华夏幸福（600340） 强烈推荐

行业：房地产开发

志在千里，大有可为

投资要点：

✧ **行业蓝筹，业绩锁定 3 年。**预测 15-17 年营收 363、477、614 亿元，净利润 49、64、83 亿元，3 年复合营收和净利润增速分别为 31.7%和 32.9%，远超行业平均水平。1-9 月销售 449 亿元(同比+20%)， 615 亿销售目标有望超额完成。预计到 15 年底，公司预收款锁定 15-17 年结算收入；产业园区规模效应体现，未来几年将保持高增长态势。

✧ **未来三五年区域发展看京津冀，京津冀发展数华夏幸福。**“京津冀”协同发展加速提升环北京区域开发价值，公司垄断环北京近 2000km^2 土地开发权，畅享风口红利。邻通州 160km^2 委托开发用地，市政府东迁、通州限购、环球影城开工凸显开发价值。

✧ **PPP 产城模式独树一帜，实现从 1 到 10 扩张。**独特的产业园区开发模式在固安取得极大成功，在京津冀形成垄断壁垒，并开始巩固环上海（300 km^2）、川鄂等长江经济带布局。全国范围内累计委托开发区域近 2400 km^2。在建 52 个产业园，到 16 年要达 200 个，实现从 0 到 1 到 10 的稳步扩张，京津冀及环上海区域有望加速落地成形。

✧ **服务升级推动估值上移。**产业发展服务毛利高达 97%，利润占比提升至 4 成，随产业新城规模化拓展及早期园区进入结算周期，产业发展服务将使利润更具弹性。历年累计 1919 亿元签约投资若落地即可为公司带来落地投资 45%的回报。通过产业孵化和创新服务，在平台基础上提供物流、金融等更多服务，构建“互联网+产业+金融”大生态系统，盈利链条延伸至产业存量转移和增量成长的各个环节，成为继地产之后的利润增长极。

✧ **显著受益于低成本融资节省财务开支提升利润水平。**已发行 3 期各 10 亿元公司债，利率分别 5.99%（3 年期）、5.58%（4 年期）、5.69%（3 年期），拟再公开发 75 亿元（证监会已核准）、非公开发行 180 亿元债券，利率预计 7%左右；定增已获证监会首次反馈。

✧ **华夏幸福立志成为全球领先的产业新城运营商，其是当前“京津冀“区域发展和“产业升级”双重催化下最有优势、前景最好的标的。当前公司估值在行业中仅高于万科、保利等低估值龙头，在“转型”概念中垫底，对于拥有独特经营壁垒、产业服务结构不断升级的高增长公司，尤其是受京津冀一体化提速推进及产业发展服务落地催化，其应有别于传统房地产企业的价值正受市场认可，股价仍有很大提升空间。公司业绩下有稳增长传统业务护航，上有产业孵化育新增长极，借力国家战略之风实现产业升级之梦，有望实现业绩与估值的双赢。根据公司近况调整财务模型，预测 15-17 年最新摊薄 EPS1.87、2.41、3.14 元，对应当前股价 PE13、10、8 倍，未来 6 个月合理目标价为 35 元，对应 15 年 PE19 倍，中长期应和园区开发及创新型公司估值接近，再次“强烈推荐”。**

✧ **风险提示：**京津冀一体化不及预期，产业发展的不确定性，模式的可复制性待检验。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26886	36285	47698	61387
收入同比(%)	28%	35%	31%	29%
归属母公司净利润	3538	4939	6388	8312
净利润同比(%)	30%	40%	29%	30%
毛利率(%)	35.8%	36.6%	35.8%	35.6%
ROE(%)	36.1%	30.8%	28.5%	27.0%
每股收益(元)	1.34	1.87	2.41	3.14
P/E	18.54	13.28	10.27	7.89
P/B	6.70	4.09	2.92	2.13
EV/EBITDA	10	7	6	4

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35

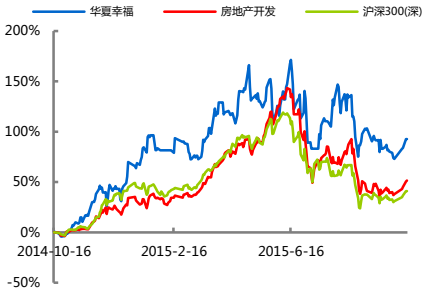
当前股价： 24.79

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,646
流通股本(百万股)	2,646
总市值(亿元)	621
流通市值(亿元)	621
成交量(百万股)	14.45
成交额(百万元)	343.98

股价表现



相关报告

《华夏幸福-“模式”铸就高增长蓝筹》2015-08-31

《华夏幸福-卡位京津冀锁定优质资源，业务结构升级推动估值上移》2015-03-26

《华夏幸福-畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音》2014-12-26

目 录

一、 未来 3-5 年区域发展看京津冀，京津冀数华夏幸福 5
1. 京津冀协同发展在政府极力推动下从顶层设计转向落实，环北京区域加速升值 5
2. 华夏幸福卡位京津冀锁定优质资源，畅享风口红利 7
二、 独树一帜的高壁垒产城模式，业务结构升级推升估值 11
1. 从 0 到 1 的产业新城: 固安—从贫困县到“京南第一县” 11
2. 从 1 到 10：独特的高壁垒产城模式，从固安走向全国 14
3. 创新、合作推动业务升级，产业孵化育新增长极 17
三、 锁定 3 年业绩，产业发展服务提升利润，安全边际高 18
1. 产业发展和园区住宅销售相互促进，住宅地产规模发展 18
2. 产业发展服务毛利率高达 97%，渐成利润主力 20
3. 资金成本降低、管理提效助力盈利再提升 21
4. 锁定 3 年业绩，远期超预期可能性大 22
四、 乘京津冀大风直上青云，业绩与估值有望双赢 23
1. 盈利预测 23
2. 投资建议 25
3. 风险提示 26

图目录

图 1 京津冀区域发展示意图 6
图 2 华夏幸福环北京产业园区布局享区位优势，重仓的东部和南部最为受益 7
图 3 华夏幸福大通州附近 160 平方公里受托开发区域位置示意图 10
图 4 固安工业园区位于天安门正南 50 公里，区位具备京津“1 小时工业区”优势 12
图 5 固安 GDP 12
图 6 固安县公共财政收入 12
图 7 06 年后固安 GDP 增速赶超全省和廊坊市 12
图 8 固安 GDP 中第一比重自 06 年持续下降 12
图 9 11-14 年固安新增及累计签约入园企业数 13
图 10 11-14 年固安工业区新增及累计签约投资额 13
图 11 11-14 年来自固安区域的营业收入 13
图 12 华夏幸福开发基本模式和收益示意图 15
图 13 截至 14 年底累计开发园区达 23 个 15
图 14 华夏幸福各年新增签约委托开发面积 15
图 15 华夏幸福上海-南京区域受托开发土地近 300 平方公里 16
图 16 环北京之外区域园区配套住宅销售面积逐年增加 17
图 17 主营业务收入中环北京之外的区域占比逐渐提升 17
图 18 配套住宅销售额稳步增长 19
图 19 城市地产开发也扩张较快 19
图 20 公司单季度总销售额对比 19
图 21 公司房屋开发土地储备充足 19
图 22 14 年营业收入中配套住宅占比 59%，产业发展服务占比 13% 21
图 23 毛利润中产业发展服务 14 和 15H 占比分别高达 36%、68% 21
图 24 各业务毛利率与变化 21
图 25 产业发展服务营收增速 12-14 年超 50% 21
图 26 截至 15 年 6 月底累计签约入园 722 家、签约投资 1919 亿元 21
图 27 新增签约入园投资额中部分可在 3-5 年内转化为实际投资 21
图 28 主要地产公司 ROE 水平对比 22
图 29 三费占比情况 22
图 30 货币资金和短期负债 22
图 31 净负债水平 22
图 32 高预收购房款锁定未来业绩 23
图 33 随项目推进园区结算回款增加 23
图 34 营收与净利润保持高增速 23

表目录

表 1 京津冀一体化进程重要节点 5
表 2 华夏幸福受托开发园区近 2400 平方公里，环北京近 2000 平方公里 7
表 3 公司在大厂和香河区域在建项目的可售货值有近 255 亿 10
表 4 公司在大通州区域的二级开发项目土地储备（万平，15 年中报） 10
表 5 公司 15 年在大厂区域的项目销售价格较 2014 年明显上涨 10
表 6 华夏幸福固安特色产业园区例举 13
表 7 华夏幸福环上海特色产业园例举及区域定位 16
表 8 公司 15 年以来与多家机构进行合作打造产业园区 18
表 9 截至 15 年 6 月底公司可开发房屋规划建面 913 万方，主要在京津冀区域（单位：万平米） 19
表 10 公司产业发展服务（招商引资）结算收入预测 20
表 11 15-17 年收入分项预测 24
表 12 员工持股计划方案要点（尚未经股东大会审议） 25

一、未来 3-5 年区域发展看京津冀，京津冀数华夏幸福

1. 京津冀协同发展在政府极力推动下从顶层设计转向落实，环北京区域加速升值

中国三大城市群中，珠三角、长三角地区协同发展已经取得瞩目成就，而京津冀地区除北京和天津之外的广大河北地区发展相对滞后，区域间真正的协同发展才刚刚起步，也正因为此，在长三角和珠三角发展速度放缓及房地产进入“白银时代”以后，作为国家战略重点，京津冀跨越式发展的巨大潜力将得到挖掘，北京产业和人口转移、区域交通一体化和公共服务提升为这些区域的经济发展带来机遇，成为未来 3-5 年中国区域发展和房地产市场最值得期待的焦点。

京津冀区域协同发展构想早已有之，但进展一直较慢，直到新一届政府将之提升到“国家战略层面”极力推动。从 14 年 2 月习近平总书记听取专题汇报以来，京津冀协同发展顶层设计趋向完成，三地政府紧密合作互动频频，这一重大国家战略进入推进落实期。

京津冀一体化首要的是加快推动“交通一体化、生态环保、产业转移“三个重点领域率先突破，配合各区域功能定位，改变北京一家独大的局面，缓解首都人口过于集聚的重负，也将为环首都的天津和河北地区发展带来强劲推力，直接受益于人口和产业转移带来的万亿级投资、消费需求，抓住机遇有望实现跨越式发展。

表 1 京津冀一体化进程重要节点

时间	要点
1986 年	时任天津市长李瑞环倡导环渤海 15 城市共同发起环渤海地区市长联席会。
2004 年 11 月	发改委启动京津冀都市圈区域规划编制，采取”2+8”模式（京津+河北 8 城）。
2005 年 1 月	国务院通过北京城市总体规划，要求基本形成京津为中心的两小时交通圈。
2011 年	发改委启动首都经济圈的规划和编制工作，但进展缓慢。
2011 年 3 月	“首都经济圈”概念写入国家“十二五”规划，成国家战略。
2013 年 5 月	习近平在天津调研时提出，要谱写新时期社会主义现代化的京津“双城记”。
2013 年 8 月	习近平在北戴河主持研究河北发展问题时，提出要推动京津冀协同发展。
2014 年 2 月	习近平在京听取专题汇报。强调对京津冀协同发展的认识要上升到**国家战略层面**。“以京津冀城市群建设为载体、以优化区域分工和产业布局为重点、以资源要素空间统筹规划利用为主线”。“**以区域基础设施一体化和大气污染联防联控作为优先领域，以产业结构优化升级和实现创新驱动发展作为合作重点**”。
2014 年 3 月	“京津冀”作为一个词组首次出现在政府工作报告中，将加强京津冀协同发展作为 14 年重点工作。
2014 年 4 月	京津冀三地国土部门将建立定期联席会议制度。
2014 年 8 月	国土资源部副部长胡存智证实国务院最近成立“京津冀协同发展领导小组”以及相应办公室，国务院副总理张高丽担任该小组组长；并提出要支持以轨道交通为主体的这种综合交通的发展。 京津、京冀分别于近期签署多项合作协议，涉及产业合作、交通、环境等方面。
2014 年 11 月	京津冀正式签署《合作框架协议》。
2014 年 12 月	中央经济工作会议提出了“京津冀协同发展”是 2015 年工作重点。 26 日，京津冀协同发展工作推进会议在京召开，研讨《京津冀协同发展规划纲要》，安排部署有关重点工作。会议上张高丽强调“**加快推动交通一体化、生态环保、产业转移三个重点领域率先突破**”。
2015 年 4 月	中央政治局审议通过了《京津冀协同发展规划纲要》。

2015 年 6 月	《京津冀协同发展规划纲要》下发。
2015 年 7 月	京津冀商务部门召开推动落实协同发展战略工作会议，达成 10 项共识，包括推动北京非首都商务功能疏解、加强商务方面规划衔接和政策统筹、推进商贸物流信息共享等领域合作。 《京津冀协同发展交通一体化规划》已编制完成、将于近期印发。
2015 年 8 月	《京津冀协同发展规划纲要》已经**印发实施，明确京津冀功能定位。** 京津冀手机漫游费和长途费取消。
2015 年 9 月	国务院批复同意《环渤海地区合作发展纲要》，提出加快跨区域重大基础设施建设、推进产业对接合作等 6 个方面的重点任务。
2015 年 10 月	媒体报道《京津冀城际铁路网规划修编方案(2015-2030 年)》已上报国家发改委待批，将新建 23 条城际铁路。京唐城际、京滨城际有望年内开工，廊涿城际、城际铁路联络线也有望明年开工。

资料来源： 网络资料，中国中投证券研究总部

《京津冀协同发展规划纲要》明确**京津冀三地的功能定位**：北京为“全国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心”；天津为“全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区和改革先行示范区”；河北为“全国现代商贸物流重要基地、产业转型升级试验区、新型城镇化与城乡统筹示范区、京津冀生态环境支撑区”。从产业功能链上看，北京主要是总部、研发和销售功能，非核心职能的产业发展尽可能地压缩和疏解到周边。**天津和河北则突出研发和生产功能，承接京津产业的疏解，同时抓住机遇发展自身优势产业，如原材料工业、战略性新兴产业、电子商务服务等。**

同时，“规划”对京津冀协同发展的目标分为近期、中期和远期三个阶段：近期到 2017 年，有序疏解北京非首都功能取得明显进展，在交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破；中期到 2020 年，区域一体化交通网络基本形成，生态环境质量得到有效改善，产业联动发展取得重大进展。公共服务共建共享取得积极成效，协同发展机制有效运转，区域内发展差距趋于缩小，初步形成京津冀协同发展、互利共赢新局面；远期到 2030 年，京津冀区域一体化格局基本形成。**北京人口和产业转移直加速相应区域开发、提升开发价值。**

图 1 京津冀区域发展示意图

河北发展定位

中国北方制造业基地，现代物流基地和战略资源储备调配中心；京津冀都市圈科技成果孵化、高端休闲旅游、绿色健康食品和二次能源基地、产业聚集发展样板区，循环经济发展示范区。

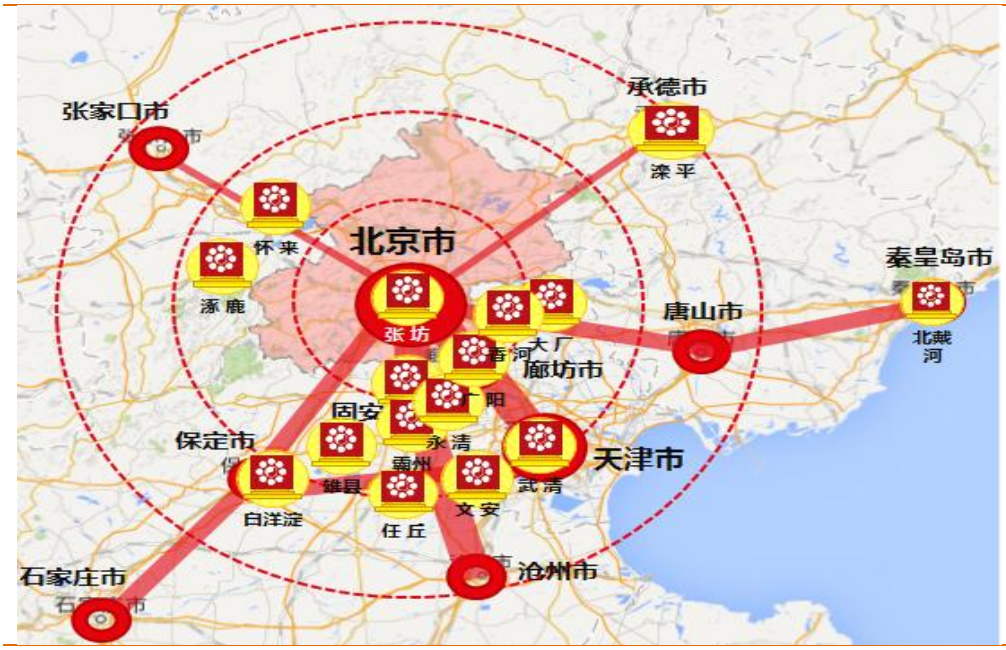
河北省规划 40 多个产业园承接首都产业转移，对省内主要城市进行规划定位，如：廊坊、沧州为京津冀城市群重要节点，发挥“京津走廊”区位优势；保定承接首都行政等功能疏解。

资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部整理

2. 华夏幸福卡位京津冀锁定优质资源，畅享风口红利

华夏幸福已在固安、大厂等地深耕多年，重仓布局垄断海量优质资源，在京津冀协同发展大格局下迎来腾飞的历史契机。根据我们初步统计，公司当前全国范围内受托开发的园区面积约 2400 平方公里，其中环北京就有近 2000 平方公里，主要区域契合京津冀发展规划，当之无愧为京津冀一体化最受益标的。

图 2 华夏幸福环北京产业园区布局享区位优势，重仓的东部和南部最为受益



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部整理

表 2 华夏幸福受托开发园区近 2400 平方公里，环北京近 2000 平方公里

区域	序号	项目名称	城市	协议年份	委托期限（年）	委托面积（km²）
京南区域	1	固安工业园区	河北廊坊	2002	50	60.0
	2	固安新兴产业示范区注 2	河北廊坊	2012	50	48.6
	3	固安农业产业化示范区	河北廊坊	2014	50	6.7
	4	固安五彩京南温泉小镇		2014	50	3.9
	5	固安马庄区域和牛驼区域	河北廊坊	2015	50	64.3
	6	文安园区	河北廊坊	2011&14	30	24.2
	7	廊坊广阳园区	河北廊坊	2011		15.0
	8	廊坊市永清县约定区域合作协议	河北廊坊	2013	20	18.0
	9	北京市房山区张坊镇	北京	2014&15	30	119.0
	10	河北省霸州市约定区域	河北霸州	2014&15	50	124.0
	11	河北省任丘市约定区域	河北沧州	2014	50	240.0
	12	河北任丘华油智慧新城	河北沧州	2015		8.8
	13	白洋淀科技城项目	河北保定	2014	50	300.0
	14	河北保定市省雄县约定区域	河北保定	2015	50	181.2
	15	霸州市约定区域	河北霸州	2013	18	20.0

京东区域	16	香河县安平镇及周边区域	河北廊坊	2009&15	50	38.0
	17	香河县约定区域（潮白河附近）	河北廊坊	2013	30	41.0
	18	大厂潮白河工业园	河北廊坊	2007	50	70.0
	19	大厂新兴产业示范区	河北廊坊	2011	50	13.2
京津冀其他区域	20	昌黎工业园区	河北秦皇岛	2011		15.0
	21	怀来生态新城	河北张家口	2010	50	121.7
	22	河北省涿鹿县约定区域	河北张家口	2014	50	247.0
	23	滦平金山岭园区	河北承德	2011	50	225.0
京津冀区域合计						**1982.6**
长三角	24	上海市金山区枫泾镇约定区域	上海	2015		91.7
	25	无锡市南长区	江苏无锡	2012	15	3.5
	26	镇江京口区大禹山创意新社区项目	江苏镇江	2012	15	2.5
	27	嘉善县委托区域	浙江嘉兴	2013	18	12.0
	28	南京市溧水区约定区域	江苏南京	2014&15		8.9
	29	安徽省滁州市来安县约定区域	安徽滁州	2015		180.0
长三角区域合计						**298.6**
其他区域	30	沈北蒲河智慧产业园区	辽宁沈阳	2011	20	5.0
	31	沈阳于洪平罗新城	辽宁沈阳	2011		13.0
	32	沈阳市苏家屯商务城	辽宁沈阳	2012	30	34.9
	33	沈阳市铁西区约定区域	辽宁沈阳	2015		31.7
	34	湖北省葛店经济技术开发区	湖北鄂州	2014		18.0
	35	四川省眉山市仁寿县约定区域	四川眉山	2015		50.0
其他区域合计						**152.6**
总计						**2433.9**

注 1 :该统计资料来源为公司历年公告及公司早年开发项目(无对应公告)的现有介绍资料，因而可能不够精确，且部分项目会在实际测量及后续协议中发生变化，该统计表暂未具体区分。

注 2：表中第二项固安新兴产业示范区规划范围与公司原固安工业区范围在地理位置上产生了部分重合，重合面积约 21.86 平方公里，在合计数中已剔除。

资料来源： 公司公告、网络资料、中国中投证券研究总部

特别是政策在顶层设计完成进入具体实施阶段后，环首都新城建设将大大提速，重点区域跨越式发展为公司园区建设提供长久的持续推力。如：**京东区域**，北京市政府即将东迁通州、筹划多年的环球影城终于落定，将于近期开工；**京南区域**，规划占地 220 平方公里、人口约 100 万人有"中国民航史上最大工程"的首都新机场已经于去年底开工建设，公司在固安、永清、广阳受托开发面积总共达 120 平方公里，与临空经济区“一主两副”结构完全吻合，实现全面参与首都新机场临空经济区开发建设。**我们以典型的京东区域为例，一窥公司在大发展机遇面前的大有可为。**

北京市政府东迁通州、行政副中心地位确立后，通州楼市一段时间成为市场追逐的热点，特别是通州“限购令”升级后，在通州辐射影响下的燕郊、大厂、香河因房价相对较低且不限购，吸引了自住者和投资客的关注。

与此同时，近期媒体报道筹划多年的环球影城项目已完成法律文件签署，按计划于

10 月正式开工。环球影城落址梨园镇区域，一期工程计划 2019 年竣工开园，官方数据显示项目总投资额约 500 亿元，其中核心区约 215 亿元。当年迪斯尼项目获批后，上海项目周边房价迅速大批上涨，如此大规模投资，其带来的就业、人口集聚及未来观光旅游等后续产业发展，对当地经济有极大的拉动作用，对房地产市场的提振将更为明显。

华夏幸福在通州外围的大厂、香河拥有逾 160 平方公里委托开发面积，开发价值极为凸显：

- ✓ **基础设施改善**——周边市政设施、交通路网、环境绿化等配套设施将加快建设和完善，连接北京核心区与通州周边区域尤其是大厂、香河等紧邻区域的快速轨交系统将加速建成。
- ✓ **产业发展——“产业”是公司园区开发建设的核心，通州城市副中心地位和发展高端文化旅游产业的定位，将加快促进北京文化旅游产业向东部集聚发展并辐射大厂、香河区域，助力为该地区相关产业园的形成与发展。**通州打造为北京文化旅游和科技创新中心，将带动辐射区域一系列上下游产业加速集聚和发展。华夏幸福在大厂潮白河的工业园区已经升级为省级产业聚集区，以智能装备、新型节能、能源装备三大基础产业为主导，同时推进专用车及零部件、**影视创意、数字出版、检验认证四大产业。公司与北京电影学院合作打造“北京东部影视产业集群”也在此**，正顺应了这种产业发展趋势。
- ✓ **消费升级**——通州新城规划人口达 100 万，而文化旅游会带来的大量的观光人口，为当地带来更多就业机会，当北京市政府将来迁往通州后，除了大量相关工作人员的迁移，同时会吸引北京乃至整个首都经济圈的人口和产业流入，形成人口集聚，有利于带动区域内消费和投资水平的提高，进而拉升房价水平。
- ✓ **住宅销售优势明显**——由于通州本地房屋供应有限、价格高且当前受到严格“限购令”的限制，相对而言公司在大厂、香河园区则不受这些限制。通州核心区房屋均价已超 30000 元/平米且上涨之势不减，公司在大厂潮白河区域的孔雀城系列房屋（距离通州核心区仅 10 公里左右）、在香河区域的大运河孔雀城房屋（距通州市中心 20km-30km）销售均价仅为通州地区的 1/3 左右。

从效果比较直观的房屋销售情况来看：公司 7-9 月销售情况简报表明，2015 年 1-9 月公司在大厂和香河区域累计销售房屋面积达 186 万方（同比+39%），而传统主力区域固安的销售面积为 149 万方（同比-3%），**大厂、香河首次大幅超越后者**。两者合计占到公司前三季度销售面积的 72%，业绩突出。**根据我们逐项目的对比，大厂区域同一项目的销售均价在 2015 年 6 月比 2014 年底大多有一定涨幅，虽然不排除还有朝向、户型、装修品质等其他因素造成了这种上涨，但受通州地区需求外溢影响，项目去化加快、房屋价值提升逐步体现。**

公司在此区域现有开发项目的可售货值逾 250 亿，可扩增土地储备十分富足。根据公司 2015 半年报数据，当前在开发项目中可供出售的建面近 260 万方，保守预计货值近 255 亿；该地区房地产项目储备中拟发展作销售房屋规划建面有 179 万方，拟发

展作为出租物业的房屋规划建面 55 万方。**公司独特的园区开发模式，使得其无需大量的土地储备，而是可根据需要加速土地一级整理从而将之纳入二级项目开发，隐性土地资源储备极其丰富，通州副中心的建设将加速其价值释放值。**

图 3　华夏幸福大通州附近 160 平方公里受托开发区域位置示意图

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部整理

表 3　公司在大厂和香河区域在建项目的可售货值有近 255 亿

	占地面积（万平）	规划建筑面积（万平）	15H 在建的楼面面积（万平）	截至 15H 累计已售/预售面积（万平）	总可售建面（万平）	均价假设（万元/平米）	货值储备（亿元）
大厂	310.8	669.1	289.2	454.0	215.1	1.0	215.1
香河	57.6	115.7	71.2	71.2	44.5	0.9	40.1
合计	**368.4**	**784.8**	**360.4**	**525.2**	**259.6**		**255.2**

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部 注：公司半年报中累计已售面积不包括已已售完楼盘。

表 4　公司在大通州区域的二级开发项目土地储备（万平，15 年中报）

	持有土地面积	持有房屋规划面积	拟发展作销售土地面积	拟发展作销售房屋规划面积	拟发展作出租土地面积	拟发展作出租房屋规划面积
大厂	103.0	217.2	80.9	171.1	22.1	46.1
香河	13.6	17.5	6.0	8.3	7.7	9.2
合计	116.6	234.7	87.0	179.4	29.8	55.3

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 5　公司 15 年在大厂区域的项目销售价格较 2014 年明显上涨

项目名称	2015 年中报		2014 年年报			2014 年中报	
	期内已售或已预售楼面面积(㎡)	平均售价元/㎡	期内已售或预售面积(㎡)	平均售价元/㎡	2015H 比 2014 销售均价涨幅	期内已售或已预售面积(㎡)	平均售价元/㎡
潮白河孔雀城 1.3 期	330	13,745	13,087	8,928	**54.0%**	13,087	8,928
潮白河孔雀城 3-4 期	100	13,061	—	9,396	**39.0%**	—	9,396
潮白河孔雀城 5.2 期(英国宫 7 期)	(281)	9,988	81,817	8,066	**23.8%**	81,817	8,066
潮白河孔雀城 6-7 期	1,466	9,963	55,320	8,366	**19.1%**	55,320	8,366

潮白河孔雀城 8 期（辛庄 200 亩）	508	14,132	1,888	13,072	**8.1%**	1,888	13,072
潮白河孔雀英国宫（含大卫城项目）	7,266	11,608	90,254	9,019	**28.7%**	90,254	9,019
潮白河孔雀英国宫 4 期	(330)	9,586	109,993	8,883	**7.9%**	109,993	8,883
潮白河孔雀英国宫 6 期	183	7,571	3,072	8,877	-14.7%	3,072	8,877
潮白河孔雀庄园 1 期	790	12,456	605	10,397	**19.8%**	605	10,397
孔雀郡 1 期（田各庄 D+C）	244,382	9,200	—	—		—	—
孔雀城英国宫 8.1 期	28,702	7,338	73,824	8,127	-9.7%	73,824	8,313
孔雀城英国宫 9 期	30,763	6,489	122,187	6,761	-4.0%	122,187	6,765
孔雀城英国宫 10 期	14,900	8,359	219,245	7,482	**11.7%**	219,245	6,839
孔雀城英国宫 8.2 期	31,779	6,112		6,174	-1.0%		
孔雀城英国宫 11 期	19,439	5,789		5,750	**0.7%**		

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部　注：销售价格可能受产品定位、户型、朝向等多种因素影响，此处价格上涨可能不绝对是需求的影响。

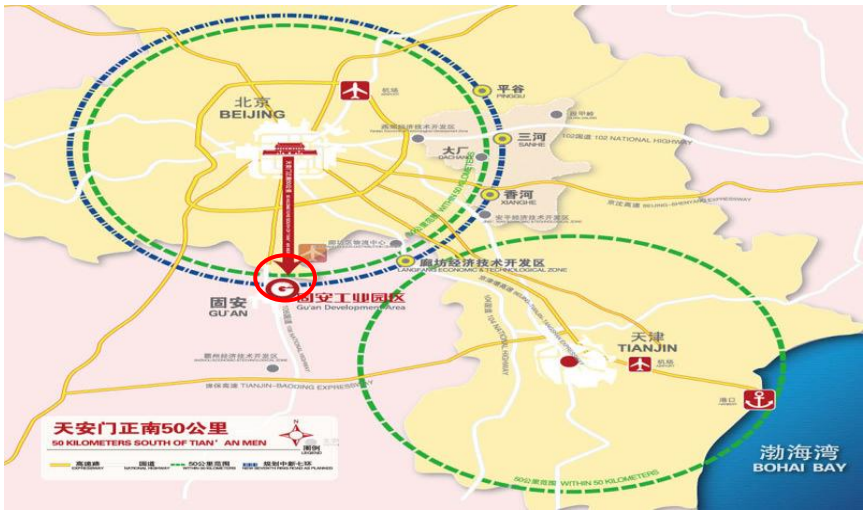
二、独树一帜的高壁垒产城模式，业务结构升级推升估值

1. 从 0 到 1 的产业新城: 固安—从贫困县到“京南第一县”

固安工业园区是华夏幸福最早承接的整体开发项目，自 2002 年起与当地政府签署排他性特许经营协议进行园区的整体开发。**政企合作双赢之局凸显**：10 余年间，将固安工业园区打造成国内产业新城建设的典范，固安县的财政收入翻了近 20 倍，被誉为“京南第一线”;华夏幸福也从偏居一隅的地方小企业一跃成为产业新城模式的领军者。PPP 模式受国务院通报表扬、在发改委示范案例项目库中华夏幸福固安工业园区项目是首批入库的唯一产业新城项目，公司的开发经验和能力深为政府所认可。

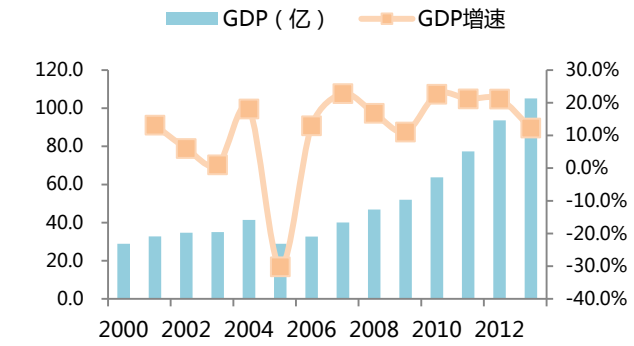
固安产业新城位于北京天安门正南 50 公里，地处大北京核心位置。在 10 多年前，固安是一个典型的农业县，2002 年全县年财政收入仅 6000 万，位列廊坊市十个县中倒数第二。自此年引入华夏幸福这一市场力量，拉开了固安快速发展的序幕。到 2013 年全县财政收入接近 18 亿，居全省县级第五位，11 年来 GDP、财政收入复合增速分别高达 172%、168%。在 15 年社科院发布的榜单中位列全国县域经济创新力 50 强第三、最具发展潜力百强县（市）榜十强。可见，政府在与公司的合作中取得极大效益。

图 4　固安工业园区位于天安门正南 50 公里，区位具备京津“1 小时工业区”优势



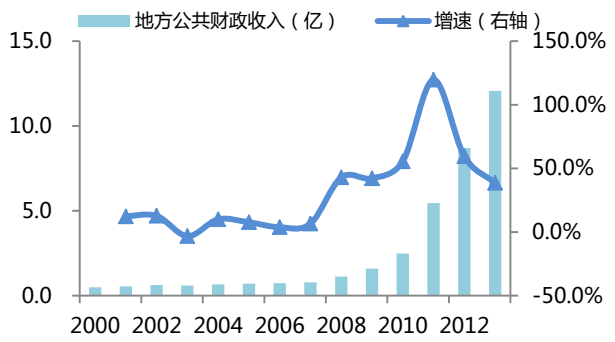
资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部整理

图 5　固安 GDP



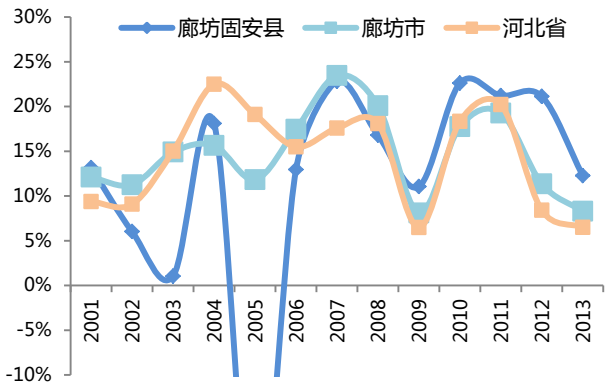
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6　固安县公共财政收入



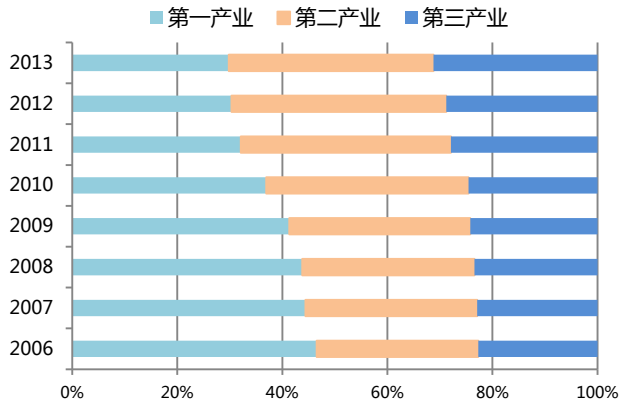
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7　06 年后固安 GDP 增速赶超全省和廊坊市



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8　固安 GDP 中第一比重自 06 年持续下降

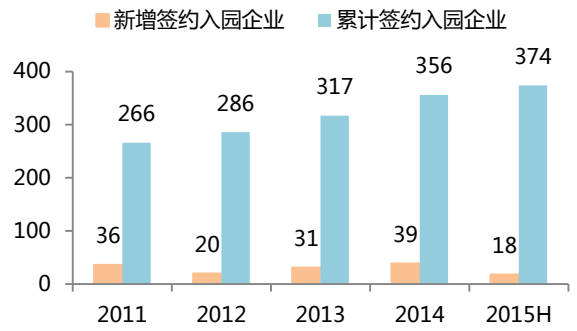


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

根据历年公告数据统计，截至 2015 年 6 月，固安产业新城累计引入企业超过 350 家，项目签约投资额超千亿元，在产业发展方面将形成电子信息、汽车零部件、高端装备制造、航天产业、生物医药、节能环保、现代服务、临空经济八大产业集群。当前已经形成卫星导航产业园、航天产业园、肽谷生物医药产业园、电子商务产业园等多个具有明确属性的特色产业园区。

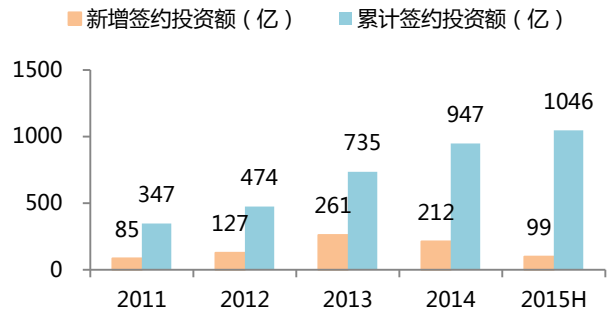
公司在固安地区的投入也获得了丰厚的回报。截至 2014 年底，现有开发项目中在固安区域累计已售或已预售楼面面积已达 547 万方（不包含已经售完的楼盘，因此实际售出面积会更大）;仅 2014 年销售面积 218 万方 ,2015 上半年销售面积 122 万方，均占同期公司全部配套住宅销售面积的 46%。11-14 年公司从固安工业园区财政分局收到的营业收入累计 95.6 亿，年均收入占全部营业收入的 14%左右。

图 9　11-14 年固安新增及累计签约入园企业数



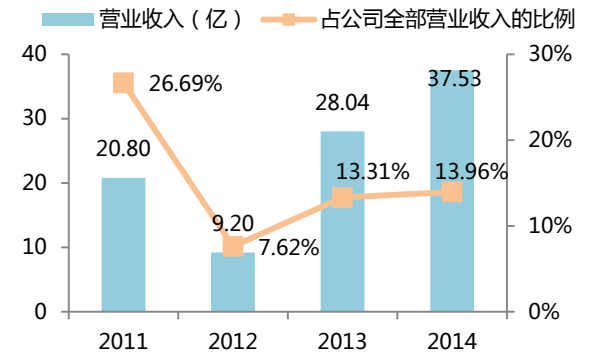
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 11-14 年固安工业区新增及累计签约投资额



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11　11-14 年来自固安区域的营业收入



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 6　华夏幸福固安特色产业园区例举

产业园	简介
固安卫星导航产业园	中国航天科技集团 12 所、14 所、18 所入驻，重点发展以智能控制系统、物联网智能应用设备、一体化卫星终端、卫星专网服务等为主体的航天技术配套产业。未来更将涉足信息安全、物联网技术、装备制造等诸多航天技术应用与民用化领域。目前已引进 7 家卫星导航领域核心企业，项目全部建成后可入驻企业 100 家，实现年销售收入 60 亿元。
固安航天产业	大力发展航天技术配套产业、航天技术应用产业以及综合配套产业。已引入中国航天科技集团、中国航天

园	科工集团两大航天科技研发龙头，聚集了一批以航天技术民用化、航天技术配套为方向的行业知名企业，将成为推进航天产业军民融合、科技成果转化的重要战略高地，打造成中国顶级的航天技术应用产业基地。
固安肽谷生物医药产业园	以单克隆抗体与治疗性疫苗为特色产业，以生物诊断试剂、多肽和蛋白质类药物、高端医疗器械为支柱产业的产业体系，未来将建设成一流的生物医药转化医学基地。目前，已有博雅干细胞、德益阳光生物技术等 20 余家企业签约入驻园区。同时，华夏幸福在美国设立孵化器，与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）达成战略合作，实现从中国制造转变为中国创造。
固安电子商务产业园	2014 年和京东集团达成战略合作协议，建设专业化电商综合产业园，构建智慧电商物流网络和新生态体系。目前已成功实现京东华北订单处理中心项目签约落地，未来将建设综合性区域中心。 力争 3 年内打造出交易额过百亿、有一定影响力的大型电子商务示范园区，推动 2-3 家电子商务企业上市。
清华大学重大项目中试孵化产业园	重点打造“四位一体”的产学研合作平台，通过清华示范，带动更多的高校和科研院所积极参，形成高层次人才、科技成果和资本的聚集高地，积极培育战略性新兴产业，辐射带动区域经济社会的科学发展。 5 年内预计建成 10-20 个应用研究机构，形成 500-1000 人的研发队伍，争取研发中试经费 15-20 亿元，可转移科技成果 150 项，其中 30 个左右进入孵化，可为地方带来约 50-100 亿的新增绿色 GDP。
其他特色园区（例举）	如：固安科研产业园、固安环保产业园、固安移动通信设备产业园、固安新材料产业园、固安新型显示产业园、固安汽车零部件产业园、固安电气装备产业园、固安轨道交通产业园……

资料来源：公司公告、公司官网、中国中投证券研究总部

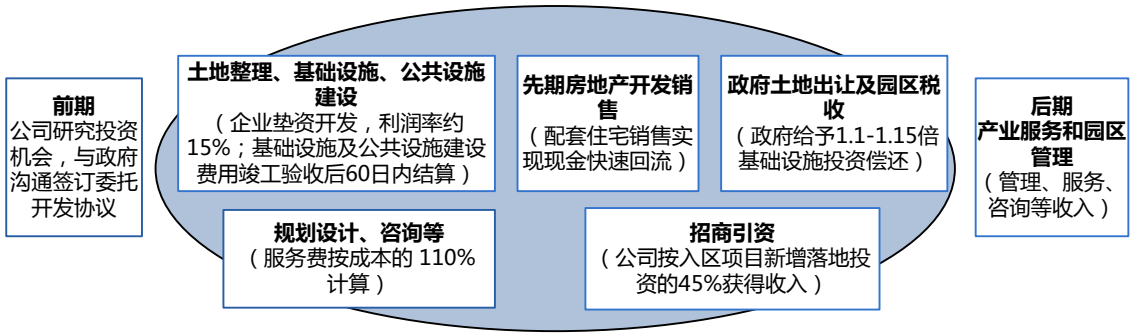
2. 从 1 到 10：独特的高壁垒产城模式，从固安走向全国

所谓“产业新城”建设，强调以产促城、产城融合，形成了独特的华夏幸福式园区开发模式，是当前热推的 PPP 模式（即 Public—Private—Partnership）的标杆，即政企合作，**政府将开发的权利（主要的经济职能）委托给公司，由华夏幸福在政府规划框架内代为掌握开发节奏，形成一体化的园区开发招商运营模式，覆盖区域规划、产业定位、区域建设、品牌推广、招商引资、投资服务、区域维护等多种业务形态**。委托管理期满之后再转由政府相关部门经营和管理。

这种方式的特点在于，园区以政府名义立项以后，先由企业代为垫资进行土地整理和基础设施、公共设施建设，为政府分担资金压力，政府可根据工程建设进度分期结算建设费用，公司则从开发建设和后期运营管理中获得相应收益。**这种共赢的合作，充分利用市场化的企业开发成本优势和专业素养，避免了政府先期资金的巨额支出和建设经验不足，满足了地方政府在经济和城市建设中的政绩需求及企业通过良好的政企关系追求多元盈利的增长需要。**

前期公司进行土地整理、公共设施建设及产业规划、咨询、物业管理及配套住宅开发等，需要公司资金的沉淀。为此，**公司采用分期滚动开发模式，先完成部分区域开发，并从园区配套住宅销售、政府结算回款等获得资金的快速回流**。2-3 年后部分园区开始有企业入驻，政府收入开辟了土地出让之外的税收来源，产业投资落地再为公司提供高利润的回报，从而完成资金链循环。事实上，**公司在新园区拓展中，前期的土地整理成本在 1-3 亿/平方公里，3-5 亿即可启动项目，无需一次性投入过多资金。相当于公司较低成本获取 20-50 年园区土地的专属委托开发权，并能够参与到后期各个盈利环节，而且利润水平相对较高**：园区基础设施和土地开发约 15%的利润率，高于当前土地一级开发平均 8%-12%的利润率；而产业发展则可获得落地投资额的 45%作为回报。

图 12　华夏幸福开发基本模式和收益示意图



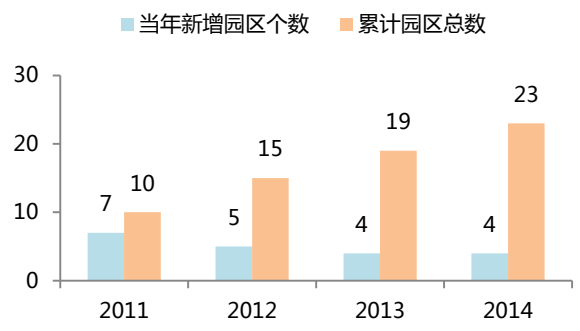
资料来源：中国中投证券研究总部整理

公司由固安起步，探索积累了这种“园区+产业”模式的开发经验和人才团队，其成功充分彰显了公司的能力，为之“滚雪球”式的全国扩张打下基础。而今，已投资运作或处于起步阶段的园区遍及环渤海、环上海、成渝等地，着眼于新城镇化下重大国策导向，加速产业升级转移和产业集群培育。

公司 14 年报披露已完成了 52 个具有明确行业属性产业园的谋划和布局，如固安航天产业基地、生物医药孵化基地等。公司计划根据每个园区自身的特点、优势，打造产业属性明确的产业园，即在园区载体上形成产业集聚的园中园，公司计划到 16 年要完成 200 个产业园的规划。

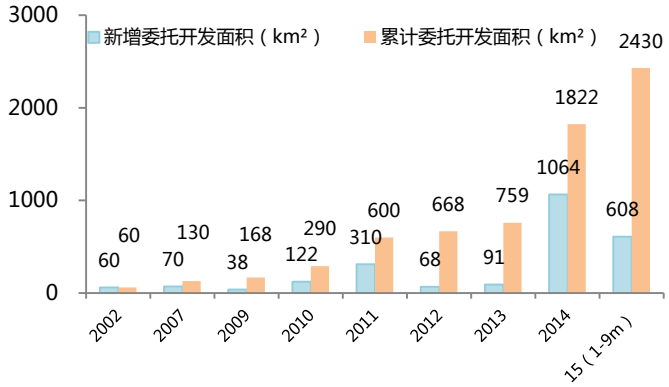
凭借良好的政府关系、强大的招商团队、一流的产业策划能力和广泛的合作伙伴关系，华夏幸福已经成为全国乃至全球产业新城建设的领军者，**这种市场化的垄断优势也难以为对手所复制，随项目增多、口碑增强、产业发展服务纵深，公司业务发展愈发成熟和完善，规模和业绩有望跨越式发展。**

图 13　截至 14 年底累计开发园区达 23 个



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 14　华夏幸福各年新增签约委托开发面积



资料来源：公司公告、网络资料、中国中投证券研究总部整理
注：部分园区项目可能发生约定面积变化，此处未做具体区分。

当然，公司业绩的可持续增长离不开新增长极的开辟，未来估值提升，需要京津冀区域之外产城开发成功的检验。

以环上海园区为例。公司京津冀之外首选长江经济带环上海区域的投资洼地。当前，公司已经在上海枫泾镇、浙江嘉善、江苏的南京、镇江、无锡和安徽滁州拥有受托开发土地面积近 300 平方公里，打造系列新兴产业和旅游休闲新城。**我们认为，长三角区域城市群经济基础和交通条件较环北京的河北地区要更好，上海、南京、杭州等大城市辐射能力也更强，从而公司在这些区域开发的进展可能会更快，也更有助于产业集群的快速形成，公司在该区域产业园区建设收益将更快体现。**从 12-13 年进入该区域开始，到 15 上半年公司在无锡和嘉善已累计售出房屋 25.0 和 19.0 万方，嘉善和无锡成为 15 上半年环北京之外的主要收入来源，占全部营业收入的 10%左右。

表 7　华夏幸福环上海特色产业园例举及区域定位

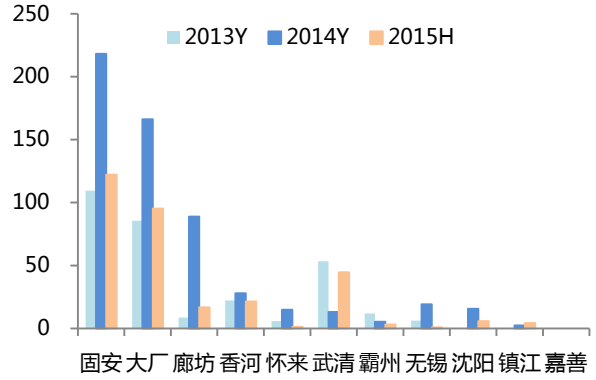
产业园	简介
嘉善电子商务产业园	嘉善高铁新城产业核心区启动项目，20 分钟可到上海虹桥。以电子商务产业为主导，打造中国电商之都。其一期产业园包括：电商平台产业园、中小电商平台产业园、电商配套服务产业园、传统电商总部产业园，各种商业及生活配套，并构建创新工坊中心、电商人才中心、云商示范中心三大平台。
无锡传感设备产业园	位于无锡南长核心区域，占地约 44 亩。项目将建设超 5 万平方米的研产办一体化楼宇，以高端制造为基础，打造智慧终端产业链，着重发展智能移动终端、传感器、射频识别设备、智能仪表仪器等。
枫泾区域	定位为科技田园小镇、创意生活原乡，以生态为底板，人文为特色，整合全域资源，通过引擎带动和平台设计，实现资源间更好联动，打造产城融合、可持续发展的魅力小镇。
镇江园区	以生态为先导，打造产业高端、宜居宜业的生态型城市产业综合体。
嘉善区域	打造“全球创新城市、宜游魅力水乡”为发展愿景，以“电商新都会、月色新西塘”为城市定位。
无锡区域	无锡南长滨河新城以打造“新苏南创新示范、智慧城市新中心”为发展愿景，以“城市复兴与产业升级融合实践区”为城市定位。

资料来源：公司公告、公司官网、中国中投证券研究总部

图 15　华夏幸福上海-南京区域受托开发土地近 300 平方公里

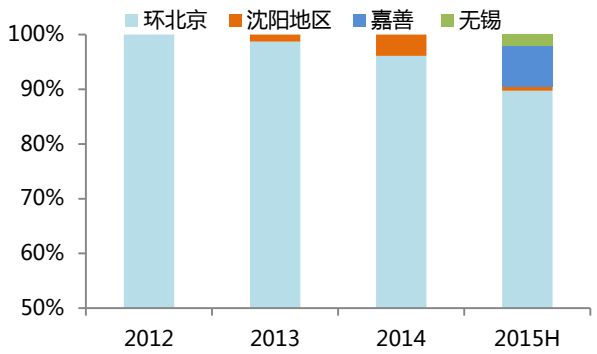
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部整理

图 16 环北京之外区域园区配套住宅销售面积逐年增加



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 17 主营业务收入中环北京之外的区域占比逐渐提升



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 创新、合作推动业务升级，产业孵化育新增长极

产业是华夏幸福园区开发模式的核心，也是未来最有增长前景的业务。公司将产业发展促进具化为创新孵化和产业联盟两个抓手。

创新孵化，是指公司通过打造孵化器帮助新兴产业的成长。孵化的对象主要为国内外核心高新技术，将未来产业成长与园区发展对接起来，以华夏幸福的资本、人才、管理机制和整合能力，加速企业项目落地，带动园区投资增长，加快园区项目形态，由此拓展了**分享增量产业价值的渠道，而不仅仅受益于存量产业的转移。**孵化器的布局将放眼全球，国外已在美国硅谷建设孵化器，国内已有的成果案例是固安肽谷生物医药孵化港，吸引了 20 余家相关企业聚集。

产业联盟，是公司创新产业服务手段，与多行业、企业和研究机构进行合作。合作对象主要分为两类：一是京东、航天科技等行业龙头，组建创新发展产业联盟，利用各自优势共建产业生态圈，共同培育新技术、新产业、新业态、新模式；二是清华大学等高校院所的“产学研”合作模式，搭建科技成果孵化转化平台，加速成果对接转化。

公司除了自身资本干预，也携手太库科技——一家专注于孵化器运营管理和科技创业企业培育的专业机构——双方合作打造创新孵化体系，培育“孵化-产业化-产业服务”的价值链条。双方将在共建产业创新模式、孵化器运营、B2B 创新服务能力建设以及具体产业化项目落地等方面加强合作，今年内委托给太库的经营孵化器项目共计 10 个，位于北京、上海、深圳、硅谷、以色列、韩国、德国、河北等地，具体产业落地数目未来三年内应分别不低于 3 个、6 个、10 个。

公司在以小资本撬动大投资落地园区的同时，不排除自身会直接参与成立新的产业子公司，这些孵化项目最终投资落地产业新城内反哺公司，从而形成良性的循环。公司的受益主要有三个方面：一是产业落地投资，公司获得政府固定资产投资 45%的产业发展服务返款；二是参投公司成长带来的收益，因投资孵化的项目都是新兴高科技产业，成长将极为迅速，从新三板和创业板的表现来看，市场给予这类企业的估值也十分看好，有望成为公司估值提升的增长极；三是由此带来的人员居住、办公、商业娱乐消费需求，

公司纵深服务扩大收入来源。

在国家鼓励创新驱动、转型发展、建立创新型国家的大环境下，“大众创业、万众创新”的“创客”文化兴起，孵化器作为以促进科技成果转化、培养高新技术企业和企业家为宗旨的科技创业服务载体必然大有所为。华夏幸福打造“全球技术—华夏加速—中国创造”的独特发展模式，从地产开发商转变为产业发展服务商，通过创新、合作推动服务升级，开拓更加广阔的盈利空间，打开估值提升的通道。

表 8　公司 15 年以来与多家机构进行合作打造产业园区

时间	合作方	合作内容
15-1-05	清华大学	科技交流、人才培养。建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”。
15-1-14	京东	打造专业化“电商综合产业园”。
15-3-25	怀来政府、中国空间技术研究院	中国空间技术研究院拟在河北省怀来新兴产业示范区投资 80 亿元进行怀来航天产业基地项目的建设。
15-3-26	中科金财、廊坊银行	在互联网金融产业园开发、互联网金融产业园区建设、互联网银行、产业链融资、供应链融资、产业园区企业相关金融电子商务服务等领域合作。
15-5-04	**太库科技**	共建产业创新发展模式、孵化器运营、B2B 创新服务能力建设以及具体产业化项目落地等方面展开合作。
15-6-26	中国卫通集团	开展卫星地面站建设、卫星通信服务、卫星通信应用服务等方面的合作。
15-7-15	北京电影学院	在大厂潮白河经济开发区共同打造“北京东部影视产业集群”。
15-8-26	任丘市政府、华北石油管理局	打造华油智慧新城。
15-10-09	北京北方车辆集团	合作打造北方车辆汽车产业园总，占地面积约 1,000 亩。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、锁定 3 年业绩，产业发展服务提升利润，安全边际高

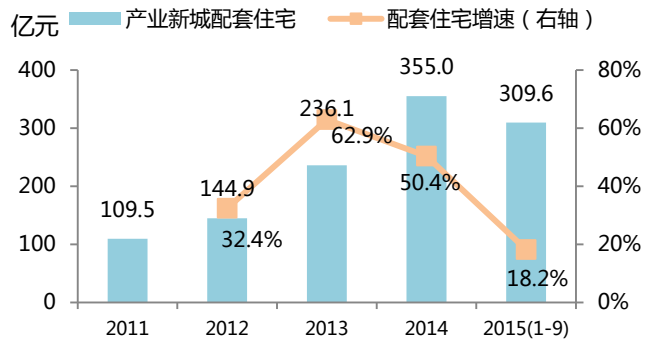
1. 产业发展和园区住宅销售相互促进，住宅地产规模发展

在房地产行业进入“白银时代”房企普遍增速放缓的背景下，公司地产规模却能实现迅速扩张，在 2015 年中期销售金额历史性首次进入全国房企销售金额前十强，在克尔瑞发布的前三季度房企销售排行榜上仍继续持续保持。1-9 月份公司已完成整体销售额 449 亿元(同比+20%)，其中配套住宅销售 310 亿元（同比+18%）、城市地产 69 亿元（同比+35%），高于行业平均增速。公司历年销售情况显示，4 季度，预计全年目标销售 615 亿元（+20%）有望超额完成。

公司地产销售业务表现超越市场周期，其优势有很多，主要有：1）公司进入业务的快速扩张期，多个园区的配套住宅同时进入销售期，城市地产项目拓展力度也有所增强。2）不同于一般房企开发项目区位的选择，公司配套住宅的优势在于住宅产品是随产业园区建设共同发展的，通过招商引资，吸引人口和产业集聚，从而增加居住和商用物业需求，园区产业和地产形成良性互动；3）公司项目选址多处于接近北京的价值洼地，长期增值潜力大，在京津冀一体化进程推动下价值凸显。4）受益于其独特的开发模式，华夏幸福与地方政府签署专属协议，获得开发区域长期专属委托开发权，在完成

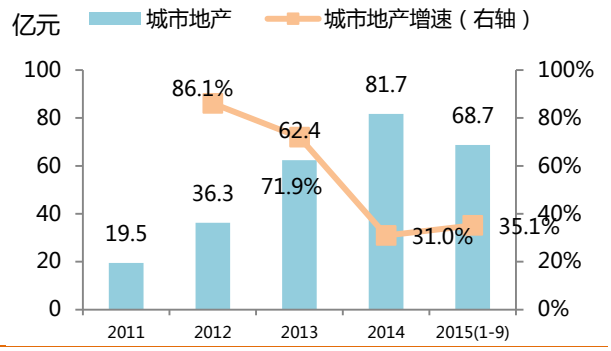
土地整理后，可从政府手中通过招拍挂方式灵活高效获取其中部分土地的开发权利。

图 18　配套住宅销售额稳步增长



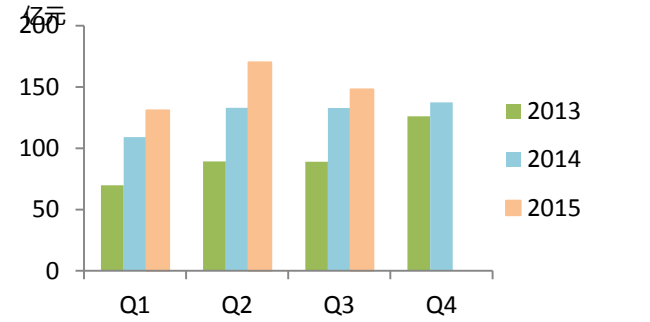
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 19　城市地产开发也扩张较快



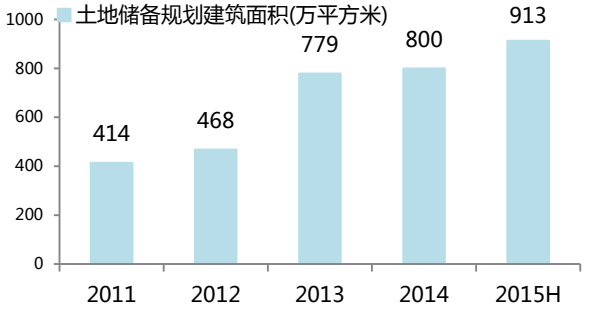
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 20　公司单季度总销售额对比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 21　公司房屋开发土地储备充足



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 9　截至 15 年 6 月底公司可开发房屋规划建面 913 万方，主要在京津冀区域（单位：万平米）

区 域	持有土地面积	持有房屋规划面积	拟发展作销售的土地面积	拟发展作销售的房屋规划面积	拟发展作出租的土地面积	拟发展作出租的房屋规划面积
固安大区	217.3	377.5	177.3	330.3	40.0	47.1
霸州区域	8.9	6.6	8.9	6.6		
永清区域	7.3	14.7	7.3	14.7		
大厂大区	103.0	217.2	80.9	171.1	22.1	46.1
滦平区域	20.9	24.4	20.9	24.4		
文登区域	12.4	12.4	12.4	12.4		
北部新区	0.7	1.8	0.7	1.8		
香河区域	13.6	17.5	6.0	8.3	7.7	9.2
无锡区域	4.1	8.5	4.1	8.5		
镇江区域	5.4	9.1	5.4	9.1		
嘉善区域	33.7	52.2	24.8	34.4	8.9	17.7
苏家屯区域	47.0	67.3	41.1	62.6	5.9	4.7
怀来区域	46.9	88.4	39.2	73.5	7.7	14.9
任丘区域	2.3	1.1			2.3	1.1
丰台片区	3.1	14.1	3.1	14.1		
合计	**526.7**	**912.6**	**432.1**	**771.8**	**94.5**	**140.9**

资料来源：　公司半年报，中国中投证券研究总部

2. 产业发展服务毛利率高达 97%，渐成利润主力

公司住宅开发致力于高周转模式，为公司资金快速回笼提供了可能，**而产业发展服务是公司有别于其他传统地产开发商的独有能力，也助推公司利润的快速增长。**公司当前的营业收入主要来自于产业新城开发与建设以及城市地产开发，其中**产业新城开发与建设又可分为土地整理、基础设施建设、产业发展服务、公用事业服务以及园区住宅配套开发。**2014 年园区住宅配套收入占营业收入的约 60%，产业发展服务收入占比仅 13%，但毛利润占比提升至 36%，仅次于配套住宅的 47%，而在 2015 年中期由于受地产项目结算周期影响，产业发展服务的毛利贡献更是高达 68%。

产业发展服务主要内容为受托工业园区内进行的产业定位、产业规划、城市规划、招商引资、投资服务。目前，公司搭建的是一个平台，为企业提供产业园区的载体环境，以此吸引企业进驻和人口的流入，获利渠道也主要是规划咨询费和产业落地投资后政府的返款。**公司正努力延展创新产业模式为更多企业和人口服务，后续的企业运营等更高阶层的需求上，如物流、金融、人才培训、技术研发等都可称为公司发展的新方向和利润增长点。**

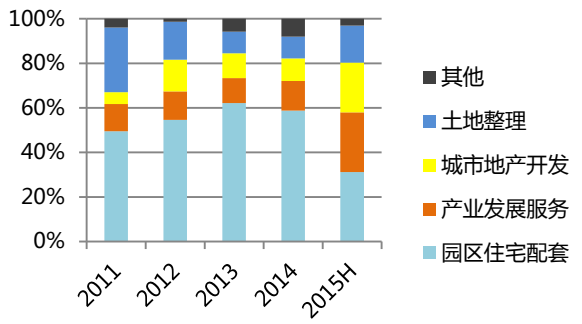
产业发展服务的利润来自与政府结算的落地投资额 45%，近几年新增签约入园企业家数和投资额在稳步增长，14 年当年新增签约投资额 502 亿元，15 年上半年新增签约投资额 253 亿元，累计签约投资额达到 2168 亿元。根据固安的建设经验，**这些签约项目可能在 3-5 年内部分会转化为实际投资落地园区，对应的产业发展服务利润潜在空间很大。**随着京津冀协同发展在政府推动下加速、产业转移将更快落实，同时公司在环上海等区域的全国性布局，规模化复制扩张也将带来招商引资落地的稳定增长。

表 10 公司产业发展服务（招商引资）结算收入预测

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
新增签约投资额 A	130	279	395	502	627.5	784.375	941.25
累计签约投资额 B	490	769	1164	1666	2293.5	3077.875	4019.125
实际落地投资额 C（假设落地投资为近 5 年平均新增签约额的 30%）	21.16	34.36	52.56	79.29	*116.01*	*155.27*	*195.01*
政府返款占落地投资比例（D/C)	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
产业发展结算收入 D	9.52	15.46	23.65	35.68	52.20	69.87	87.75
毛利率		95.6%	97.5%	96.9%	97.0%	97.0%	97.0%
毛利润（D*96%，假设毛利率为 96%）		14.78	23.07	34.57	50.64	67.78	85.12
YOY							
新增签约投资额 A		*114.6%*	*41.6%*	*27.1%*	*25.0%*	*25.0%*	*20.0%*
产业发展结算收入 D		*62.4%*	*53.0%*	*50.9%*	*46.3%*	*33.8%*	*25.6%*
产业发展毛利润			*56.1%*	*49.8%*	*46.5%*	*33.8%*	*25.6%*

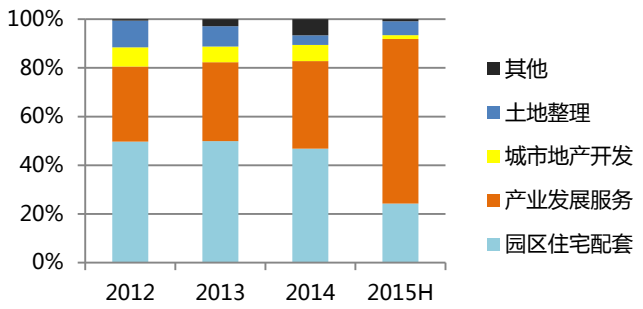
资料来源： 公司年报，中国中投证券研究总部估算 注: 公司公告中未单独披露落地投资额，因而 11-14 年该项由产业发展服务结算收入反推得之（C=D/45%）。

图 22　14 年营业收入中配套住宅占比 59%，产业发展服务占比 13%



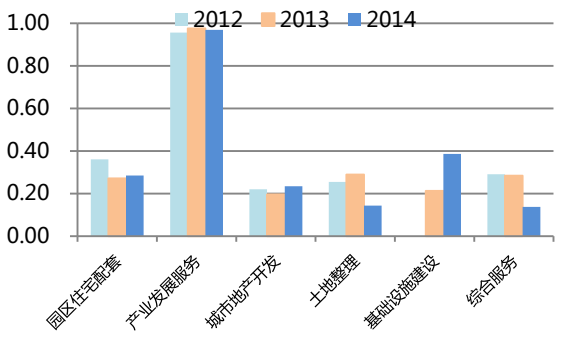
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 23　毛利润中产业发展服务 14 和 15H 占比分别高达 36%、68%



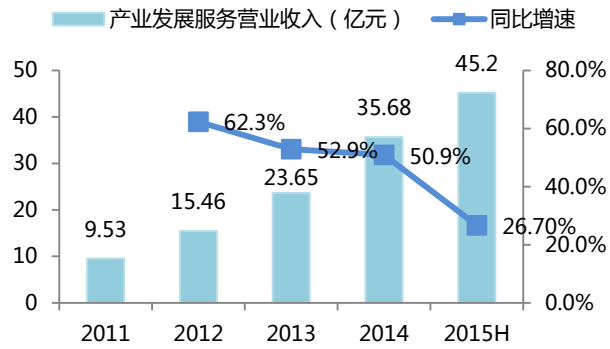
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 24　各业务毛利率与变化



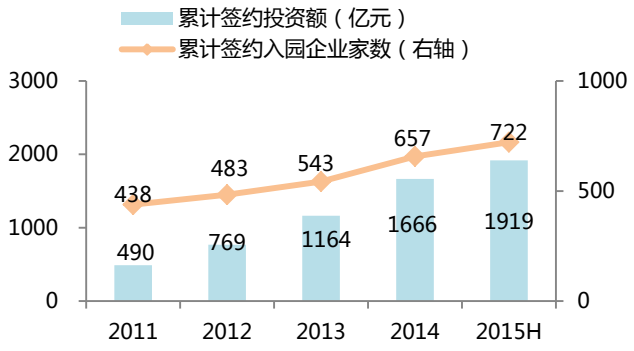
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 25　产业发展服务营收增速 12-14 年超 50%



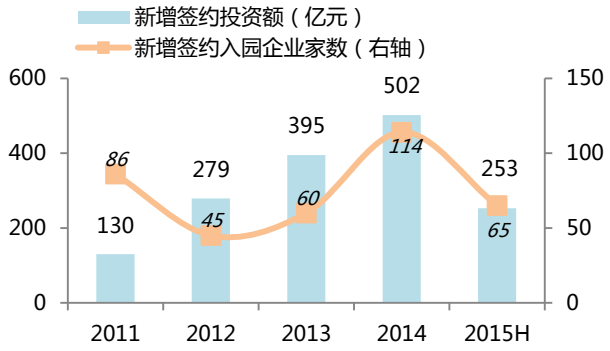
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 26　截至 15 年 6 月底累计签约入园 722 家、签约投资 1919 亿元



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 27　新增签约入园投资额中部分可在 3-5 年内转化为实际投资



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

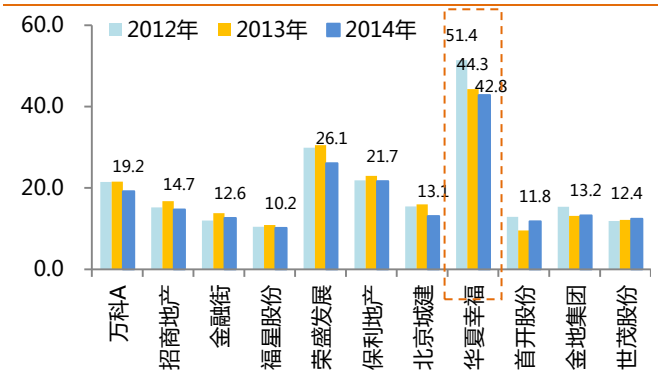
3. 资金成本降低、管理提效助力盈利再提升

华夏幸福的 ROE 水平领先行业，近几年加权 ROE 一直维持在 40%以上，而同期万科、保利等一般低于 20%。这**主要得益公司较高的利润率、杠杆率和相对轻资产**，公司与地方政府签署 20-50 年不等的专属委托开发协议，有一定的排他权，公司也有较大自主权掌握开发的节奏，因而可以**相对轻资产化无需过多囤地。**

近年来公司提升管理水平，以员工持股等方式增强员工激励，使得管理效率也在提升，销售费用、财物费用和管理费用总体呈下降趋势。

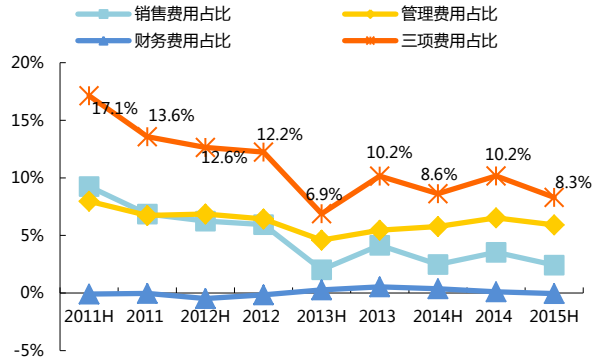
因大规模的业务扩张，公司财务承受一定压力，短债缺口和净负债率上升，但**公司也因此显著受益于行业再融资的放开和央行降息降准。**公司 2014 年融资加权平均利息率为 9.64%，其中银行贷款的平均利息成本 7.22%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 10.43%，最高项目融资成本为 13.9%。公司今年首期非公开发行的 10 亿 3 年期公司债利率 5.99%、第二期发行的 10 亿 4 年期债券利率为 5.58%、第三期发行的 10 亿元 3 年期公司债利率 5.69%，并拟再公开发行 75 亿元（7 年期）和非公开发行 180 亿（10 年期）公司债，利率估计可低至 7%左右。**若全部成功发行，这些债务置换年可节省近 8.6 亿财务费用（简单假设置换 285 亿元债务、融资成本降低 3 个百分点），若以 2014 年 50.6 亿元利润为基底，相当于可提升利润水平 7 个百分点。**同时，公司 70 亿非公开发股计划已获证监会反馈，近期再融资已重启，若顺利完成后能进一步改善公司负债结构，降低财务风险。

图 28　主要地产公司 ROE 水平对比



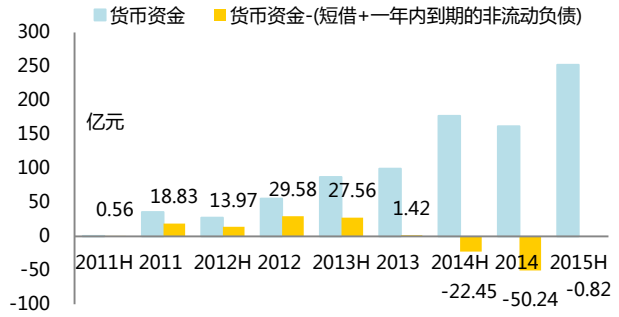
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 29　三费占比情况



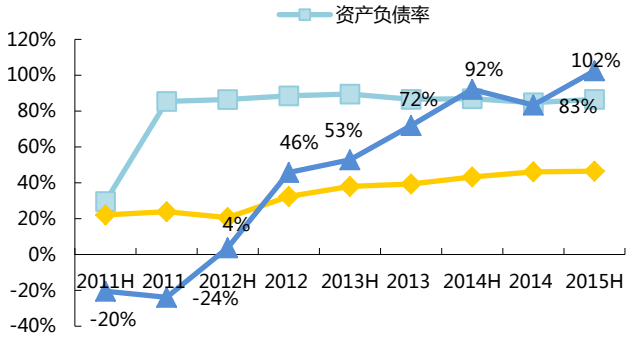
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 30　货币资金和短期负债



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 31　净负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

4. 锁定 3 年业绩，远期超预期可能性大

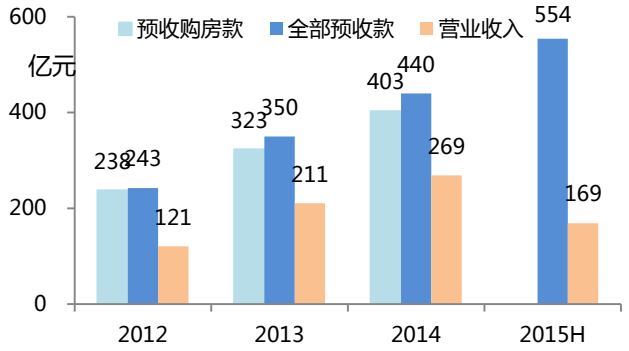
在公司当前主要收入来源中，土地整理、基础设施建设、产业发展服务及公用事业服务按照当期公司与政府结算额确认收入，园区住宅配套开发和城市地产开发以商品房实际交予客户作为收入确认的依据。因此，**驱动业务收入变化的因素主要是政府结算和**

竣工交房。

政府结算方面表现比较稳定，根据双方协议约定，一般在1-1.5年内完成相关结算。公司方面有专门机构跟踪，以确保地方政府每收到一笔土地出让或税收，2-3天之内会有部分支付给公司。**随着园区内企业入驻和产业发展，园区税收增加，当地政府的财政收入更有保障。而且在快速复制扩张中，园区数量倍增、建设进度加快，结算额往往还有较大增幅**，如13年的结算回款比12年增加45.6亿，同比+151%。**通常政府所得收入远大于需支付给公司的金额，所以基本上不存在拖欠坏账行为，而且及时偿还给公司资金，也有助于在滚动开发过程中尽快推进到下一步。**

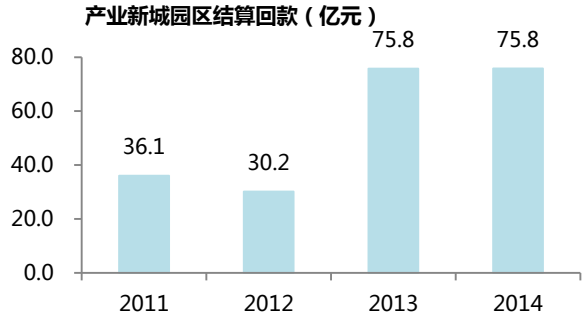
住宅地产部分收入主要来自园区配套住宅的销售，与园区建设的进度息息相关。2015年中期，公司账面预收款550亿，是14年全部营业收入的2倍，锁定未来2-3年结算收入。同时，**因公司项目所在区位是京津冀一体化最受益的价值洼地，房价存潜在上涨的空间和可能，结算收入和利润也将因此有较大的提升空间。**

图 32 高预收购房款锁定未来业绩



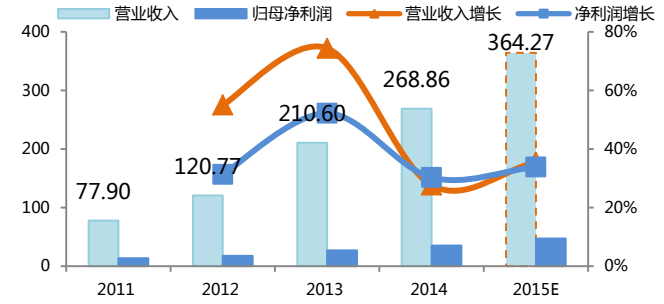
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 33 随项目推进园区结算回款增加



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 34 营收与净利润保持高增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、乘京津冀大风直上青云，业绩与估值有望双赢

1. 盈利预测

预测公司15-17年营业收入363、477、614亿元，同比增速分别为35.0%、31.5%、28.7%，3年复合营收增速31.7%；15-17年净利润49、64、83亿元，

3 年复合净利润增速达 32.9%；15-17 年最新摊薄 EPS1.87、2.41、3.14 元，对应当前股价 PE13、10、8 倍。房地产开发业务 RNAV18.06 元。

盈利预测主要基于以下假设:

1) **公司产业园区建设规模发展，城市地产高速增长。**预测 15-17 年园区配套住宅收入 218.1（+38%）、283.6（+30%）、368.6（+30%）亿元；城市地产开发收入为 41.5（+52%）、62.2（+50%）、80.9（+30%）亿元，城市地产规模扩张较快，13、14 年的销售分别达到 59、75 亿元。这样**预测的依据**是公司近两年的预收购房款、在开发项目建设进度和储备、销售情况，前三季度公司累计住宅结算面积 209 万平米，同比增长 15.6%，按照 8000 元/平米的结算均价，可贡献营收 167 亿元，接近去年全年的水平，结算的高增长有保障。我们预计配套住宅的结算能够保持每年 30%以上的增速；而城市地产目前土地储备充足，且主要位于京津冀等区域，随市场回暖和人口的流入，销售和结算将维持高速增长；**尤其是短期催化将加速地产项目价值释放，如通州限购以后，距通州距离近、价格低且不限购的大厂、香河区域的项目去化加快、价值提升，公司也将顺应趋势加快这些地区的开发，从而为业绩增长赋予更大弹性。**

2）目前公司在全国快速布局扩张，根据城镇化进程稳步推进产城发展，选择重点地域优先发展，把握京津冀一体化的风口，近期将投资建设的重点放在环北京的大厂、固安及环上海嘉善等区域，收入和利润来源也主要来自于这些重点项目。未来将根据京津冀等区域产业和人口的转移的情况，迅速发展相应的区域。

3）产业发展服务主要成本为人力成本，利润率高，正逐渐成为地产业务之外利润的主要来源，且因为公司积极拓展产业发展服务的广度和深度，收入增速在 3-5 年后有望超过纯地产业务。预测 15-17 年产业发展服务营业收入 52.1（+46%）、68.2（+31%）、86.7（+27%）亿元，主要来源是招商落地投资形成的政府返款。

4）公司当前创新业务处于起步阶段，主要收入来源是产业新城开发与建设以及城市地产开发，其中产业新城开发与建设又可分为土地整理、基础设施建设、产业发展服务、公用事业服务以及园区住宅配套开发，我们分各板块对盈利进行预测，具体见下表。

表 11　15-17 年收入分项预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（单位：万元）	**2,688,554**	**3,628,455**	**4,769,816**	**6,138,662**
产品				
园区住宅配套	**1,580,694**	**2,181,358**	**2,835,765**	**3,686,495**
产业发展服务	**356,808**	**520,940**	**682,431**	**866,687**
土地整理	263,205	315,846	379,015	473,769
城市地产开发	**272,975**	**414,922**	**622,383**	**809,098**
综合服务	7,226	8,671	10,405	12,487
其他	8,009	9,611	11,533	13,840
物业管理服务	16,296	19,555	23,466	30,506
基础设施建设	143,229	157,552	204,817	245,781

合计：yoy	*28%*	*35%*	*31%*	*29%*
园区住宅配套：yoy	*21%*	*38%*	*30%*	*30%*
产业发展服务：yoy	*51%*	*46%*	*31%*	*27%*
城市地产开发：yoy	*17%*	*52%*	*50%*	*30%*

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 投资建议

公司拥有近 2500 平方公里的委托开发土地，资源体量无可匹敌，固安产业园的建设也彰显了公司开发模式的优越性和公司深耕精作的能力，其产业新城的独特开发模式已经受到国家级的关注和认可。我们看好公司产城相融带来的巨大发展空间和京津冀一体化等的催化，且长短期公司估值提升亮点不断：

1）公司已通过员工持股计划激励核心团队。本次员工持股计划体现为资产管理计划模式，规模为不超过 3 亿元，激励包括公司董事、高级管理人员及核心岗位员工在内的不超过 300 人。公司高管与核心团队利益与流通股东一致，减少核心团队流失，也体现了公司对市值管理的诉求；

表 12　员工持股计划方案要点（尚未经股东大会审议）

规模	公司员工	运作办法	存续期	股票来源
不超过人民币 3 亿元	不超过 300 人（包括公司董事、高级管理人员及核心岗位员工）	资产管理计划，按照 1:1.5 设立劣后级份额和优先级份额：优先级份额由资产管理计划的管理人依法募集；劣后级份额由参与本次员工持股计划的公司员工全额认购。	24 个月	二级市场购买

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2）公司的配套住宅和城市地产稳步发展，预收款已锁定 3 年业绩，未来仍能保持 30%左右高增长。而且因公司项目区位较好，如大厂、香河、京南等区域的房屋在都有一定的升值潜力，更助力盈利提升。政策不断刺激下行业回暖和环北京区域提速发展使得公司整体业绩增长的安全边际高；

3）产业发展服务带来的利润增长弹性高。近几年新增签约入园企业家数和投资额在稳步增长，这些企业在逐步落实为园区内的实际投资，短期公司可获得政府返还的招商引资奖励，而长期公司可从服务入园企业和人口的办公、物流、电子商务等配套服务中扩大利润来源；

4）站在京津冀一体化的风口，公司前瞻性的重仓布局优势显著，在政府极力支持下，北京人口、产业转移、公共服务外溢等推进或加速，从而园区建设更有推力，如白洋淀高新技术区加速开发，到 2016 年规划完成 200 个产业园，公司业绩有望超预期增长；

5）短期来看，大规模债券融资置换高成本资金进一步提升抗风险能力，北京市政府东迁、环球影城、新机场开工等因素催化，同时增发方案有望取得突破。长期观产业发展，围绕着产业平台，新的业务模式将不断涌现，产业孵化或将成为公司业绩新的增长极。

华夏幸福立志成为全球领先的产业新城运营商，其是当前“京津冀“区域发展和“产业升级”双重催化下最有优势、前景最好的标的。当前公司估值在行业中仅高于万科、保利等低估值龙头，在“转型”概念中垫底，对于拥有独特经营壁垒、产业服务结构不断升级的高增长公司，尤其是受京津冀一体化提速推进及产业发展服务落地催化，其应有别于传统房地产企业的价值正受市场认可，股价仍有很大提升空间。公司业绩下有稳增长传统业务护航，上有产业孵化育新增长极，借力国家战略之风实现产业升级之梦，有望实现业绩与估值的双赢。根据公司近况调整财务模型，预测 15-17 年最新摊薄 EPS1.87、2.41、3.14 元，对应当前股价 PE13、10、8 倍，未来 6 个月合理目标价为 35 元，对应 15 年 PE19 倍，中长期应和园区开发及创新型公司估值接近，再次“强烈推荐”。

3. 风险提示

1）京津冀一体化进程不及预期，从而造成人口转移和产业迁入园区期限较长；

2）收入来源相关性大，系统性风险高。公司配套住宅主要为满足产业园区的建设，虽避免了大的行业周期的波动，但过于依赖园区的产业建设，同时另一主要利润来源产业发展服务也与此息息相关；全国各地条件差别较大，固安模式的成功难完全“复制”，产业发展的可持续性需要时间检验；

3）招商引资从签署意向到投资落地有 1-3 年的时间差，存在较大的不确定性；

4）前期土地整理和公共设施建设需要公司垫资，因园区建设往往投入较大，开工建设的园区数量也扩张较快，公司存较大的现金流压力；

5）公司扩张提速，对管理人才、资金需求等形成较大压力。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	107672	137615	167505	193609
现金	16194	18710	19575	30332
应收账款	5137	5137	5137	5137
其它应收款	947	947	947	947
预付账款	2983	2983	2983	2983
存货	78316	105743	134767	150115
其他	4095	4095	4095	4095
非流动资产	6292	4248	5137	4891
长期投资	17	17	17	17
固定资产	1646	2198	2336	2267
无形资产	455	455	455	455
其他	4174	1578	2328	2152
资产总计	113964	141864	172642	198501
流动负债	84783	102065	122022	135056
短期借款	7938	0	0	0
应付账款	11791	11791	11791	11791
其他	65055	90274	110231	123265
非流动负债	11784	15784	19784	23784
长期借款	9489	13489	17489	21489
其他	2296	2296	2296	2296
负债合计	96568	117850	141807	158841
少数股东权益	7603	7959	8391	8905
股本	1323	2646	2646	2646
资本公积	21	21	21	21
留存收益	8449	13389	19777	28089
归属母公司股东权益	9794	16055	22444	30755
负债和股东权益	113964	141864	172642	198501

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-4954	5205	-3192	6594
净利润	3801	5295	6821	8825
折旧摊销	125	182	231	255
财务费用	28	161	38	-66
投资损失	-90	-90	-100	-100
营运资金变动	-8836	-2220	-10189	-2324
其它	18	1877	6	3
投资活动现金流	-2728	87	96	96
资本支出	856	0	0	0
长期投资	-661	0	0	0
其他	-2533	87	96	96
筹资活动现金流	12055	-2776	3962	4066
短期借款	4543	-7938	0	0
长期借款	2185	4000	4000	4000
普通股增加	0	1323	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他	5322	-161	-38	66
现金净增加额	4374	2516	866	10757

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26886	36285	47698	61387
营业成本	17269	22993	30635	39513
营业税金及附加	1867	2519	3243	4113
营业费用	954	1287	1692	2177
管理费用	1754	2367	3111	4004
财务费用	28	161	38	-66
资产减值损失	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	90	90	100	100
营业利润	5064	7048	9078	11746
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	5060	7048	9078	11746
所得税	1258	1753	2258	2921
净利润	3801	5295	6821	8825
少数股东损益	264	356	433	513
归属母公司净利润	3538	4939	6388	8312
EBITDA	5217	7392	9348	11936
EPS（元）	2.67	1.87	2.41	3.14

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	27.7%	35.0%	31.5%	28.7%
营业利润	41.4%	39.2%	28.8%	29.4%
归属于母公司净利润	30.3%	39.6%	29.3%	30.1%
获利能力				
毛利率	35.8%	36.6%	35.8%	35.6%
净利率	13.2%	13.6%	13.4%	13.5%
ROE	36.1%	30.8%	28.5%	27.0%
ROIC	13.5%	17.8%	17.0%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	84.7%	83.1%	82.1%	80.0%
净负债比率	31.80%	22.71%	21.70%	21.89%
流动比率	1.27	1.35	1.37	1.43
速动比率	0.35	0.31	0.27	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.28	0.30	0.33
应收账款周转率	8	7	9	12
应付账款周转率	1.96	1.95	2.60	3.35
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.87	2.41	3.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.87	1.97	-1.21	2.49
每股净资产(最新摊薄)	3.70	6.07	8.48	11.62
估值比率				
P/E	18.54	13.28	10.27	7.89
P/B	6.70	4.09	2.92	2.13
EV/EBITDA	10	7	6	4

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-31	《华夏幸福-“模式”铸就高增长蓝筹》
2015-03-26	《华夏幸福-卡位京津冀锁定优质资源，业务结构升级推动估值上移》
2014-12-26	《华夏幸福-畅享“京津冀”红利，奏响产业升级强音》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，19 年证券研究从业经验。
主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。
郑彬彬,中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学软件与微电子学院，软件工程硕士。
王修宝,中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学，经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434