有效降低土地获取成本

凭借在产业园区开发业务方面的深度参与优势，公司在与某些地方政府的合作协议中规定委托开发区域中可出让建设用地的住宅开发用地不低于一定的比例，同时规定公司负责引进符合条件的优质开发商（包括公司下属全资子公司），依法通过招拍挂方式取得该区域项目用地并进行住宅或者其他配套设施的开发建设。公司依托园区业务方面密切的政企合作关系为公司住宅项目的开发创造出极其便利的条件。与此同时，园区及周边区域住宅等配套项目的大力布局也在一定程度上丰富了园区的功能，增强招商引资的吸引力，实现产业园区和住宅地产的良性互动。

数据显示过去4年公司园区发展相关业务与住宅配套及城市地产业务的毛利润比值由2011年的0.50稳步提升至2014年的0.85，园区和地产两大板块对公司利润的贡献日益接近，趋向平衡状态。在产业园区招商引资成熟、区域影响力彰显之际，园区周边住宅项目同步实现需求提升，资产升值。

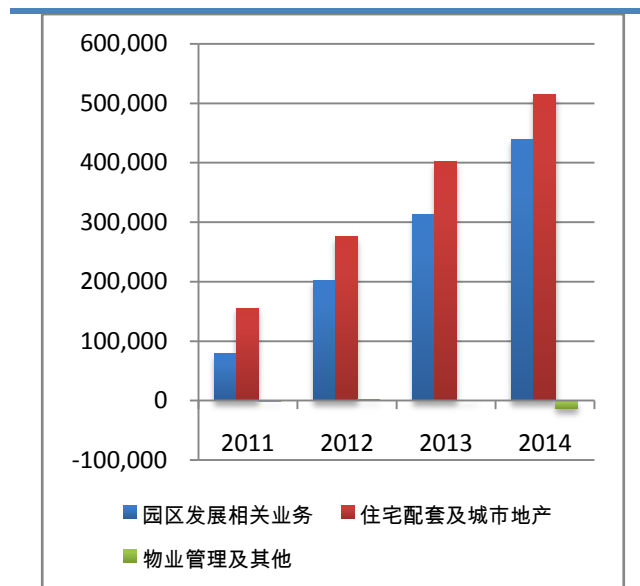
公司地产业务过去4年营收复合增长率达到63%，毛利复合增长率高达49%。考虑到公司园区项目覆盖范围主要为二三线城市的副城区及周边县乡地区，住宅需求相对不足，平均价格相对较低，公司地产业务的大幅增长展现了产业园区的区域影响力对公司地产项目较为显著的拉动作用。

图 7：公司过去 4 年营收变化



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

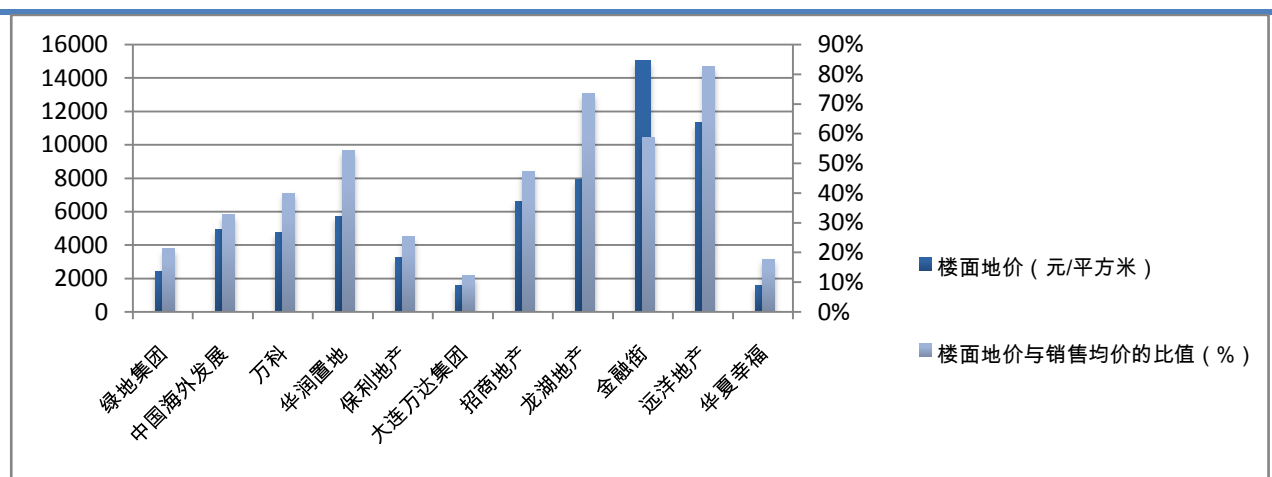
图 8：公司过去 4 年毛利变化



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

园区业务为地产项目创造的另一优势条件为较低的土地获取成本。通过介入园区前期的规划和建设，公司能够以较低的土地获取成本在园区及周边地区积极布局配套住宅和城市地产项目。据wind统计，2014年1月至2015年2月公司拿地数量为67宗，在所有境内房地产公司（包括未上市房企）中排名第3，仅次于绿地集团和万达集团。成交土地面积约229万平方米，排名第8，对应规划建筑面积约424万平方米，排名第9。但是平均楼面地价仅仅为1566.64元/平米，大大低于规模相似的其他龙头房企。而且公司过去一年楼面地价与销售均价的比值仅仅为17.78%，高于万达集团的12.22%，大大低于其他同级别房企，土地成本优势较为明显，进一步打开公司地产业务的利润空间。

图 9：华夏幸福基业与龙头企业楼面地价对比



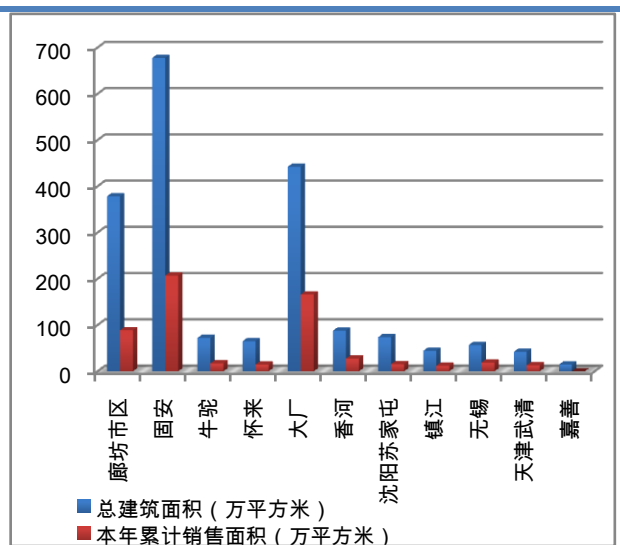
资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

2.4 异地复制初现成效，规模扩张有待检验

公司2014年1-12月经营情况简报显示，2014年公司整体销售额为512.54亿元，同比上一年度增长36.96%，签约销售面积581.47万平方米，同比增长66.33%。公司超额完成全年任务，销售额增速高于同行业大部分企业。

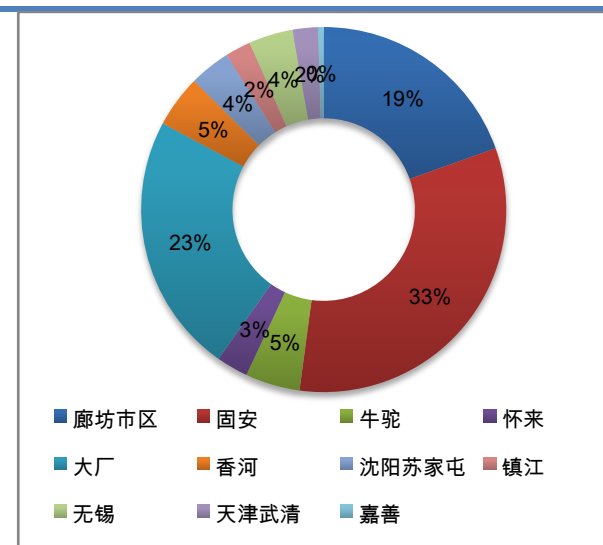
从公司住宅项目区域分布来看，2014年1-12月住宅计划总投资额为1084亿元，开发总建筑面积1,957万平方米，本年累计销售面积581.48万平方米，其中传统销售主力区域廊坊、固安及大厂联手贡献462.1万平方米，占比79.5%。相比2013年公司主营业务分布地区围绕环北京区域和沈阳地区，2014年以来镇江、无锡、嘉善等异地园区贡献力量明显提升，考虑到公司近期的业务拓展及合作方向，异地业绩贡献比例有望得到进一步提升，进而有效分散区域地产市场景气度和地方政策对公司业绩的影响。但是实现全国范围内的规模扩张仍需新拓展区域项目后续赢利的进一步考验。

图 10：2014 年公司累计销售面积分布



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 11：2014 年公司计划总投资区域分布



资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.5 参与整合国内外顶级资源，增强高新产业聚集的规模效应

2014年2月公司在香港设立的全资子公司环球产业投资有限公司在美国加利福尼亚州硅谷设立了一家名为CFLD (US) Incubator Services, Inc.的全资子公司，目的为集聚和整合全球最前沿的技术，培育和孵化高新技术产业项目，实现以技术创新驱动中国产业转型升级。

2015年1月5日，华夏幸福基业与清华大学合作建立“清华大学-华夏幸福XIN产业技术联合研究中心”。双方以联合研究中心为载体，在节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等领域开展科技攻关合作，华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育。

进入工业地产发展的新阶段，公司开始注重园区软件和硬件的同步建立，加强产业发展的专业诉求，打造真正意义上的产业服务平台。这种专业的孵化器模式将公司园区项目与区域产业紧密结合起来，实现与地方企业的共同生存、共同发展，全面满足地方产业发展和城市功能的服务需求。公司一系列融合顶尖学府和世界前沿科技的平台搭建有望推动国家新型战略产业的发展，进一步满足不同产业发展的多样化需求，促进科技成果向生产力的转化，有助于搭建公司独有的人才培养机制，为公司的人才储备创造有利条件。同时公司与麦肯锡、IBM、罗兰贝格等全球顶尖咨询机构建立长期战略合作关系，确保以全球视野与国际标准参与高品质的开发建设。

表 4：公司产业新城现有特色产业及未来合作方向

新城区域	特色产业/入驻企业/战略合作伙伴
固安区域	肽谷固安生物医药孵化港，固安航天产业基地 美国华人生物医药科技协会（CBA）、美中生物医学和制药专业协会（SABPA）、中国航天科技集团、中国航天科工集团
大厂区域	节能装备、专用车及零部件、专用技术服务、文化创意与数字出版四大产业为主导 中国国际电视总公司，中国电力投资集团华北分公司
怀来区域	绿色生态科技
苏家屯区域	汽车核心零部件产业、高端专用装备产业和智能设备产业
香河区域	智能机器人产业、数字内容科技、节能环保设备、电子商务科技以及通用航空产业
无锡区域	传感器高端制造、射频识别设备制造产业
近期其他合作伙伴	北方导航科技集团、北京京东世纪贸易有限公司、北京通用航空、国能集团等等

资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.6 产业园区代表项目

作为公司的核心产品，综合园区+地产的产业新城最为显著的特征是“产城共融”，在推动地方产业转型升级的同时以一个新型大都市卫星城的姿态高效解决当地及外来人才的居住、生活、消费等问题。截止到2014年6月，公司累计开发园区总数量为16个，为旗下产业新城累计招商600多家，招商引资突破1200亿元，创造新增就业岗位3万余个。其中最具代表性的园区项目为固安工业园和大厂潮白河工业园，最新年报显示，2014年这两个园区为公司创造营收约60.35亿元，占公司总营收的比重为22.45%，占园区业务板块的比重高达79%。

表 5：2014 年公司园区项目主要销售客户

客户名称	营业收入（亿元）	占公司全部营业收入的比例
固安工业园区财政分局	37.53	13.96%
大厂回族自治县财政局	22.82	8.49%
沈水生态科技创新城市管理委员会	9.81	3.65%
张家口沙城经济开发区管理委员会	3.37	1.25%
河北文安经济开发区管理委员会	1.24	0.46%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

固安工业园区

固安产业新城位于北京正南50公里，行政上隶属河北省廊坊市，为河北省省级开发区中较为知名的产业区。园区规划控制面积60平方公里，起步区面积28平方公里。产业发展方面已形成电子信息、汽车零部件、装备制造、航天产业、生物医药五大产业集群。其中生物医药以博雅干细胞科技有限公司、德益阳光生物技术(北京)有限责任公司为代表，航天产业基地引进的知名企业包括中国航天科技集团、中国航天科工集团，其他产业集群的知名企业有京东方(河北)移动显示技术有限公司、北京航天振邦精密机械有限公司、青岛锦绣前程节能玻璃有限公司、北京东方信联科技有限公司等等。建区十年以来，园区共引进企业项目约400个，完成落地投资额约600亿元，14年新增签约入园企业39家，后续投资额预计超过200亿元。以2012年为例，园区实现地区生产总值75.5亿元，实现财政收入9.22亿元，在园区的带动下，固安县财政收入年均递增40%以上，在廊坊10个县(市、区)中位居第一，省级重点建设项目总量也排名榜首。

作为公司园区项目的代表作品，固安工业园区不仅聚集了区域优质项目，也吸引了部分国内外优秀企业，是公司传播品牌效应的主要载体。随着北京新南城规划的实施以及区域一体化产生的外溢效应，固安园区将迎来区域发展的大好时机，目前园区正在打造的科技项目孵化基地以及电子商务产业港为未来园区的扩展提供了新的方向。但是随着园区规模的不断扩大，大范围的产业规划和协调对公司的运营实力提出了较高的要求，同时周边地区相对较弱的资源和环境承受能力也限制了园区的进一步发展。

大厂潮白河工业区

大厂潮白河工业区位于北京正东30公里的潮白河东岸，地处京津冀经济圈和环渤海经济区的交汇处，园区近期规划面积16平方公里，远期规划面积40平方公里，于2008年被批准为省级产业聚集区。产业发展方面以节能装备、专用车及零部件、专用技术服务、文化创意与数字出版四大产业为主导。截止目前，园区累计签约引进项目98个，完成投资总额103.82亿元。去年园区新增签约入园企业13家，后续投资额预计达到23亿元。2013年全年，大厂潮白河工业区完成地区实现工业总产值近20亿元，实现财政收入近5亿元，在大厂县域经济中所占比重超过3成。

作为公司另一代表性项目，大厂园区引进的企业项目90%为“河北”或“廊坊”开头的区域性加工制造业项目，有效推动了区域经济的发展，但是区域产业消化能力的有限以及知名入驻企业的缺乏为园区后续发展带来一定的困难。园区另一重要产业发展方向为影视文化创意产业，目前仍处于规划定位阶段，高附加值产业比重的增加有望为园区发展创造新的增长点。

其他已经正式投入使用的规模园区有怀来工业区、苏家屯园区、香河园区、无锡新城、嘉善园区等，2014年新增签约投资额度共计约170亿元。而公司委托开发运营的园区面积共计约1500平方公里，除了以上园区，其他园区基本处于规划或者建设起步阶段，总体园区空置率处于较高水平，未来园区业务的发展空间较大，但是难点依然在于如何将固安模式进行复制推广、进行区域有针对性的招商引资。

2.7 盈利方式依赖园区发展，现有模式面临关联风险

虽然在短时间内公司现有“园区+地产”模式取得了突出的业绩，但是在房地产市场出现拐点，房企面临转型之际，我们认为公司现有模式仍存在一些缺陷，这些不足将是公司进入平稳发展阶段面临的重要挑战。

(1) 投资规模较大，现金流承受高压

经济下行趋势不可避免，地方财政面临较大压力，产业新城的投资额度一般达上百亿级别，而且园区前期的投资往往由公司先行垫付，考虑到其他传统城市地产业务高负债因素的叠加影响，公司面临较大的财务风险和现金流压力。

(2) 高度依赖园区招商引资，各业务板块相关性较大

公司盈利模式的大前提在于园区的招商引资，相关产业的发展形势和实际企业的投资情况对于园区区域影响能力的培育至关重要，将直接影响到园区业务的营业收入。同时园区的企业入驻、人才转移和创造就业的情况也将直接影响公司营收的主要贡献力量——园区周边配套住宅的开发及销售。公司特有的非平行盈利结构各业务板块之间相关性极高，对于园区的前期发展情况依赖严重，因此对区域经济形势的把控和相关行业的准确分析将成为公司扩展业务面临的重要难题。

(3) 国家着手清理地方优惠政策，地方产业园区吸引力预计下降

为打造公平的市场竞争环境，治理地方招商引资的乱象，国务院于2014年12月发布《关于清理规范税收等优惠政策的通知》，要求全面清理已有的各类税收等优惠政策。统一税收政策制定权限，坚持税收法定原则，除依据专门税收法律法规和《中华人民共和国民族区域自治法》规定的税政管理权限外，各地区一律不得自行制定税收优惠政策。地方优惠政策的逐步清理将直接削减地方园区的吸引力，增加公司招商引资的难度。

(4)政企关系难以协调，与政府谈判能力要求较高

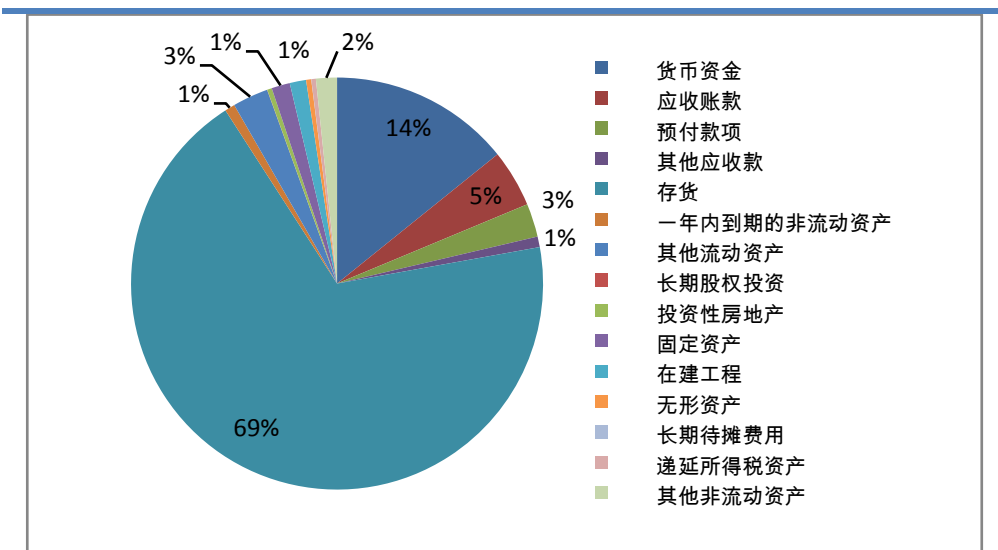
公司园区业务订单主要来源于地方政府，关于具体收益点数的分配以及双方权责的确定，要视具体的谈判而定。同传统势力范围京津冀地区相比，公司在异地扩张过程中对地方政府的影响力将在一定程度上减弱。

3 财务结构相对稳健，盈利保持高速增长

3.1 资产总额高速增长，财务杠杆持续高位

2014年末公司资产总额同比年初增长54%，达到1139.64亿元，近5年复合增长率高达321%，其中流动资产合计1076.72亿元，同比增长55%，占比94.48%，位于龙头房企87%-96%的范围之内。非流动资产合计62.92亿元，同比增幅为33%。公司资产的高速增长受益于特有模式在企业快速扩张阶段所带来的规模效应，同时公司继续深耕京津冀区域、加大对长期资产投入的经营策略也进一步表明管理层对于公司未来业务理性扩张、持续盈利的认可及信心。

图 12：公司资产结构图



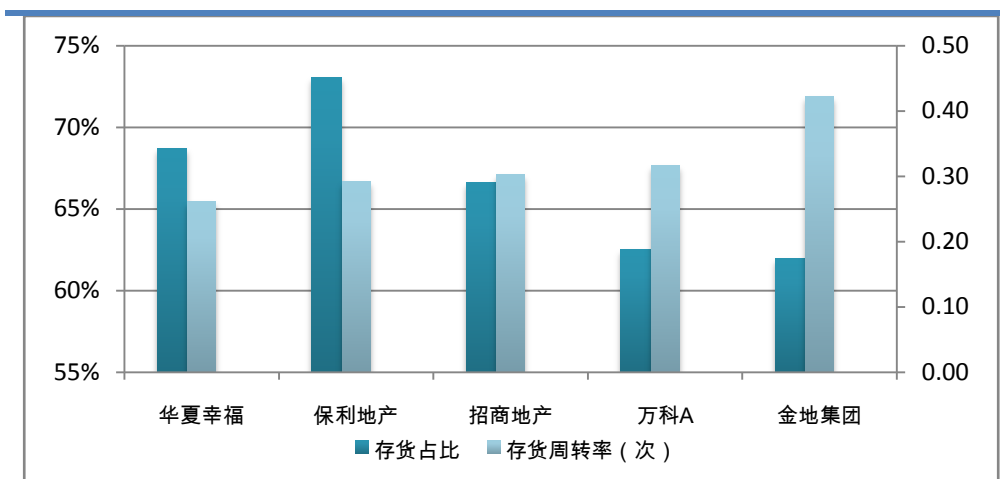
资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

流动资产最主要的部分为存货，即土地整理、基础设施建设、产业发展服务、综合服务、工程施工、开发成本、完工开发产品及生物资产，总额达到783.16亿元，同比去年增长45%，占总资产的比例高达69%，较去年下降4个百分点，但是依然明显高于去年行业均值的65%，万科和金地集团的62%，招商地产的67%。尽管是流动资产，但是房地产行业存货的流动性大大低于其他行业，考虑到公司产品主要面向需求相对不足的二三线城市，未来公司依然面临着较大的库存压力。

数据显示公司14年总资产周转率为0.286次，同比降低19.44%，存货周转率为0.26次，同比下降18.75%，略低于同时期的万科（0.296次）、金地（0.367次）、保利（0.321次）和招商（0.304次），去年存货周转效率在地产板块排名59/155，考虑到公司园区产品相比住宅产品规模较大的特殊性，公司对于开发周期的良好把控展现了较高的资产运营效率。

应收账款周转率同比去年下降了41.50%至7.81次，该项指标去年在地产类板块中仅排名112，主要因为公司应收账款的主要债务对象为地方政府财政局及开发区管委会，公司园区业务的特殊模式允许地方政府分期支付园区开发成本及收益，因此公司在加强内控、缩短开发周期的同时也要注意加强资金回笼。

图 13：公司与龙头企业存货及存货周转率对比

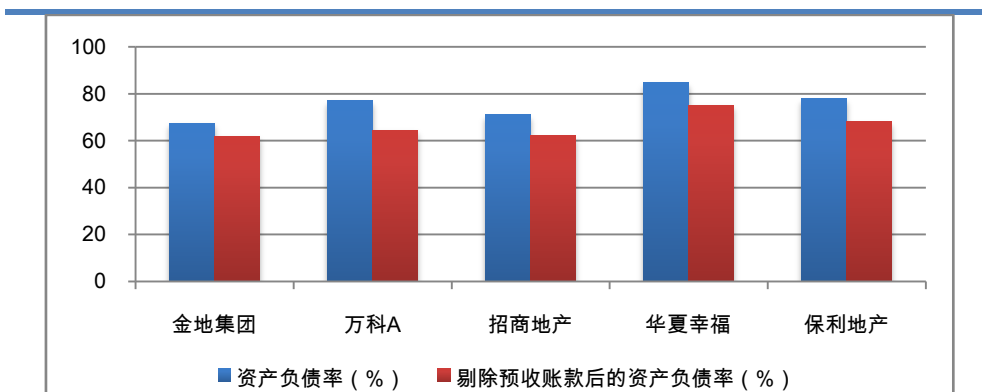


资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

2014年末公司货币资金达到161.94亿元，占资产总额的14%，略高于去年行业均值的12%，同比去年大幅增长79%，主要来源于销售回款和借款的增加。货币资金的大幅上升进一步巩固了公司的资金链优势，为公司的资产周转和债务偿还提供了更多的灵活性。随着公司业务规模的扩大，预付土地款、采购款和工程款随之上涨，其中预付账款同比增长24%。

2014年末公司负债合计965.68亿元，同比去年增加51%，高于去年行业平均增速25.52%，其中非流动负债达到117.84亿元，占总资产的比例为10%，流动负债占比74%，达到847.84亿元。公司整体资产负债率为84.74%，相比14年初下降1.71个百分点，剔除预收款项的资产负债率为75.14%。两项指标均处于行业高位，显著高于龙头房企“招保万金”。主要原因在于公司在传统高负债地产开发业务的基础上为园区业务的前期工程垫付了大量的开发费用和工程资金，公司特有模式决定了高于同行业的负债结构。

图 14：公司与龙头企业资产负债率对比

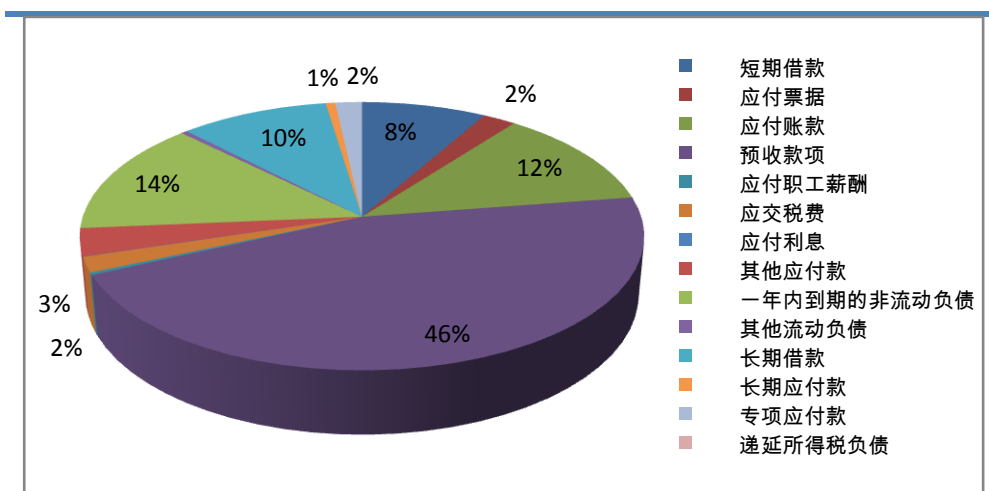


资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

负债占比最高的为预收款项，达到439.80亿元，占总资产的39%，占比较高的原因在于地产类公司财务报告期内对于尚未竣工但允许预售的楼盘，公司已收到的售楼款只能列入预收账款科目核算，而扣除预收账款修正之后的流动负债比例仅为35%，略高于去年行业均值水平的30.77%。受益于公司销售额大幅增长，2014年公司预收款项同步实现增速26%，这部分金额将在未来短期时间内转为公司营业收入，这将进一步缓解财务压力，持续推动公司的高盈利模式。

一年内到期的非流动负债同比上涨107%至132.80亿元，主要原因在于公司的部分长期借款在近一年之内集中到期。年报显示公司一年内到期的长期借款主要为融资租赁、质押借款和信用借款，利率水平在5.11%~13.8%之间，反映公司早期的长期融资成本费用较高。随着公司业务规模和杠杆空间的进一步扩大，应付账款、短期借款和长期借款均大幅增加，分别同比增长了103%、134%和30%，其中长期借款期末值为94.89亿元，占总资产的比例达到8%。

图 15：公司负债结构图



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

公司货币资金与一年内到期的长期借款和短期借款之和的比值为0.76，流动资金不能完全覆盖短期负债，较去年1.01和前年的2.14下降明显，短期资金压力值得警惕。虽然流动比率、速动比率均小幅增长至1.27和0.35，但是两项指标均处于行业较低水平，显著低于“招保万金”流动比率1.34-1.94和速动比率0.43-0.55的区间值，公司短期偿债压力较大。从长期偿债能力来看，公司资产负债率及剔除预收款项的资产负债率均位于行业高位，去年产权比率高居地产板块前5，公司财务结构偏向高风险、高收益型，财务杠杆利用空间逼近临界点，公司当前正处准备阶段的70亿元定向增发能在一定程度上缓解债务压力，平衡财务结构，为业务规模的进一步拓展提供资金支持。

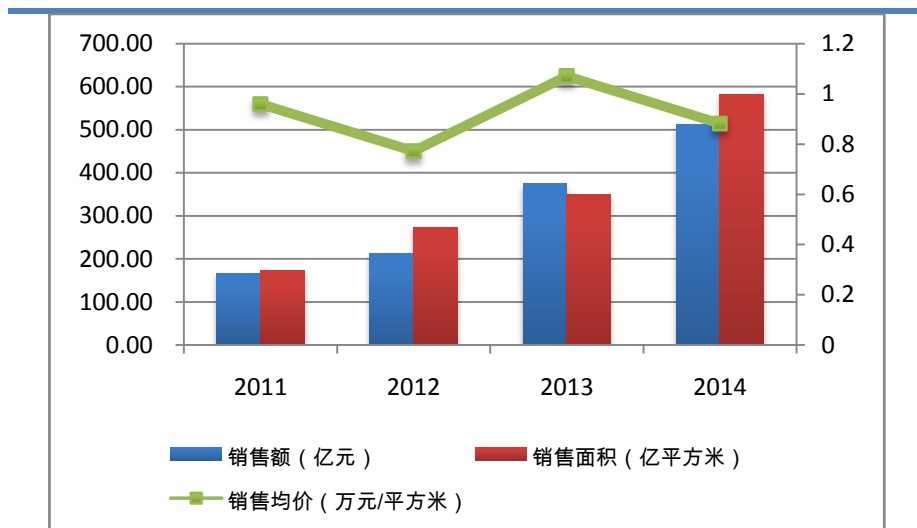
所有者权益合计金额为173.96亿元，占总资产的比例为15%。其中归属母公司所有者权益合计为97.94亿元，占比9%，少数股东权益金额为76.03亿元，占比6%，同比去年大幅上涨130%，增长动力主要来源于公司项目发展过程中下属子公司引入了少数股东。战略投资者的引入进一步加速推进公司轻资产的运营策略，充分发挥地方优势，降低业务风险。

3.2 主营业务持续升级，盈利指标再创新高

2014年公司实现销售额共计512.54亿元，同比增长36.96%。其中产业新城业务销售额430.85亿元，包含75.83亿元园区开发业务结算回款和355.02亿元配套住宅签约销售；城市地产签约销售额75.23亿元；其他物业、酒店等业务销售额6.46亿元。公司实现营业收入268.86亿元，同比去年增加27.66%，自2011年上市以来年复合增长率高达51.12%，领先于同时期行业25.91%的复合增长率。全年实现利润总额高达50.60亿元，净利润38.01亿元，同比去年增长42%，高于去年同时期行业15.94%的水平，过去3年净利的复合增长率达到44%。

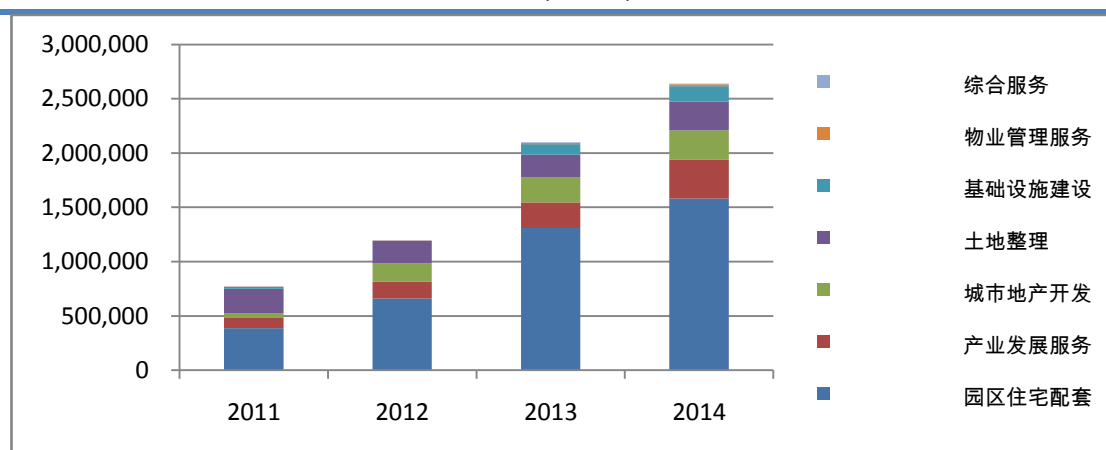
虽然受宏观经济持续走低，房地产需求透支的大环境影响，行业整体签约销售均价在14年持续走低，但是公司依托产业地产有效盘活区域市场，实现了销售金额和销售面积的双重增长。公司特有模式在日益恶化的市场形势中体现了较强的盈利优势。

图 16：华夏幸福基业 2011-2014 年销售情况汇总



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 17：华夏幸福基业 2011-2014 年营收结构分析 (万元)



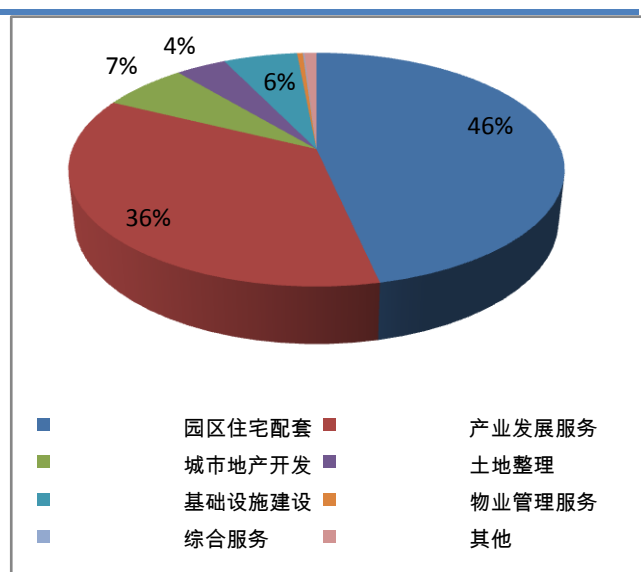
资料来源：公司公告、首创证券研发部

数据显示，公司营业收入贡献比例最高的为园区住宅配套的销售，达到158.07亿元，同比增长21%，占全年营业收入的比重为59%，较去年下降3个百分点，占全年毛利润的比重为48%，略低于营收比重，主要原因在于产业发展服务（园区招商引资）的毛利率高达97%，并在14年确认营收35.68亿元，同比增长51%，占毛利润总额的37%，成为公司盈利的另一主力支撑点。而除了基础设施建设及产业发展服务之外，其他业务板块毛利率均明显低于公司整体36%以及去年行业均值34%的水平。

造成公司毛利率低于预期的主要原因在于园区配套住宅业务毛利率在去年下降8.93%的低基数下仅实现同比上涨1.53%。受房地产大环境景气度的影响，公司住宅业务的土地成本和建安成本继续增长，而住宅业务的较高比重也增加了公司业绩动荡的风险，随着园区业务在未来短期内确认回款并转化营收，公司毛利率水平预期有所改善。但是长期来讲，公司未来在扩大规模、缩短开发周期的同时应注重根据市场环境探索园区业务和地产业务的合理投入比例，平衡两大业务板块的盈利和风险，降低业绩动荡，保障公司的经营处于相对稳定和最优的良性循环状态。

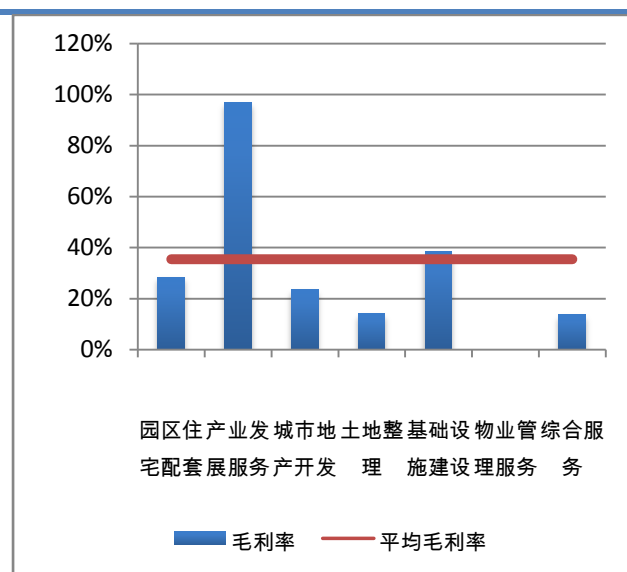
数据显示公司毛利率较低的另一原因在于较高的销售费用和管理费用率。公司销售费用率高达3.55%，高于万科3.09%，保利2.20%，招商2.05%和金地2.15%，而管理费用率更是达到6.52%，高于龙头房企4-5个百分点，管理费率较高的原因在于公司职工薪酬、咨询顾问费等支出的大幅增长。公司三费比率之和为10.17%，高于行业均值的8.41%和龙头房企的最高值6.19%。经历了相对粗放的规模扩张阶段，在利润空间逐渐收窄的当前市场，加强内部管理体系升级，优化销售流程将是公司提升盈利能力的重要途径。

图 18：2014 年公司毛利润构成



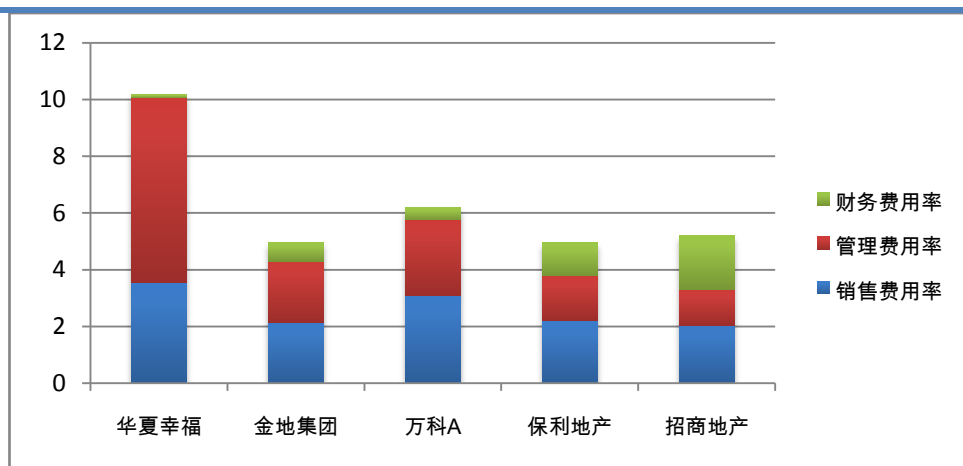
资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 19：2014 年公司各业务板块毛利率对比



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 20：公司与主要房企三项费用率对比（%）



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

3.3 现金流依赖融资活动，资金链压力预期增大

2014年公司3大活动产生的现金流量净额分别为经营活动-49.54亿元、投资活动-27.28亿元、筹资活动120.55亿元，总的现金净流量为43.73亿元，现金流转依赖筹资活动较为明显。

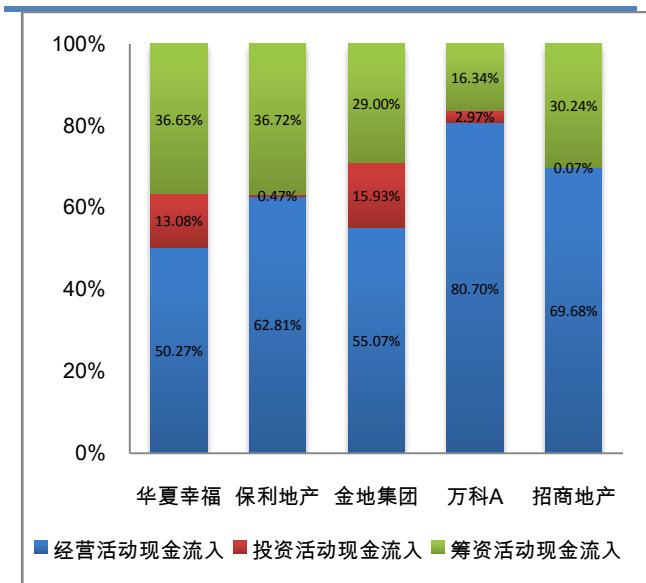
公司经营活动净现金流连续两年出现负值，销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为126.59%，领先招保万金之中114.97%的最高值，公司经营活动产生现金流的能力较强。经营活动净现金流为负值的原因在于公司为进一步拓展项目、扩大规模加大了资金投入，为后期营收的增长奠定基础。

公司投资活动现金流入额占总资金流入的比例为13.08%，流出额占总流出的比例为17.41%，而招商、保利、万科三家公司该两项比率的最高值分别为2.97%和4.88%。公司投资活动现金流比重较高的原因在于购买了大量各类银行的浮动收益类委托理财产品。据统计，公司2014年度的委托理财金额总计为97.60亿元，预计收益为7.10亿元，实际收回本金金额为97.60亿元，实际收回收益为7.12亿元。公司通过加大对金融产品的投入，提高了自有资金的利用效率。

公司筹资活动现金流入总额达到295.16亿元，同比增长74%，占总资金流入的比例为36.65%，高于万科（16.34%）、金地（29.00%）和招商（30.24%），低于保利（36.72%）。筹资活动现金流入主要来源于259.94亿元的借款，表明公司经营活动和投资活动产生的资金缺口主要通过借款来进行补充。虽然短期内公司财务费用率处于相对较低的水平，但是鉴于公司居高不下的负债率以及对资金链要求较高的业务模式，公司对于资金的敏感度要强于其他传统房地产公司，因此高负债导致的资金链压力依然是公司未来经营过程面临的重大风险。

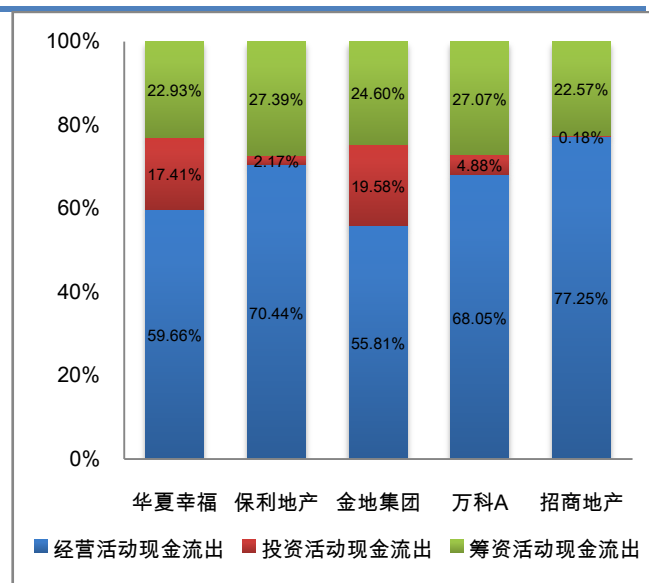
公司经营活动及投资活动现金流管理总体范围可控。同主流房地产开发商一样，现金流控制主要依赖于筹资活动，通过大幅举债充分利用财务杠杆扩大经营，但是未来融资成本变化可能带来一定的财务风险。同时关于大量自有资金的利用方面，公司可以寻找投资回报率相对更高且风险相对可控的投资渠道，进一步提高自有资金的利用效率。

图 21：主流地产公司现金流入对比



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 22：主流地产公司现金流出对比



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

4 多项利好政策提升行业发展空间，持续巩固产业地产领先地位

4.1 京津冀一体化加速布局，众多项目成为核心受益标的

2014年2月26日，国家主席习近平在听取京津冀协同发展工作汇报时提出实现京津冀协同发展是一个重大国家战略，要坚持优势互补、互利共赢、扎实推进、加快走出一条科学持续的协同发展路子。国务院总理李克强在2014年3月5日政府工作报告指出加强环渤海及京津冀地区经济协作。2014年7月23日，北京市发改委向北京市人大汇报京津冀一体化协同发展情况时表示，北京市针对京津冀协同发展已研究部署了年内重点推进的9大类58项工作任务，将在交通一体化、大气治理、产业合作三方面实现突破。据多家权威媒体报道，京津冀发展顶层设计方案《京津冀协同发展总体规划》很可能于近期正式发布，《规划》将明确三区域定位，并将对产业布局、产业转移对象进一步明晰。其中廊坊、石家庄、天津等将是京津冀重点产业转移合作区域。

4.1.1 交通先行，参与临空经济区建设

作为京津冀一体化的基础和保障，交通一体化将按照“一环二航五港六放射”的基本思路规划建设，其中“一环”是指首都经济圈环京高速走廊；“二航”指首都国际机场和北京新机场；“五港”为秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港、天津港和黄骅港。“六放射”指以北京为中心向六个方向放射的运输通道。

交通部副部长冯正霖在“京津冀协同发展论坛”上表示京津冀交通一体化实施项目清单将从基础设施、交通运输、智能交通、港口航道、综合枢纽等领域，特别是在强化各种运输方式衔接、城际轨道交通、运输立体化等难点方面研究制定切实可行的推进措施。预计2020年实现交通运输枢纽一体化、物流发展一体化、交通运输服务一体化、交通运输管理一体化以及公路网一体化。

图 23：京津冀交通一体化示意图



资料来源：媒体报告、首创证券研发部

利好因素一：产业联动性增强，丰富战略布局点

按照《京津冀协同发展交通一体化规划》，到2020年京津冀区域预计实现京、津、石之间均有三条高速路线连接，环京津周边县区与京津之间至少有一条一级公路连接。交通一体化的推进尤其是公路网络的大范围延伸将进一步增强区域产业的联动性，促进相关产业的发展，为公司项目拓展提供新的战略布局点。而公司园区项目多位于京津冀区域主干道和交通枢纽位置，园区产业主要聚集汽车零部件、智能设备、高端专用装备等制造业，对基础设施的依赖性较强，因此区域公铁网络布局的提升也将促进园区相关产业的进一步发展，增强园区的区域影响力和综合竞争力。

利好因素二：新机场破土动工，参与新机场临空经济区开发建设

作为京津冀协同发展的“新引擎”，北京新机场已于2014年12月率先破土动工，总投资约800亿元，位于北京市大兴区和河北省廊坊市交界处。定位为辐射全球的大型国际枢纽机场，预计2020年实现旅客吞吐量4500万人次、货邮吞吐量130万吨、飞机起降量40万架次。

以新机场为中心、约10公里半径范围内，北京“十二五”规划纲要提出规划新机场临空经济区的建设，占地面积约300平方公里，打造专业化物流园区，大力发展物流、贸易、保税加工、保税研发、航空制造与服务等产业，进一步打造综合保税区。同时结合京南高技术制造业和战略性新兴产业发展带建设，大力发展航空材料、航空装备制造等高新技术产业，建设高新技术产业园区，发展现代航空服务业、航空会展和培训等产业，打造临空型现代服务产业园。预计到2025年将直接产生就业岗位10万个，形成就业人口30万，居住人口50万的首都副中心。

目前公司已经出资20亿元同廊坊控股、国开元融、新奥文化、郎森汽车共同出资创立廊坊空港投资开发有限公司，注册资金100亿元，以推进北京新机场临空经济区整体开发各项工作的开展。依托公司在产业园区开发建设和投资运营方面的传统优势，公司将直接参与到相关产业园区的开发建设，并分享新航城未来发展潜力带来的巨大效益。

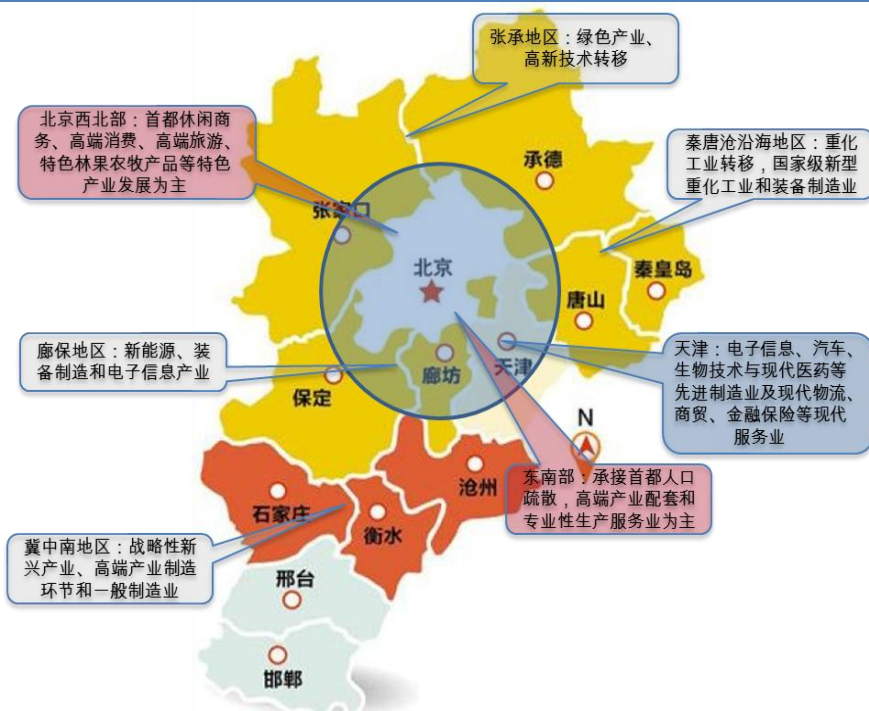
与此同时，公司与北京通用航空有限公司、山东通用航空服务有限公司、湖北蔚蓝国际航空学校有限公司、上海捷德航空技术有限公司及北京华商创想科技有限公司签署战略合作框架协议，拟建立“中国通用航空企业联盟”。受益于新机场对相关航空产业的拉动作用，公司运用产业联盟所打造的通用航空产业集群有望成为市场主导力量，并促进相关分支产业的发展，为园区的投资建设奠定规模基础。

4.1.2 加速疏解非首都核心职能，产业转移创造多项利好

京津冀一体化的核心在于产业协调发展。根据一体化发展纲要，京津冀将打造“4+N”产业格局，即4个战略功能区和若干个合作共享平台。4个战略功能区分别是曹妃甸产城融合发展示范区、新机场临空经济合作区、张承生态功能区、滨海中关村科技园。在协同发展中，北京主要是加快疏解非首都核心职能，加快产业转移和人口分流。而天津和河北则是做好被疏解的功能及产业转移的承接与合作。

关于京津冀三地具体产业发展定位，北京市原则上不再发展一般制造业，重点做大做强战略性新兴产业，加快新一代信息技术、生物、新材料、航空航天、高端装备制造业，创新发展以及大力发展生产性服务业和节能环保行业，同时建设知识型加服务型区域，发展金融、保险、旅游、文化等高端服务业；天津市立足加快发展先进制造业和现代服务业，现代都市型农业，提升科技创新水平，提出充分发挥服务型资源作用，港口保税区重点以物流、港口、船舶制造为主，南岗区以制造业、石油化工为主，中心商务区以现代金融为主；河北省在部署2015年工作重点时提出推动产业对接协作，抓好北京新机场临空经济区、京冀曹妃甸现代产业实验区、亦庄廊坊产业园和津冀涉县天铁循环经济示范区建设，走向资源加工型的产业结构。

图 24：北京市产业转移示意图



资料来源：媒体报道、首创证券研发部整理

作为三地产业的主要输出方，北京市将产业转移清单归纳为“一批制造业”、“一批城区批发市场”、“一批教育功能”、“一批行政事业单位”。为了使转移名单进一步明确，北京在2014年先后出台了《北京市新增产业的禁止和限制目录》和《工业污染行业、生产工艺调整退出及设备淘汰目录》，规定“全市限制或禁止建材、造纸、纺织等一般制造业，燃煤发电、区域性物流基地等；核心区还额外禁止建筑业、批发业，禁止新建和扩建高等学校、大型医院等”。2015年北京将进一步清退一般制造业和污染企业，确保全年就地调整退出300家相关企业。结合当前产业转移的具体进程，转移的主要产业类别主要集中在物流、批发产业；铸锻造、家具、建材；汽车、钢铁等制造业。

据统计，目前北京市核心城区分布各类批发市场120多个，全市1300多个，多为交通相对拥堵的人口密集地区，严重背离首都的核心功能，因此被列为产业转移重点区域，初步计划迁移至河北，增加河北省服务型产业的结构比重。在此背景下，北方最大的服装批发集散地大红门市场启动对接河北白沟，全国知名的动物园批发市场确认迁往河北永清。位于北京南四环外的北京新发地市场也确认迁至河北高碑店新发地农副产品物流园。

2014年北京计划集中清退的另一主要产业为铸锻造、家具、建材等传统制造行业。目前北京具有营业执照的较大型电镀企业大概有十几家，铸锻造企业有282家，规模以上企业83家，这些企业计划迁往冀中南地区，其中铸锻造企业集中迁往邯郸市成安县、鸡泽县，家具建材企业将迁至石家庄行唐县。京津冀一体化政策出台以来北京首家外迁企业—北京凌云建材化工有限公司将总部和研发中心留在北京，生产基地搬到邯郸。

其他重点迁移项目包括首钢集团、北汽集团、北京现代第四工厂等。其中首钢集团确定了将石景山作为总部、将生产功能全部迁往唐山曹妃甸。北汽集团规划将北京总部建设为技术创新、销售服务和高端产品制造中心，将旗下汽车制造厂整体移至沧州黄骅。产能达百万辆级别的北京现代汽车第四工厂也有望落户沧州地区。

结合当前产业转移的实质性进展以及三地规划的主要方向，未来产业转移主要集中在北京市产能比较落后的制造业以及与首都定位功能不符的服务业。根据已出台相关文件，2014年开始北京计划关停退出一般制造业和污染企业392家，搭建产业疏解合作平台30个，推进产业转移疏解项目53个，拆除中心城商品交易市场36个，同时根据《北京市2013年-2017年清洁空气行动计划》，从2014年开始北京市计划调整出300家一般制造和污染企业。据初步统计，2015年北京市面临被动转移的规模企业和产业中心达上千家，未来短期内预计转移的企业很可能进一步大幅增加，为承接地区带来更多的改良式发展机遇。

虽然当前产业转移的具体规划方案和对接体制尚未建立完备，但是根据产业转移主要承接方—京津冀主要城市的准备工作来看，河北省的主要工作思路为重新规范和整合开发区布局，搭建196个升级开发区平台，分门别类地开放，一旦有产业需要落地，相关园区进行有针对性地承接。因此未来产业转移方向很可能和各地城市规划方向一致，我们可以通过京津冀一体化产业转移主要收益城市的发展定位来把握未来产业转移的大致方向。

表 6：京津冀产业转移主要受益城市定位

城市	区域特点	产业转移规划及定位方向
保定、涿州区域	与北京房山区相连，区位优势得天独厚	定位为首都功能疏散的集中承载地，以保北低碳新城为核心的汽车、新能源、智能电网等高端装备制造基地建设
涿州	中直单位达 40 多家，相关工作人员占城市人口近 50%	
廊坊	京津一小时经济圈中心地带，交通发达	廊坊可能定位为小型的新兴电子和高端设备制造城市，将重点实施央企、外企和民企总部招商，针对北京准备外迁的千余家企业
固安	首都经济圈南部区域核心县市，新机场重点发展区域	
燕郊	京津冀规划中的第三圈层，	
石家庄	“京津冀一体化”都市圈区域中心城市	以先进制造业、科技创新为主要承接产业
唐山	工业门类齐全，中国最重要的工业区之一，海陆交通发达	以曹妃甸作为承接北京产业转移的重要基地
秦皇岛	旅游经济发达，关内外重要枢纽，自然资源丰富	深化落实以清华、北大部分院系为代表的教育产业落地
张家口	京、冀、晋、蒙四省市交界处，矿产资源丰富	主要承接高新技术、新兴产业，以东花园京北生态新区为平台，吸引更多的北京企业、项目、人才落户
承德	国家历史文化名城，著名的旅游避暑胜地	打造首都经济圈高端人群疗养度假的休闲区
宝坻、武清	京津唐三大城市中心腹地，京滨综合发展主轴主要节点	重点引进京企项目，突出借重用好首都资源

资料来源：媒体报道、首创证券研发部整理

在以上城市群落及其周边区域当中，公司均参与过当地产业园区的开发建设和投资运营，未来短期内大规模、多领域的产业转移对承接地区的园区配套和产业发展环境提出了较高的要求。未来产业转移过程中所产生的一系列园区定制开发和招商引资需求预计能够创造出多项实质性利好条件，为公司业务扩展激活上行空间。

利好因素一：招商平台助力产业疏导和对接

归根到底，产业转移的本质还是在于人才、科技、资本等生产要素的转移，政府在产业转移中主要起到加速推进的作用，更重要的是通过建立快捷通达的区域交通网路体系，搭建开放贯通的市场平台体系，依靠市场的主导作用实现产业在时间和空间上的合理布局，打造区域优势特色产业，形成规模聚集效用。公司现有市场化的园区开发模式以及颇具前瞻性的招商引资平台在产业转移的选择期和发展期均能提供较强的助推和引导作用，从而提高地方城市的产业承接能力，更好地实现转移产业和地方城市的共同发展。

利好因素二：综合运营成本优势明显

据初步统计，相比北京产业园区2-5元/天/平米的租金水平，河北省内园区的租金水平往往在2元以下，有些甚至在1元之内，园区租金成本优势明显。据wind统计，2014年一线城市工业用地成交楼面均价为857元/平方米，而三线城市的均价仅仅为251元/平方米，相比北京周边区域，产业承接地区土地和园区厂房的购买价格同样较为低廉。除此之外，水电价格、劳动力价格相比一线城市也有较为突出的价格优势。产业转移相关企业在综合运营成本上将享受到比较突出的优惠条件，从而提高转移企业的综合竞争优势。

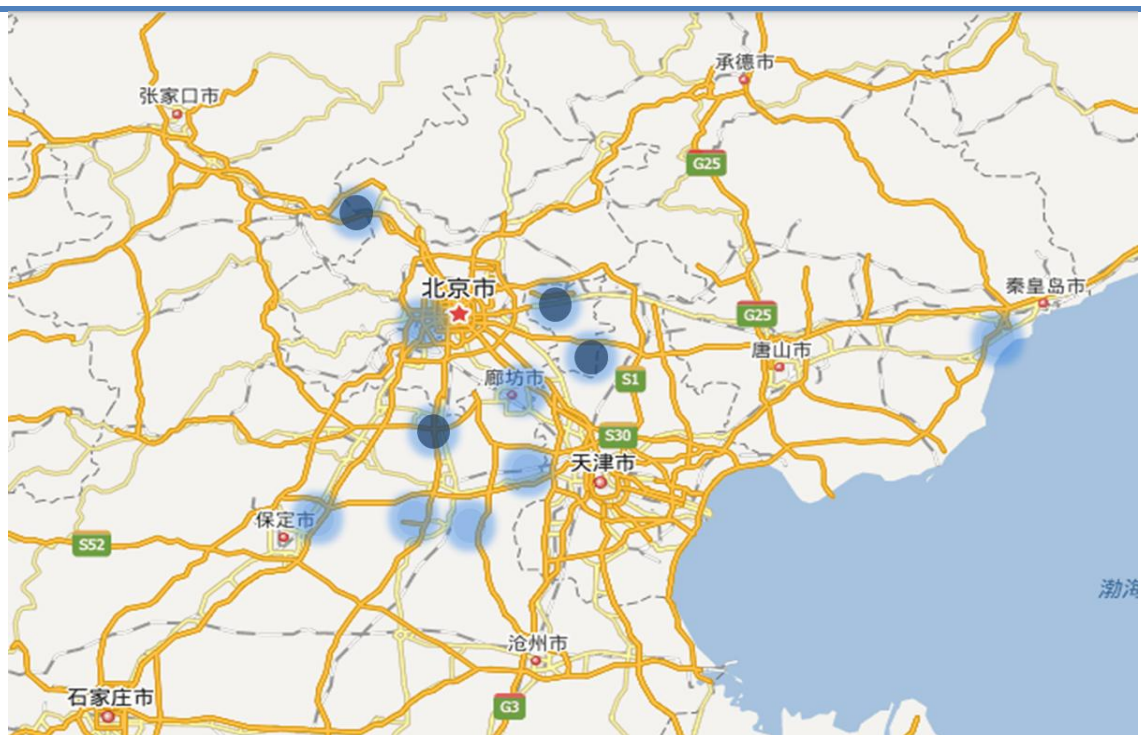
利好因素三：上下游相关产业基础成熟

作为京津冀区域产业园区开发运营方面的标杆企业，公司所参与园区很可能全部包括在河北省初步设定产业承接的196个升级开发区平台之中。公司参与建设的园区往往有明确的产业定位，并且某些成熟园区招商引资成熟，相关产业规模聚集效用明显，能够帮助转移企业尽快融入当地产业链，完成无缝对接，对入驻企业具有较强的吸引力。

利好因素四：京津冀土地储备丰富

作为京津冀区域产业园区的主导力量，公司主要的产业新城和城市地产项目都分布在京津冀地区，未来项目的开发重点依然聚焦北京及廊坊周边区域。据统计，公司在京津冀区域的委托开发园区面积达1500平方公里，在该区域拥有的土地储备约1200万平方米，占公司总土地储备的90%。公司现有园区项目及未来开发方向将成为区域产业承接最理想的载体。随着京津冀产业转移所带来的区域经济拉动，未来预期土地储备实现大幅升值，创造更大盈利空间。

图 25：公司北京周边主要园区项目覆盖区域示意图



注：深色标注为成熟园区覆盖区域，浅色标注为处于规划或起步阶段的园区覆盖区域
资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

根据公司目前成熟园区的招商和入驻情况，我们可以初步估算出未来公司产业发展服务的增长空间以及京津冀产业转移对招商引资的助推强度。当前大厂园区的规划面积为70平方公里，入驻企业数量为81家。以该入驻率为标准，可以保守计算出公司委托的1500平方公里园区可引进的企业数量为1800家，剔除公司历史累计引入的700家企业，未来可引进的企业约为1100家。按照去年公司签约入园企业的投资标准，这1100家潜在入驻企业的投资额预计能够达到4000亿元，预期为公司带来超过1000亿元的产业发展服务收入。

考虑京津冀产业转移对园区招商的影响，在公司现有园区项目的基础上，未来两至三年公司每年的招商引资预计能够增加20%-30%，“一体化”的概念为公司额外创造纯利润约200亿元。考虑到新拓展园区项目、产业转移企业的个性化定制要求以及人口外溢所带动的一系列住房、消费等配套需求，京津冀一体化的实质性利好因素将为公司制造巨大的利润空间。

表 7：公司委托开发园区项目分布情况

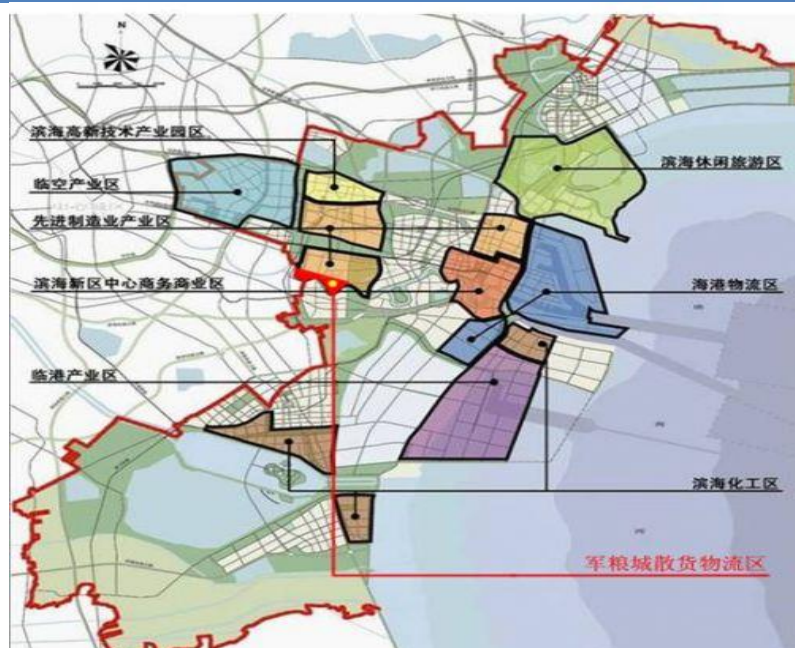
序号	项目名称	城市	签订年份	委托期限	委托面积 (平方公里)
1	固安工业园区	河北廊坊	2002	50 年	86.7
2	大厂潮白河工业园	河北廊坊	2007	50 年	70
3	大厂新兴产业示范区	河北廊坊	2011	50 年	13.2
4	怀来生态新城	河北张家口	2010	50 年	121.7
5	黎昌工业园区	河北秦皇岛	2011		15
6	滦平金山岭园区	河北承德	2011	50 年	225
7	文安园区	河北廊坊	2011	30 年	24.2
8	沈北蒲河智慧产业园区	沈阳	2011	20 年	5
9	廊坊广阳园区	河北廊坊	2011		15
10	沈阳于洪平罗新城	沈阳	2011		13
11	沈阳市苏家屯商务城	沈阳	2012	30 年	34.9
12	无锡市南长区	无锡	2012	15 年	3.5
13	固安新兴产业示范区	河北廊坊	2012	50 年	48.6
14	镇江市京口区大禹山创意新社区项目	江苏镇江	2012	15 年	2.5
15	嘉善县委托区域	浙江嘉兴	2013	18 年	12
16	霸州市约定区域	河北廊坊	2013	18 年	20
17	河北省廊坊市永清县约定区域合作协议	河北廊坊	2013	20 年	18
18	河北省香河县	河北廊坊	2013	30 年	41
19	湖北省葛店经济技术开发区	湖北鄂州	2014		18
20	固安农业产业化示范区	河北廊坊	2014	50 年	6.7
21	南京市溧水区约定区域	南京	2014		8.9
22	北京市房山区张芳镇	北京	2014		119
23	河北省任丘市约定区域	河北沧州	2014	50 年	240
24	河北省涿鹿县约定区域	河北张家口	2014	51 年	64
25	河北省霸州市约定区域	河北廊坊	2014	52 年	78.3
26	河北省保定市白洋淀科技城	河北保定	2014	53 年	300
合计					1604.1

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

4.2 天津自贸区获得批准，区域业务迎来扩展良机

2014年12月28日国务院在天津市滨海新区正式批准设立中国天津自由贸易园区。试验区总面积119.9平方公里，主要涵盖3个功能区，天津港片区、天津机场片区以及滨海新区中心商务片区，预计2015年3月1日左右挂牌。新自贸区将以上海自贸区试点内容为主体，从国家战略高度出发，结合天津具体情况制定，主要围绕“推动贸易便利化”开展。2015年起，滨海新区计划实施5000万元以上重点建设项目1359个，计划总投资12978亿元，新区将确保中石化国家原油储备库、光电产业化基地、九州通北方现代医疗基地年内竣工投产，加速打造具有世界影响力的产业创新中心。

图 26：天津自贸区规划示意图



资料来源：互联网、首创证券研发部

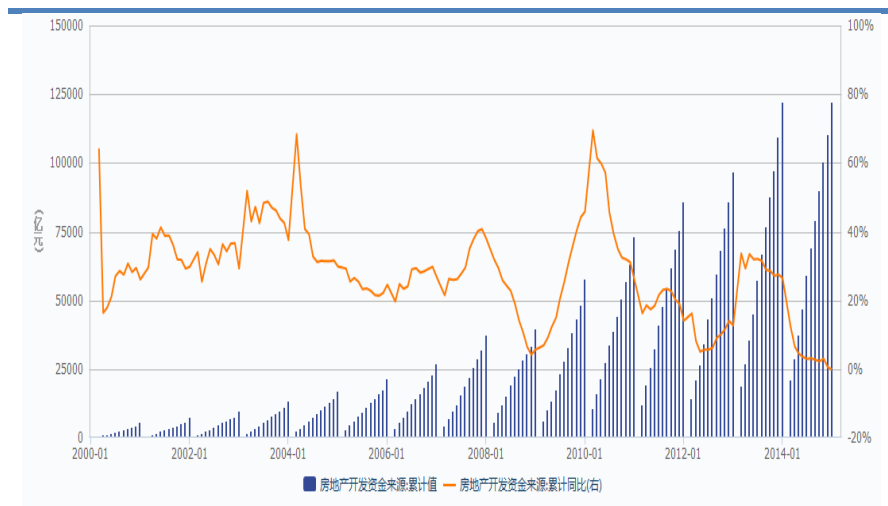
天津自贸区的规划和建立虽然不能产生直接利好，但是试验区的成功很可能会增加试点，作为天津市面积最大的两个区之一，武清位于京津冀三地地理位置的中心，目前发展程度比较落后，随着京津冀一体化和产业转移的加速推进，武清区发展潜力巨大，保利、恒大、首创等多家大型开发商均积极布局，储备丰厚的土地资源。而公司在武清拥有近12万平米的土地储备，受益于天津自贸区的未来发展以及后期大量投资的拉动，公司有望更多地参与到自贸区的发展建设当中，与政府联手推动天津市的产业改造升级。

4.3 房企融资尺度放宽，市场流动性增强

2015年1月16日证监会发布会表示，为了进一步提高市场效率，证监会同国土资源部决定临时调整工作机制：上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，国土资源部不再进行事前审查，对于是否存在土地闲置问题认证，以国土资源部门公布的行政处罚信息为准，对于是否在正在被立案调查的事项，中介机构应当充分核查披露。本次审查放松之后，国土部将不再参与融资的事前调查，房企再融资得到全面放松，房地产企业的股市融资能力将得到大幅增强，融资成本得以进一步降低。

同时，自央行2014年11月22日起下调人民币贷款和存款基准利率，2015年2月5日起下调人民币存款准备金率0.5个百分点，又于2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率各0.25个百分点。央行的降息降准也将释放市场的流动性，缓解房地产市场的资金压力，从而进一步带动销售回暖和开发商的资金回笼。

图 27：房地产开发资金来源增长情况



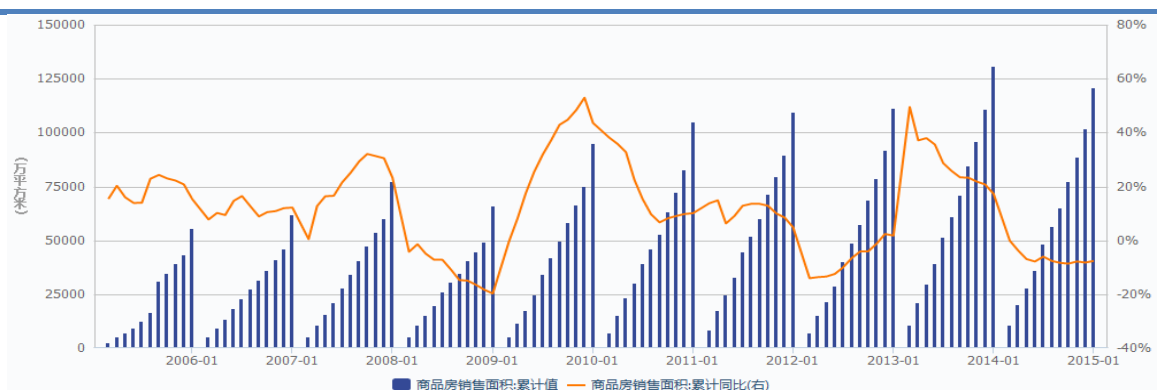
资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

4.4 限购政策放宽，促进库存消化

2014 年以来，70 个大中城市的新建住宅的开发量及成交量均有不同程度下滑，但是迫于地方财政及经济下行的压力，国家先后推行三轮救市措施，成交量趋势回暖，成交价格有所上浮。2011 年全国大多数主要城市推行的限购政策到 2014 年以来除了北上广深一线城市仍继续执行外，其他省市均取消了限购。2014 年 9 月 30 日，央行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，规定解除限贷，扩充按揭贷款资金来源。2014 年 10 月 29 日国务院常务会议提出稳定住房消费，加强保障房建设，放宽提取公积金支付房租条件。2015 年 3 月 30 日五部委联合发文降低首付比例，增强住房贷款投放能力，进一步释放刚需和改善型住房需求的购买力。

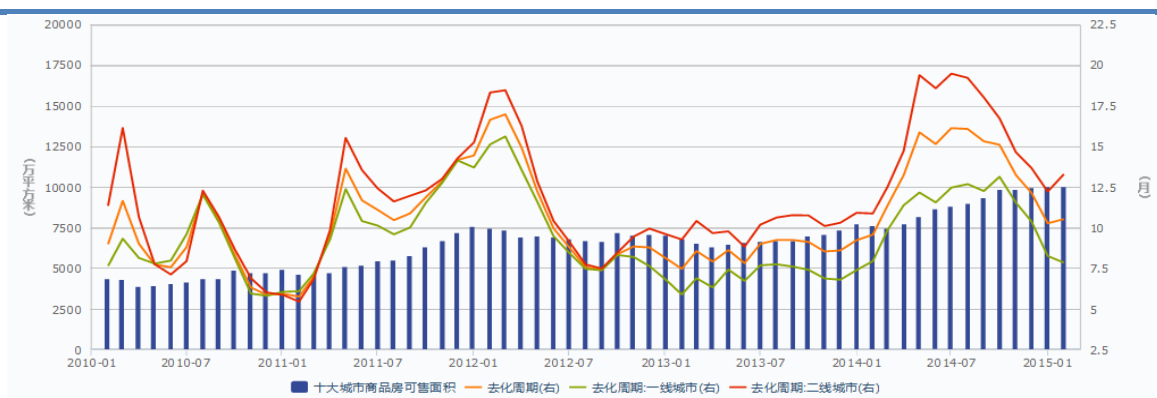
政府一系列救市措施对于楼市的回暖具有重大意义。未来近期时间内，公司高库存的压力有望得到一定程度的缓解，同时新城规划和建设过程中改善型住房需求的集中爆发也将进一步加速公司存量项目的去化。

图 28：全国商品房销售面积增长情况



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 29：十大城市商品房可售面积与去化周期



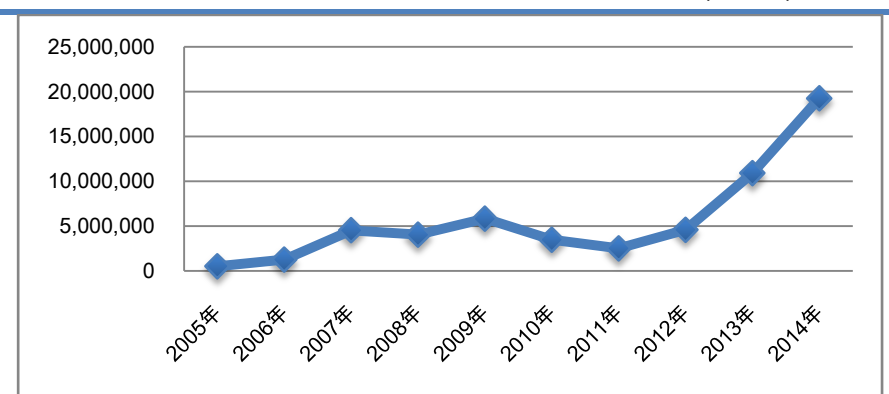
资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

4.5 行业集中加剧，并购热潮涌现

从黄金时代进入到白银时代，房地产行业融资渠道的限制以及从粗放经营到精细化管理的转变将迎接强者恒强的时代到来。2014 年以来资本市场收购案例急剧增长，全年房地产并购事件总共 214 起，交易总价值约 1925 亿元，同比 2013 年全年的 1092 亿元增幅高达 76%。

公司当前大部分园区项目及未来拓展区域主要位于二三线城市的县乡地区，在地方公司区域优势日益显著的时期，以较低的成本整合当地优质资源能够帮助公司优先获得优质地块项目或者在建工程，有效引进区域战略合作伙伴，降低项目投资和运作成本，帮助公司更迅速融入当地房地产市场。未来在行业整合不断加剧的过程中，公司将迎来进一步扩大优势，巩固产业地产龙头地位的大好时机。

图 30：2005-2014 年全国房地产并购交易总价值趋势图（万元）



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

4.6 响应国家产业升级号召，进一步深化现有政企合作模式

2010年10月，国家发改委、科技部、财政部、工信部联合制定下发《关于加快培育战略性新兴产业的决定》，决定提出“坚持创新发展，将战略性新兴产业加快培育成为先导产业和支柱产业”，并将战略性新兴产业方向进一步厘定为7个领域：节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。

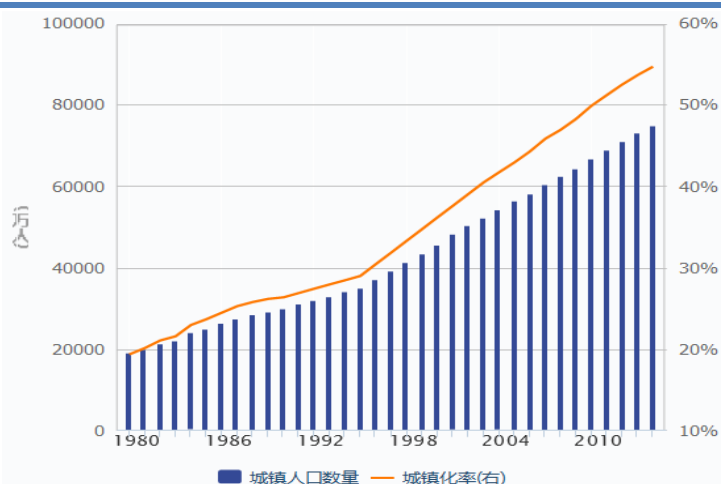
公司当前产业园区覆盖大部分新兴产业，国家后续出台的各个领域的具体发展规划及中央和地方的配套支持政策将提高新兴产业发展的多元化配套需求，并创造公司与政府之间新的战略合作机遇。

4.7 坚持产业+新城的开发模式，顺应新型城镇化发展的方向

新型城镇化是以城乡统筹、城乡一体、产城互动、节约集约、生态宜居、和谐发展为基础特征的城镇化，是大中小城市、城镇、新型农村社区协调发展、互促共进的城镇化。2014年3月16日国家发布新型城镇化规划（2014-2020年），拉起新型城镇化发展的序幕。城镇化工作会议也提到要严格控制特大城市人口规模并发展若干城市群，要发展各具特色的城市产业体系，强化城市间专业化分工协作。鼓励社会资本参与城市公用设施投资运营。2014年以来，推进新型城镇化的具体政策和措施将会逐步出台，产业结构调整也将继续加速。

新型城镇化所带来的北京需求外溢效应、特定产业转移需求以及政企合作的新型开发模式将为公司开创更广阔的发展平台。公司“产业+地产”以及政企合作的开发模式相比较其他地产开发商更加符合未来新型城镇化的发展方向。

图 31：我国城镇化水平增长情况



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

5 未来发展方向：深化新城业务模式，转变战略发展方向

房地产行业历经规模发展、滚动开发的黄金十年之后，行业总体供需结构逐渐趋于平衡，投资性需求逐渐得到抑制，刚性需求和改善型需求将成为未来消费层面的主力，但是市场整体正在走向买方市场，未来理性回落大势所趋。在经济的新常态之下，单一的模式难以持续盈利，日益压缩的需求空间迫使众多房地产行业纷纷转型参与金融、医疗、养老等其他产业。面对房地产行业整体的下行浪潮，公司两种模式的有机结合一方面可以继续发挥产业园区方面的绝对优势，寻求产业链的进一步延伸，同时利用区域影响力扩大住宅项目的产品需求，依托产业平台积极涉足其他产业，寻找新的盈利模式和智能转变。

5.1 园区开发商向服务商的转变

公司特有的园区加地产的开发模式成功地延伸到传统地产开发价值链的前端，未来园区业务模式将致力于打造“以企业服务为核心”的平台生态体系，充分打开价值链的后端，引入外部资源在提升入驻企业价值、满足产业发展需求方面进行合作。公司目前在硅谷创立的科技公司以及与清华大学联合搭建的产业联盟和创新孵化平台将为区域的产业发展提供整体解决方案，未来园区发展服务中服务型收入的比重有望日益提升，从而增强园区的软实力和吸引力。同时，园区内住宅、商场、酒店、医院、学校等配套设施的建设以及社区服务衍生出来的多元化消费需求也将成为新的高附加值赢利点，公司依托现有园区入驻企业的消费群体优势可以进一步开拓盈利空间。

5.2 战略定位向投资型转变

公司目前所有委托开发运营的园区所有权归地方政府所有，因此公司不能享受到传统地产项目资本升值所带来的投资收益。而我国工业属性的土地价格依然处于较低的水平，以公司现在的资金实力和业务规模可以考虑向传统工业地产开发商尝试转变，获取自有项目更多的发展空间。年报显示公司投资性房地产连续两年实现同比增幅90%，14年末达到4.2亿元，未来投资性地产的范围可能进一步扩展到园区项目，为园区新业务模式的搭建和利润增长点奠定基础。

6 市场表现与投资价值分析

6.1 盈利预测

预测主要假设：(1)公司自上市以来营业总收入均来自主营业务，考虑到公司近期在其他业务拓展方向并无重大进展，因此假定公司未来3年营业收入依然来源于现有业务板块。(2)根据公司2015年销售计划、现有房地产储备情况，未来短期预收款项转营收的比例以及产业地产发展的特殊性，将未来3年的营收增长率在前3年复合增长率51.12%的基础之上分别下调至25%，20%和15%。(3)其他销售费用，管理费用，利息费用等比例采用最新年报比率或者前3年与营收相关系数比率的均值。(4)存货增长速度与公司应收增长率保持一致，分别为25%，20%和15%。(5)基于公司前两年的融资结构分析，长期带息债务筹资占资金缺口的比例为70%。(6)短期借款利率按6个月至1年贷款利率，长期借款利率按3年至5年贷款利率执行预测。

表 8：公司现有房地产储备情况（截至到 2014 年末）

区域	持有土地面积 (平方米)	持有房屋规划面积 (平方米)	拟发展作销售的土 地面积(平方米)	拟发展作销售的 房屋规划面积 (平方米)	拟发展作出租 的土地面积 (平方米)	拟发展作出租 的房屋规划面 积(平方米)
固安大区	2,487,066	4,125,075	2,126,535	3,644,972	360,531	480,103
大厂大区	1,373,860	2,733,280	1,294,453	2,570,109	79,407	163,171
沈阳大区	230,006	345,009	230,006	345,009	0	0
环上海大区	364,099	639,335	275,365	461,868	88,734	177,467
廊坊大区	7,094	17,734	7,094	17,734	0	0
丰台片区	31,142	140,562	31,142	140,562	0	0
合计	4,493,267	8,000,995	3,964,595	7,180,254	528,672	820,741

资料来源：公司公告、首创证券研发部

基于上述假设，公司未来三年业绩预测和估值结果见下表所示，2014年至2017年公司营业收入复合增长率为19.93%，净利润复合增长率为14.98%。

表 9：华夏幸福基业未来 3 年业绩预测

年份	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	21,059.75	26,885.55	33,606.94	40,328.32	46,377.57
净利润 (万元)	2,714.89	3,537.54	3,811.29	4,618.12	5,377.14
每股收益 (元)	2.05	2.67	2.88	3.49	4.07
每股净资产 (元)	5.03	7.40	9.99	13.13	16.78
市盈率 (倍)	27.58	21.17	19.65	16.21	13.92
市净率 (倍)	11.26	7.65	5.66	4.31	3.37

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部预测

与境内市值排名前10的地产公司以及行业均值比较发现，公司当前总市值在所有境内地产类上市公司中排名第7。其中市盈率在上述10家公司中排名第5，低于行业均值的27.84和行业市值的36.59。公司14年和15年的预测市盈率排名第6，19.95和14.90的预测值略低于行业均值的20.49和17.52以及行业中值的26.48和24.78。

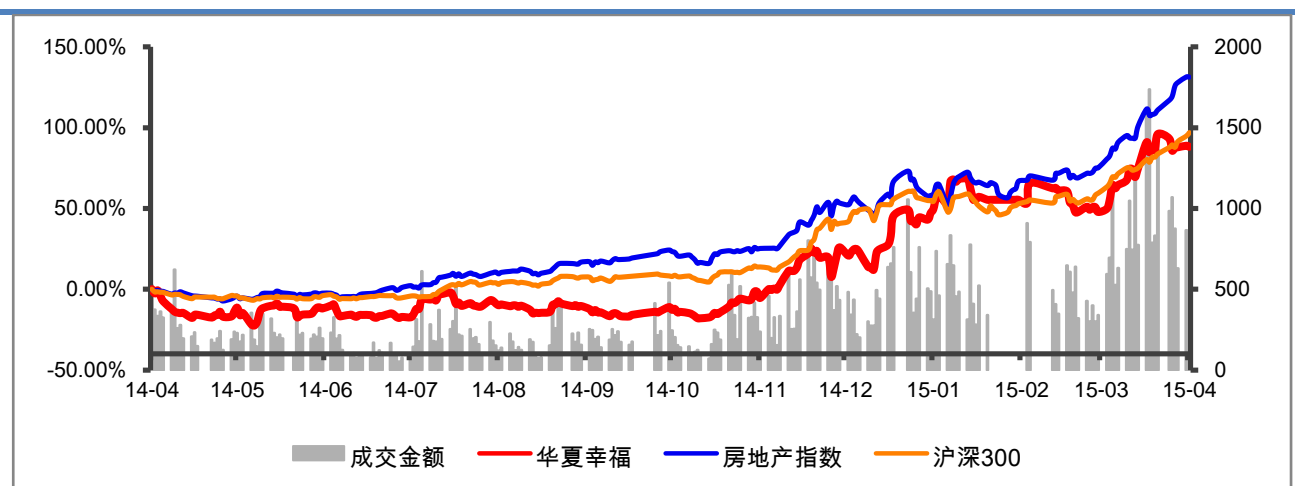
根据wind资讯统计，公司近一年的股价涨幅为95.76%，在地产板块排名第100，低于房地产指数37.19个百分点，考虑到公司极为突出的市场表现以及行业内相对较低的市盈率，我们认为公司目前股价依然有较大上涨空间。

表 10：同行业价值分析

公司	总市值	流通市值	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB	市现率 PCF	市销率 PS
	(亿元)	(亿元)	TTM	14E	15E	TTM	14E	15E	(LF)	(TTM)	(TTM)
万科 A	1,598.93	1,395.57	1.43	1.62	1.76	10.08	8.85	8.15	1.80	8.51	1.08
保利地产	1,395.39	1,395.39	1.14	1.25	1.37	11.44	10.41	9.46	2.27	22.36	1.28
新湖中宝	794.28	621.03	0.14	0.19	0.27	69.77	50.09	35.99	4.18	124.68	8.54
泛海控股	782.03	780.92	0.34	0.33	0.59	50.17	51.81	28.99	8.43	14.16	10.27
招商地产	752.53	328.05	1.66	1.90	2.05	19.31	16.85	15.58	2.65	(63.92)	1.90
招商局 B	752.53	38.36	1.66	1.90	2.05	10.91	12.02	11.12	1.50	(36.13)	1.07
华夏幸福	748.75	748.75	2.67	2.84	3.80	21.17	19.95	14.90	7.65	17.12	2.78
陆家 B 股	679.86	91.67	0.86	0.81	0.94	20.98	3.63	3.11	2.91	(93.67)	6.57
陆家嘴	679.86	588.19	0.86	0.81	0.94	50.51	53.70	46.00	7.02	(225.51)	15.81
中天城投	586.34	437.67	0.37	0.96	0.50	36.56	35.49	26.99	8.39	74.09	5.15
行业均值 (整体法)	168.04	133.18	0.50	0.77	0.89	27.84	20.49	17.52	3.39	120.04	2.87
行业中值	91.98	76.19	0.21	0.54	0.59	36.59	26.48	24.78	3.92	(3.19)	5.38

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 32：公司过去一年市场表现



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 11：同行业公司市场表现比较（截至到 2015 年 4 月 13 日）

排名	简称	涨跌幅 (%)				近一月日均成交 额 (万元)	近一月 日均换 手率 (%)	52 周最高 价 (元)	52 周最低 价 (元)
		近一月	近三月	近六月	近一年				
/	房地产指数	32.25	46.87	87.51	132.95	6,188,807.12	0.00	4,536.19	1,793.45
1	中粮地产	33.06	30.80	104.08	233.78	98,633.38	5.34	12.23	3.15
2	中冠 A	13.42	27.05	190.61	233.41	13,479.70	5.07	30.34	8.52
3	深深房 A	73.72	94.44	106.94	172.99	33,696.75	3.63	13.45	3.55
4	招商地产	32.07	32.67	142.67	165.33	254,073.39	8.48	36.38	10.11
5	沙河股份	55.70	90.13	67.91	154.64	15,945.01	3.91	25.50	8.61
6	深物业 A	64.57	81.81	98.20	126.96	26,435.53	11.99	17.20	6.38
7	深振业 A	58.21	70.50	74.01	121.00	72,022.72	6.04	11.68	4.31
8	华联控股	46.10	58.06	46.77	120.42	32,319.16	5.36	6.49	2.63
9	华夏幸福	25.22	32.00	118.11	95.76	91,205.24	1.30	59.90	22.80
10	万科 A	17.59	9.53	50.16	90.69	487,759.23	3.70	15.29	7.10

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

6.2 投资建议

公司属于国内领先的产业园区开发和运营商，专注于京津冀商业圈，致力于全国范围内推广园区+地产的开发模式，加速推动中国城镇化和产业升级改造的进程。商业模式独树一帜，行业壁垒坚固，不同于传统地产开发商，深入介入区域房地产市场产业链的诸多环节，随着京津冀一体化、新型城镇化、国家产业升级等众多政策红利临近兑现，公司未来发展潜力较大。我们预计公司未来3年每股收益分别为2.88元，3.49元和4.07元，对应当前股价56.60元的市盈率分别为19.65倍，16.21倍和13.92倍。与同行业公司 & 行业均值相比，我们认为公司股价目前处于低估状态。

公司近期发布公告拟再融资70亿元，用于固安和大厂潮白河的8个项目以及银行贷款的偿还。此次增发将进一步平衡公司的财务风险，扩大财务杠杆空间，释放公司优质资源，加速业务扩张规模。同时京津冀一体化顶层设计有望于四月底发布，因此我们认为未来短期内依然有较为理想的上涨空间，建议投资者增持。

6.3 投资风险

公司园区开发项目多位于二三线县级城市，住宅市场供应量较大，去化存在一定的难度和压力，产业地产之外的业务板块会受到一定影响；公司盈利模式过度依赖产业园区的招商引资情况，相关产业投资意向的不确定性将很大程度上影响公司其他业务板块的表现；资产负债率偏高，资金链压力较大，偿债能力相对较弱，未来销售形势不及预期或者融资环境的收缩将进一步放大财务风险。

表 12：资产负债表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	5556.48	9943.76	16193.92	16803.47	20164.16	23188.79
应收和预付款项	4087.07	5146.87	9067.44	10924.00	11986.86	13767.25
存货	32280.21	54057.76	78316.03	93979.24	108076.13	118883.74
其他流动资产	0.00	200.00	4094.89	4094.89	4094.89	4094.89
长期股权投资	18.32	17.64	17.29	17.29	17.29	17.29
投资性房地产	115.84	218.56	421.48	425.23	423.35	415.86
固定资产和在建工程	912.70	2098.15	3108.43	2881.19	2653.94	2426.70
无形资产和开发支出	83.29	349.19	455.36	408.17	360.98	313.79
其他非流动资产	139.52	2061.89	2289.34	2285.15	2280.96	2276.77
资产总计	43193.45	74093.81	113964.19	131818.62	150058.57	165385.09
短期借款	670.00	3394.60	7938.00	9212.56	9540.43	9851.14
应付和预收款项	29245.78	44318.37	63169.60	77637.12	92104.63	105125.39
长期借款	5228.20	7303.90	9488.61	10627.24	11765.88	12904.51
其他负债	3090.88	9121.70	15971.70	13236.52	11048.38	6672.09
负债合计	38234.85	64138.57	96567.91	110713.44	124459.31	134553.14
股本	881.92	1322.88	1322.88	1322.88	1322.88	1322.88
资本公积	15.86	15.86	20.85	20.85	20.85	20.85
留存收益	3418.67	5311.69	8449.83	11874.45	16024.05	20855.66
归属母公司股东权益	4316.44	6650.42	9793.57	13218.19	17367.78	22199.40
少数股东权益	642.15	3304.82	7602.71	7887.00	8231.47	8632.56
股东权益合计	4958.59	9955.24	17396.28	21105.18	25599.25	30831.95
负债和股东权益合计	43193.45	74093.81	113964.19	131818.62	150058.57	165385.09

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部预测

表 13：利润表预测

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	12076.94	21059.75	26885.55	33606.94	40328.32	46377.57
减：营业成本	7288.01	13939.04	17269.20	21586.51	25903.81	29789.38
营业税金及附加	784.50	1413.27	1866.68	2333.35	2800.02	3220.02
营业费用	718.21	873.15	953.55	1527.97	1833.56	2108.60
管理费用	777.33	1150.59	1753.51	2063.70	2476.44	2847.91
财务费用	-18.19	114.91	28.07	684.04	751.61	766.02
资产减值损失	11.15	13.08	40.95	40.95	40.95	40.95
加：投资收益	-1.11	24.83	90.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2514.81	3580.54	5063.73	5370.42	6521.93	7604.69
加：其他非经营损益	4.84	5.46	-4.09	90.35	94.86	99.61
利润总额	2519.66	3585.99	5059.64	5460.77	6616.79	7704.30
减：所得税	652.94	899.62	1258.23	1365.19	1654.20	1926.08
净利润	1866.72	2686.38	3801.41	4095.58	4962.59	5778.23
减：少数股东损益	83.09	-28.52	263.87	284.29	344.47	401.09
归属母公司股东净利润	1783.62	2714.89	3537.54	3811.29	4618.12	5377.14

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部预测

表 14：现金流量表预测

现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	222.96	-3464.23	-4937.55	-765.11	3074.66	2839.90
投资性现金净流量	-2639.96	-3075.99	-2727.53	11.60	14.98	18.54
筹资性现金净流量	4160.77	11104.04	12054.71	1363.06	271.05	166.18
现金流量净额	1743.78	4564.48	4390.74	609.55	3360.69	3024.62

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部预测

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，10 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现