

京津冀一体化再推进，廊坊市场持续升温

- 京津冀一体化再推进：**《北京市人民政府关于全面深化改革提升城市规划建设管理水平的意见》提出要统筹北京城市副中心与中心城区、北京东部地区以及河北省廊坊市北三县的协调发展，要求 2016 年底完成北京城市副中心总体城市设计和重点地区详细城市设计，规划细则出台是最好的市场加速器，北三县和廊坊市区明显受益。
- 廊坊市场持续升温：**廊坊市 2016 年月均住宅成交面积较 2015 年月均上升了 33.6%，月均成交金额则上升了 48.2%，库存去化周期降至半年以内。2015 年 1 月至今住宅均价涨幅不逊色于其他强二线城市，累计上涨了 21%，涨幅略超厦门。
- 通航小镇助力园区开发：**国务院办公厅发布《关于促进通用航空业发展的指导意见》，明确到 2020 年，建成 500 个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场。我们认为此项要求首先受益的仍是地产企业，特别是产业地产开发企业。
- 维持买入评级，目标价 3.84 港元：**测算每股 NAV 约为 6.06 港元，存在 53.3% 的折价。参照可对比公司估值水平，给予目标价 3.84 港元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 11.0、9.5 和 8.6 倍，相对每股 NAV 折价 36.6%。

王师奋

852-25321960

Lucas.wang@firstshanghai.com.hk

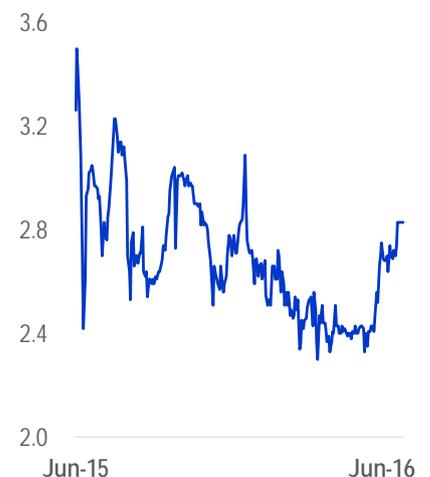
行业	房地产-园区开发
股价	2.83 港元
目标价	3.84 港元 (+36%)
股票代码	6166
已发行股本	16.38 亿股
市值	46.35 亿港元
52 周高/低	3.52/2.21 港元
NAV	6.06 港元/每股
主要股东	利东有限公司 (70.59%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	2,391	1,424	1,657	1,908	2,149
变动(%)	97.1%	-40.5%	16.4%	15.2%	12.6%
净利润(百万元)	701	514	489	567	629
核心盈利(百万元)	691	412	426	499	555
变动(%)	-4.1%	-40.3%	3.3%	17.1%	11.3%
每股收益(元)	0.50	0.31	0.30	0.35	0.38
变动(%)	-7.3%	-37.4%	-4.8%	15.9%	11.0%
市盈率	4.8	7.7	8.1	7.0	6.3
每股股息(元)	0.12	0.09	0.09	0.11	0.12
息率(%)	4.98%	3.50%	3.75%	4.39%	4.89%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

近期催化剂

我们注意到 2016 年廊坊房地产市场格外火热，无论市区还是靠近通州的北三县，房价均与地价齐飞。京津冀一体化的进一步推进，通航产业发展指导意见的出台，都为宏泰发展的股价提供了催化剂。

2016 年至今廊坊市区土地出让仍较低迷，但价值的兑现只是时间问题。

京津冀一体化再推进

6 月 17 日北京市委发布了《北京市人民政府关于全面深化改革提升城市规划建设管理水平的意见》，该意见提出要集中力量建设北京城市副中心，要求统筹好北京城市副中心 155 平方公里范围与通州全区域的规划建设，统筹好北京城市副中心与中心城区、北京东部地区以及河北省廊坊市北三县的协调发展。

区位属性上，北三县（三河市、大厂回族自治县和香河县）是通州副中心外拓的第一地理阵地（图表 1），也是京津都市圈融合的枢纽地带。意见要求 **2016 年底完成北京城市副中心总体城市设计和重点地区详细城市设计**，以及通州区总体规划和相关专项规划，城市建设推进与资源布局正紧密锣鼓进行中。

以北京市为中心，廊坊市区、三河市、大厂县和香河县均处在距其 50 公里的辐射半径上（图表 2），随着基础设施的不断丰富，环京 20 分钟生活圈快速成型。北京进一步加强在人口、产业、城建和环境保护等方面的限制，有利于廊坊市区及外围县市在人口和产业上的承接。

四月下旬北三县全部暂停二手房网签，限购升级。与珠三角和长三角一样，本轮地产市场上行中，北京作为核心城市，购买力外溢明显。规划细则出台是区域市场最好的加速器，北三县和廊坊市区将明显受益。

我们持续看好京津冀一体化国家战略中的廊坊土地市场。

图表 1：北三县区位示意图



资料来源：网络、第一上海研究

图表 2：京津冀一体化中的廊坊与北三县



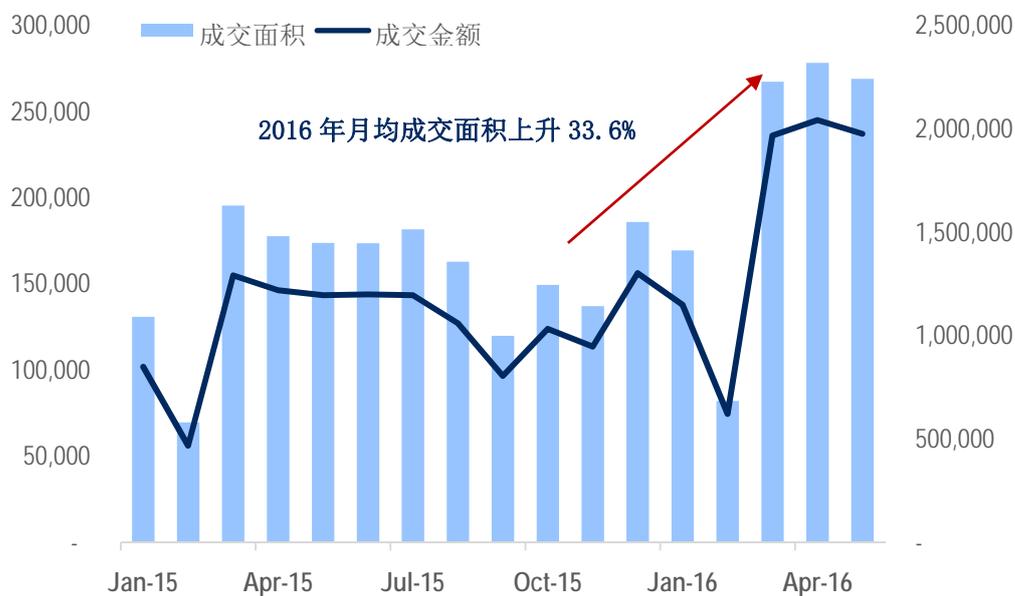
资料来源：网络、第一上海研究

廊坊市场持续升温

住宅市场上行明显

廊坊市 2016 年住宅市场上行明显，前五个月月均成交面积较 2015 年月均上升了 33.6%（图表 3），月均成交金额则上升了 48.2%，库存去化周期降至半年以内。

图表 3：廊坊市区商品住宅月均成交面积（平米）与成交金额（千元）

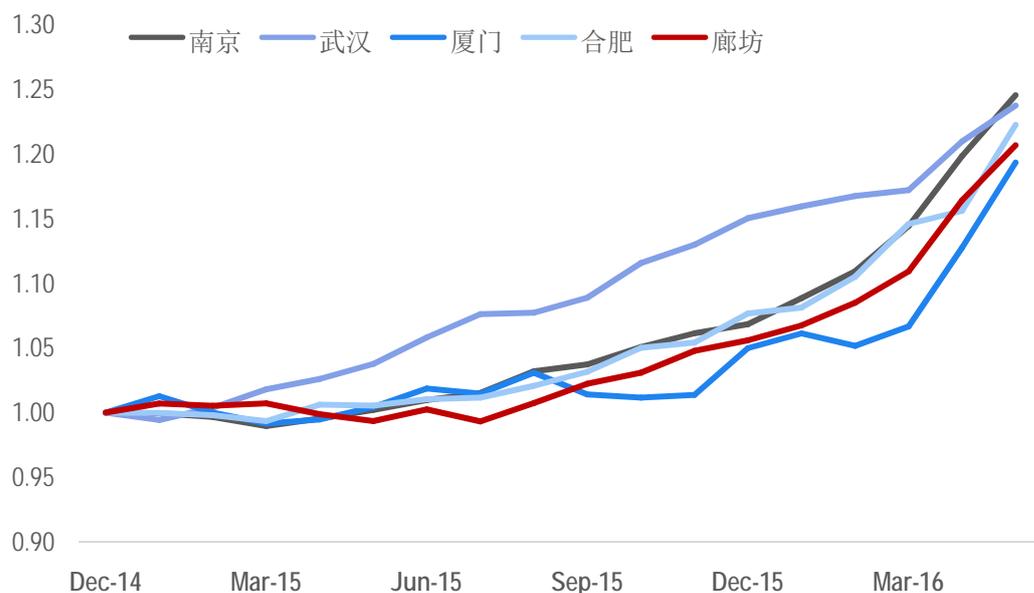


资料来源：CRIC、第一上海研究

廊坊房价涨幅略超厦门

与国内其他住宅市场表现优异的强二线城市（厦门、合肥、南京及武汉）对比，以中指百城房价指数为参考指标（图表 4），廊坊市 2015 年 1 月至今的住宅均价涨幅毫不逊色，累计上涨 21%，涨幅略超厦门。

图表 4：廊坊市区商品住宅样本价格指数与强二线城市对比



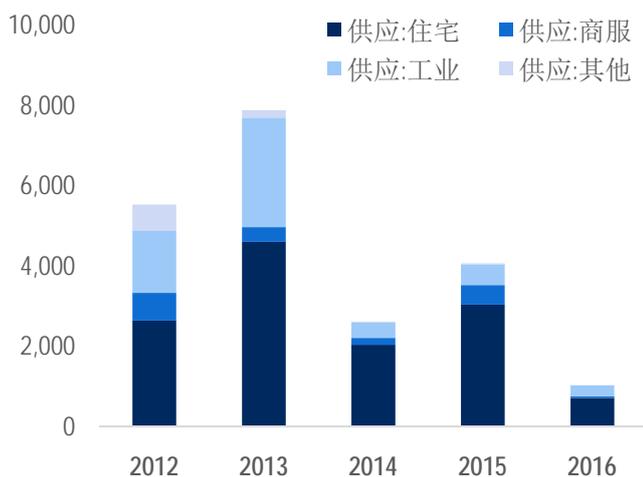
资料来源：WIND、第一上海研究

土地供给仍处较低水平

下半年仍可期待较大的土地供给增量

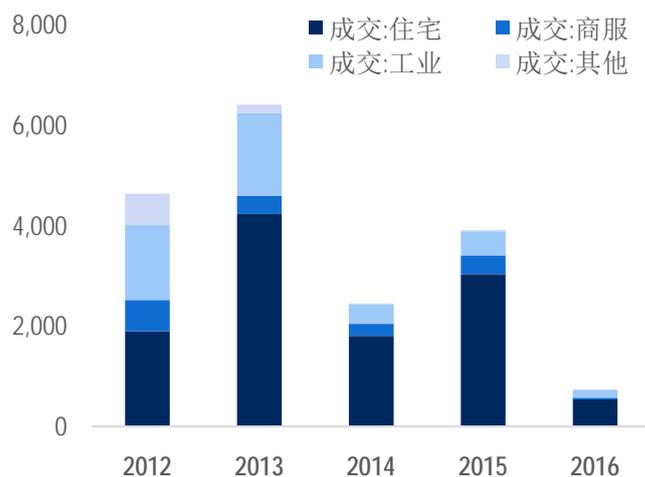
2016 年至今廊坊市各类土地供给建筑面积仅相当于 2015 年全年的 25.2%（图表 5），各类土地成交建筑面积仅相当于 2015 年全年的 18.7%（图表 6）。在房价与地价显著上涨且相关区域规划仍未落地的情况下，我们认为地方政府或有意调控土地市场。下半年仍可期待较大的土地供给增量。

图表 5：廊坊市区年度土地供应建筑面积



资料来源：WIND、第一上海研究

图表 6：廊坊市区年度土地成交建筑面积



资料来源：WIND、第一上海研究

通航小镇助力园区开发

发展通航产业首先受益的仍是地产企业，特别是产业地产开发企业。

5月17日国务院办公厅发布《关于促进通用航空业发展的指导意见》，部署通用航空产业发展要求。指导意见中明确到2020年，建成500个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50%以上的5A级旅游景区。我们认为此项要求首先受益的仍是地产企业，特别是产业地产开发企业。

预计各地政府将开始积极投资通飞产业链，在产业规划、园区规划、招商引资和园区运营方面有经验积累和优势的企业会受欢迎。

宏泰发展网站披露，公司自2015年9月开始积极进军航空产业，开辟航空产业市镇板块。先后与石家庄市栾城区政府签订合作协议，共建栾城通航产业市镇；成为2016年石家庄国际通航展的承办方，并投资建设石家庄国际航空工程中心；与承德市政府签署合作协议，开发建设承德通航产业园区；与中航通飞签订爱飞客综合体项目战略合作协议，并布局武汉、荆门爱飞客航空小镇。

与中航等航空工业企业合作，宏泰发展在土地拓展、机场建设、配套开发和产业园区开发上均将获得先发优势。

估值

我们分别计算了公司开发园区（因其他园区尚未开始产出且投入有限，仅考虑龙河开发区）、可售类物业和投资物业的净资产，对应每股约为 6.06 港元，和 6 月 28 日收盘股价 2.83 港元相比存在 53.3% 的折价，股价较为低估（图表 7）。

图表 7：宏泰发展 NAV 测算

	NAV		每股NAV	NAV折价
	Rmb '000	HKD '000	HKD	%
一级-龙河开发区	6,692,074	7,808,721	4.77	
二级-可售类物业	4,215,845	4,919,306	3.00	
投资类物业	529,400	617,736	0.38	
小计	11,437,319	13,345,763	8.15	
净债务	2,936,725	3,426,750	2.09	
净资产 (NAV)	8,500,594	9,919,013	6.06	-53.3%

资料来源：第一上海研究

维持公司买入评级，参照可对比公司如华夏幸福（600340）的估值水平，给予目标价 3.84 港元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 11.0、9.5 和 8.6 倍，相对每股净资产折价 36.6%。

最新目标价 3.84 港元较 3 月 29 日目标价 3.98 港元下调了 3.5%。

根据最新市场情况对公司模型做了调整，详细指标见附件财务数据。

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	2,391	1,424	1,657	1,908	2,149	增长率 (%)					
-一级开发	1,046	472	609	733	830	收入	97.1%	-40.5%	16.4%	15.2%	12.6%
-物业销售	1,332	941	1,036	1,163	1,305	毛利	37.9%	-45.8%	9.0%	17.0%	12.8%
-物业租赁	13	11	12	13	14	经营利润	20.1%	-27.4%	-5.2%	14.9%	10.7%
毛利	1,128	611	666	780	879	税后利润	-8.2%	-26.7%	-4.8%	15.9%	11.0%
投资物业估值收益	18	116	66	73	80	核心利润	-4.1%	-40.3%	3.3%	17.1%	11.3%
其他收入与损益	26	175	107	107	107	每股盈利	-7.3%	-37.4%	-4.8%	15.9%	11.0%
销售与管理费用	124	163	136	149	168	盈利分析 (%)					
经营利润	1,043	757	718	825	913	毛利率	47.2%	42.9%	40.2%	40.8%	40.9%
应占联营合营收益	-4	19	15	15	15	净利润率	29.3%	36.1%	29.5%	29.7%	29.3%
净财务成本	112	76	92	99	107	回报率 (%)					
税前利润	932	681	625	726	807	ROE	28.0%	18.2%	15.4%	15.8%	15.6%
税项	231	167	136	159	178	ROA	10.1%	6.2%	5.5%	5.8%	5.8%
少数股东权益	-	-	-	-	-	股息率	4.98%	3.50%	3.75%	4.39%	4.89%
归属利率	701	514	489	567	629	偿还能力 (%)					
核心利润	691	412	426	499	555	流动比率(倍)	1.82	2.17	2.32	2.37	2.38
派息	198	139	149	175	194	估值 (x)					
未分配利润	503	374	340	392	435	PE(x)	4.8	7.7	8.1	7.0	6.3
每股盈利 (元)	0.501	0.314	0.299	0.346	0.384						
每股派息 (元)	0.121	0.085	0.091	0.107	0.119						

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	803	1,059	1,962	2,264	2,497	税前利润	932	681	625	726	807
存货	4,401	4,537	4,287	4,849	5,515	营运资金变动	1,028	887	-227	445	588
其他	811	1,496	1,322	1,283	1,380	经营创造现金	3	-273	891	286	228
流动资产	6,015	7,091	7,571	8,396	9,392	税项	114	167	136	159	178
固定资产	30	31	31	31	31	经营现金流	-111	-441	754	127	51
投资物业	748	943	1,037	1,141	1,255	资本开支	-1	1	0	0	0
联营合营企业投资	90	147	147	147	147	投资与并购	-118	39	-15	-15	-15
其他	59	97	61	67	73	投资物业	0	80	28	31	34
总资产	6,940	8,309	8,847	9,782	10,899	投资现金流	282	-123	-17	-16	-19
销售预售款	249	97	124	151	183	债务融资	-587	1,009	306	340	377
应付账款	1,032	979	928	954	1,074	股权融资	837	0	0	0	0
短期借贷	1,816	1,855	2,038	2,242	2,467	股利分配	0	198	139	149	175
流动负债	3,301	3,273	3,259	3,542	3,941	融资现金流	209	812	166	191	202
长期借贷	1,094	2,141	2,355	2,590	2,849	现金变动	381	248	904	302	233
递延税务	45	74	61	61	64	期初现金及等价物	421	803	1,059	1,962	2,264
总负债	4,439	5,488	5,675	6,193	6,855	期末现金及等价物	803	1,050	1,962	2,264	2,497
股东权益	2,501	2,821	3,171	3,589	4,044						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债与权益合计	6,940	8,309	8,847	9,782	10,899						
总资产负债率	89.7%	64.0%	66.0%	64.2%	63.3%						
净资产负债率	38.7%	104.1%	76.7%	71.6%	69.7%						

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。