



Research and
Development Center

模式制胜，引领产业升级

—— 华夏幸福（600340.sh）深度报告

2016年9月26日

崔娟 房地产行业分析师

吴松贝 研究助理

证券研究报告

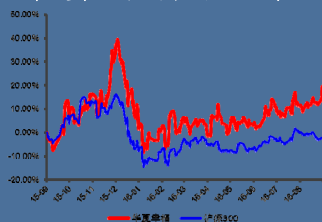
公司研究——首次覆盖

华夏幸福 (600340.sh)



首次评级

华夏幸福相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.9.23)

收盘价 (元)	28.89
52 周内股价波动区间 (元)	33.62-20.77
最近一月涨跌幅 (%)	9.35
总股本 (亿股)	29.55
流通 A 股比例 (%)	89.46
总市值 (亿元)	854

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 83326867

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

吴松贝 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱：wusongbei@cindasc.com

模式制胜，引领产业升级

华夏幸福 (600340.sh) 首次覆盖

2016 年 9 月 26 日

本期内容提要：

- ◆ **公司园区开发项目开始大规模异地复制。**公司园区开发业务从固安起家，经过十多年的发展取得了骄人成绩，受到市场高度认可。从 2014 年开始，公司园区开发业务开始大规模异地复制，公司规模持续扩大。目前公司共有园区开发项目约 42 个。
- ◆ **公司产业服务业务逐步进入业绩结算期。**公司早年开发的产业园区目前已逐步进入结算期，较高的预售账款使公司未来的收益确定性较高；由于公司的产业发展业务的毛利率较高，公司整体毛利率水平未来将稳中有升。
- ◆ **园区住宅开发成本低，周转快，经营情况好。**公司在自己开发的园区具有土地优势，具有较低的土地成本和开发成本。同时，公司项目集中的京津冀、长三角地区住宅销售情况良好，周转率和毛利率较高。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**采取分部估值方法，得到公司的估值区间为 42.32 元至 50.96 元。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 2.17 元、2.76 元、3.54 元，对应 2016 年 9 月 23 日收盘价 28.89 元，PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。公司产业服务业务进入业绩结算期，商业模式保证业绩高速增长，看好公司长期发展。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**PPP 模式开发在全国铺开；入驻华夏幸福园区企业经营良好；项目所在地住宅销售持续火爆。
- ◆ **风险因素：**行业政策变动和政府支付对公司经营影响较大；公司较高的杠杆率带来的风险；公司海外业务存在一定的不确定性。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,885.55	38,334.69	48,062.25	57,012.84	72,636.31
增长率 YoY %	27.66%	42.58%	25.38%	18.62%	27.40%
归属母公司净利润(百万元)	3,537.54	4,800.77	6,408.25	8,145.22	10,464.24
增长率 YoY%	30.30%	35.71%	33.48%	27.11%	28.47%
毛利率%	35.77%	34.52%	36.01%	37.21%	37.36%
净资产收益率 ROE%	36.12%	35.49%	32.27%	29.25%	27.45%
每股收益 EPS(元)	1.20	1.62	2.17	2.76	3.54
市盈率 P/E(倍)	24.13	17.78	13.32	10.48	8.16
市净率 P/B(倍)	3.90	6.31	4.30	3.07	2.24

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

目录

投资聚焦	1
主要内容	1
投资逻辑	1
股价催化剂	1
核心假设、盈利预测与投资评级	1
华夏幸福：从产业园区到新城开发	3
立足京津冀，产业复制全国	3
固安项目，从产业到新城	4
公司独有园区开发的商业模式	5
遍布京津冀和长三角的项目储备	6
产业新城异地复制大有可为	7
争做产业升级的引领者	7
京津冀一体化促进土地升值	9
顺应国家政策导向，积极布局海外	10
华夏幸福独有的竞争优势	11
产业新城商业模式清晰，准入门槛高	11
独树一帜的招商团队	11
具有先发优势和规模优势，协同效应显现	12
产业聚焦，推进有质量的城镇化	13
公司财务分析	13
盈利能力分析	13
偿债能力分析	15
收益确定性分析	16
盈利预测、估值与投资评级	16
盈利预测及假设	16
估值与投资评级	17
风险因素	18

表目录

表 1: 截止 2016 年 6 月末华夏幸福各个项目进展情况	3
表 2: 固安项目各个园区情况 (单位: 平方公里)	4
表 3: 华夏幸福各项业务营业收入、占比及 2015 年毛利率	5
表 4: 华夏幸福 2016 年度施工计划	7
表 5: 华夏幸福代表性园区产业发展及未来规划	8
表 6: 华夏幸福代表园区产业集群	12
表 7: 华夏幸福盈利能力情况	14
表 8: 华夏幸福偿债能力分析	15
表 9: 产业发展服务业务基准 PE	17
表 10: 土地基建及物业业务基准 PE	18
表 11: 华夏幸福估值区间	18

图目录

图 1: 固安县历年 GDP 及增速	4
图 2: 华夏幸福入驻固安之后, 固安历年固定资产投资额及增速	4
图 3: 产业服务业务历年营业收入及同比增速	6
图 4: 园区住宅配套业务营业收入及同比增速	6
图 5: 华夏幸福在京津冀地区项目布局	9
图 6: 华夏幸福的全球布局	10
图 7: 华夏幸福报告期招商新增签约企业和新增投资额	11
图 8: 华夏幸福营业收入及同比增速	13
图 9: 华夏幸福净利润及同比增速	13
图 10: 净资产收益率对比	14
图 11: 总资产报酬率对比	14
图 12: 销售利润率对比	14
图 13: 华夏幸福资产负债率与 A 股地产板块的比较	16

投资聚焦

主要内容

华夏幸福基业股份有限公司主营产业新城开发业务，在早年固安等项目取得巨大成功的基础上，目前已经开始大规模异地复制成功项目经验。公司商业模式具有一定的门槛，具有先发优势，各园区之间具有协同效应。随着高毛利的产业服务业务进入业绩结算期，公司利润情况会有明显提升。

投资逻辑

- ◆ **公司园区开发项目开始大规模异地复制。**公司园区开发业务从固安起家，经过十多年的发展取得了骄人成绩，受到市场高度认可。从 2014 年开始，公司园区开发业务开始大规模异地复制，公司经营规模持续扩大。目前公司共有园区开发项目约 42 个。
- ◆ **公司产业服务业务进入业绩结算期。**公司早年开发的产业园区目前已逐步进入结算期，较高的预售账款使公司未来的收益确定性较高；由于公司的产业发展业务的毛利率较高，公司整体毛利率水平未来将稳中有升。
- ◆ **园区住宅开发成本低，周转快，经营情况好。**公司在自己开发的园区具有土地优势，具有较低的土地成本和开发成本。同时，公司项目集中的京津冀、长三角地区住宅销售情况良好，周转率和毛利率较高。

股价催化剂

PPP 模式开发在全国铺开；入驻华夏幸福园区企业经营良好；项目所在地住宅销售持续火爆。

盈利预测与投资评级

因为 A 股无完全可比公司，我们将公司产业发展服务、土地基建及物业管理、园区住宅及城市开发三大业务分开估值。目前 A 股园区地产、基础建设及住宅开发的可比公司加权 PE 分别为 40.52 倍、23.33 倍及 15.44 倍，根据我们预测的三部分业务 EPS，我们给予公司产业发展服务、土地基建及物业管理业务 0.6 倍至 0.8 倍基准 PE，给予园区住宅及城市开发 1 倍的基准 PE，得到公司的估值区间为 42.32 元至 50.96 元。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 2.17 元、2.76 元、3.54 元，对应 2016 年 9 月 23 日收盘价 28.89 元，PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。公司产业服务业务进入业绩结算期，商业模式保证业绩高速增长，看好公司长期发展。首次覆盖给予公司“买入”评级。

产业发展服务业务基准 PE

证券代码	证券简称	2016 年预测 PE	总市值 (亿元)	总市值占比	加权 PE
600064.SH	南京高科	12.84	132.63	8.22%	1.06
600639.SH	浦东金桥	39.70	201.60	12.50%	4.96
600658.SH	电子城	15.93	98.12	6.08%	0.97
600663.SH	陆家嘴	36.60	713.76	44.24%	16.19
600848.SH	上海临港	69.43	178.78	11.08%	7.69
600895.SH	张江高科	53.94	288.37	17.87%	9.64
总和	--	--	1613.25	--	40.52

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

土地基建及物业业务基准 PE

证券代码	证券简称	2016 年预测 PE	总市值 (亿元)	市值占比	加权 PE
600510.SH	黑牡丹	23.89	96.02	41.90%	10.01
600239.SH	云南城投	19.41	62.62	27.33%	5.30
000965.SZ	天保基建	26.03	70.52	30.77%	8.01
合计	--	--	229.17	--	23.33

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

华夏幸福估值区间

	2016 年 EPS (元)	2016 年 PE	0.6 倍 PE	0.8 倍 PE
产业发展服务	1.01	40.52	24.59	32.79
土地基建及物业	0.09	23.33	1.33	1.77
住宅与城市地产开发	1.06	15.44	16.40	16.40
合计	-	--	42.32	50.96

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

注: 住宅与城市地产开发 2016 年 PE 采用申万房地产开发 2016PE

华夏幸福：从产业园区到新城开发

立足京津冀，产业复制全国

华夏幸福基业股份有限公司，前身是成立于 1998 年的华夏房地产开发有限公司。公司成立之初主要从事的是住宅开发和物业管理业务。1998 年 10 月，公司第一款产品华夏花园开盘销售。2002 年，公司大胆迈出了产业转型的第一步，开始从事综合性产业园区开发、建设与运营业务。2002 年 6 月，公司第一个产业新城项目，固安工业园区奠基成立。这个项目获得极大的成功，2006 年 3 月成为河北省省级开发区；2015 年 7 月得到国务院通报表扬；同时，固安工业园区新型城镇化项目入选国家发改委 PPP 项目库。固安项目是公司乃至整个行业产业新城项目的样板，为公司后续发展奠定坚实基础。

2007 年，公司第二个工业园区大厂潮白河工业区正式签约，同年公司完成股份制改革，迈出了规模发展的第一步。2011 年，华夏幸福实现 A 股上市，公司发展进入快车道。2012 年，公司开始在北京丰台开发产业商务综合体，这是公司首个在京项目；同年与沈阳市苏家屯政府签订建设开发沈水生态科技创新城的协议。2013 年，产业新城项目落子长三角，公司开始建设嘉善产业新城。2014 年，公司在美国硅谷设立高科技孵化器，视角伸向海外；同时，产业新城项目进京，落户房山；公司还加大招商引资力度，吸引航天、生物医药、光电等多家知名的高科技企业落户固安。2015 年，随着前期项目取得极大的成功，公司产业新城经营模式开始正式进行全国复制，公司新项目先后进入上海市金山区、四川省眉山市、安徽省滁州市、河北省任丘市及华北石油管理局、河北省保定市等。此外，随着“一带一路”战略的深入，公司核心产品首次出海，产业新城进入印度尼西亚。2016 年，公司再接再厉，与多地政府签署开发意向协议，包括安徽省六安市、江苏省南京市、河南省焦作市、河南省郑州市、河北省邯郸市、浙江省湖州市、湖北省咸宁市、湖北省武汉市、河北省邢台市、四川省成都市等。

截止 2016 年 6 月末，公司国内园区项目共 28 个，按开发阶段，可以分为相对成熟阶段、建设起步阶段、和规划定位阶段。2016 年第三季度，公司新签定国内园区项目合作意向 9 个。同时公司在印尼拥有 1 个园区开发项目，在印度和越南各有 2 个项目已经签订了合作意向。目前公司共有园区开发项目约 42 个。

表 1：截止 2016 年 6 月末华夏幸福各个项目进展情况

不同开发阶段	园区举例
相对成熟阶段园区	固安区域、大厂区域、怀来区域、苏家屯区域、香河区域、霸州区域、永清区域、任丘区域、无锡区域、嘉善区域
建设起步阶段园区	文安园区、昌黎园区、丰台区域、保定白洋淀科技城、镇江区域、房山区域、来安区域、溧水区域、和县区域、舒城区域
规划定位阶段园区	北戴河新区区域、雄县区域、涿鹿区域、武陟区域、彭山区域、枫泾区域、铁西区域、仁寿区域

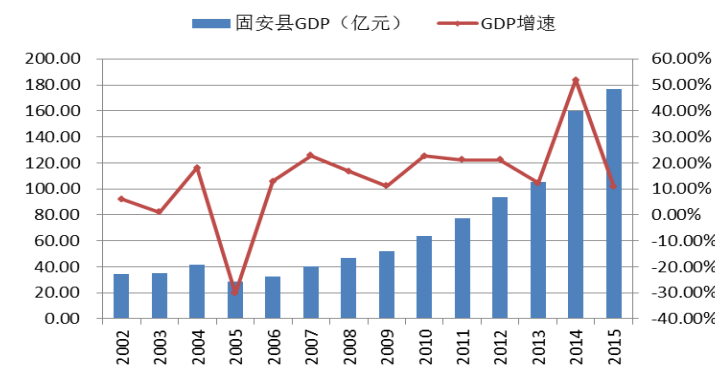
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

固安项目，从产业到新城

十几年来，公司的经营理念也是随着时代的发展而发展。从最初的产业园区，进行土地和基础设施的一级开发、到园区二级开发、招商引资、再到配套商业、住宅、公用建筑的开发，目前公司的开发理念已经发展到“产业新城运营”这一更高的层次。公司各个业务部门的日常运营也随之更新换代。固安作为公司的代表项目，其发展就真切反应了公司经营理念的进化。

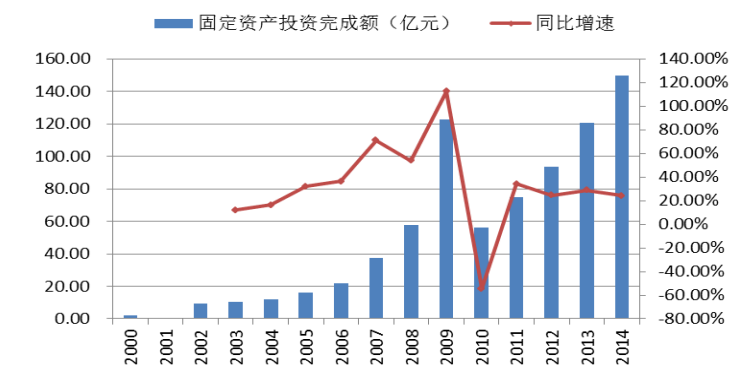
2002年，公司与固安县人民政府签订合作协议，约定以政府和社会资本（PPP）合作模式来打造固安产业新城，由此奠定了固安模式大发展的基础。最初，公司花费3000万元，邀请了30余位城市规划大师来为固安园区做整体规划。固安项目建设运营的十几年来，公司创造性的运用“政府主导、企业运作、合作共赢”的营运机制，通过市场化的方式进行招商引资，最终实现政府和企业的双赢，并且多次得到省政府和国务院的赞扬和推广。

图 1: 固安县历年 GDP 及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 2: 华夏幸福入驻固安之后, 固安历年固定资产投资额及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

在工业园区得到各级政府、各个部门的广泛认可和大力支持的同时，固安的经济也有了显著提升。2015年，固安县GDP达到177亿元，年增速17.1%，成功跻身全国最具发展潜力百强县(市)前十位，位列全国县域经济创新力50强前三名。经过十多年的发展建设，从河北省发展落后的小县城一跃成为经济发展明星地域。

表 2: 固安项目各个园区情况 (单位: 平方公里)

园区名称	签约日期	受托土地面积	管理期限 (年)
固安工业园区	2002	60	50
固安新兴产业示范区	2012	48.6	50
马庄新区	2015	64.3	50

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司的产业新城业务已经涉足固安县三大区域，具体包括固安工业园区、固安新兴产业示范区、马庄新区。其中固安工业区于 2002 年启动，委托面积 60 平方公里。2012 年固安新兴产业示范区启动，委托面积 48.6 平方公里。2015 年公司与固安县人民政府合作开发建设经营河北省固安县行政区划内约定区域，委托区域占地面积约为 64.3 平方公里，分为马庄区域和牛驼区域，其中马庄区域为 47.3 平方公里，牛驼区域为 17 平方公里。2015 年全年共签约亿元以上产业类项目 91 个，总投资 735.1 亿元。2016 年上半年新增招商签约企业 212 家，新增投资额 581.53 亿元。

公司独有园区开发的商业模式

公司独有的商业模式，带来了比较高的准入门槛。华夏幸福式的园区开发模式，首先是和当地政府合作，政府将某一区域的开发权利委托给公司，公司聘请内部或外部的城市规划专家对区域进行规划。政府从各方面吸取意见，做出整体规划。然后公司按照整体规划，在商业的范畴上掌握开发节奏，形成一体化的园区开发运营模式，在区域规划、产业定位、园区建设等各方面为招商引资做服务。最后，由公司负责园区招商引资，设立引导投资和物业服务子公司，进行园区日常运营，在委托管理期满之后转交给政府部门进行经营和管理。

表 3：华夏幸福各项业务营业收入、占比及 2015 年毛利率

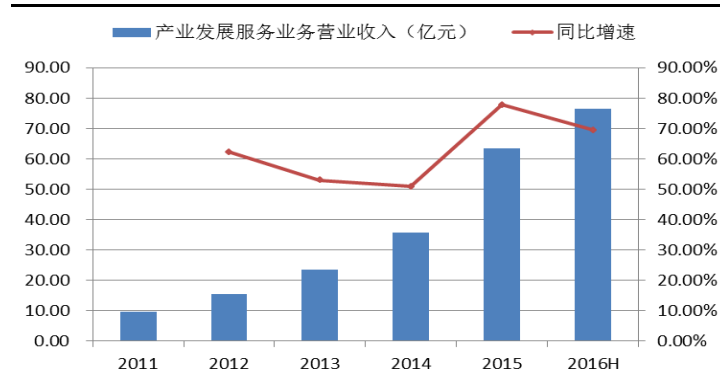
	营业收入（亿元）	占总营收之比	2015 年毛利率	2015 年毛利润占比
产业发展服务	63.43	16.65%	95.01%	45.63%
基础设施建设	0.38	0.10%	40.79%	0.12%
土地整理	30.09	7.90%	12.83%	2.92%
综合服务	3.84	1.01%	37.87%	1.11%
物业管理服务	1.16	0.30%	14.94%	0.13%
园区住宅配套	203.07	53.31%	30.46%	46.83%
城市地产开发	76.61	20.11%	9.12%	5.29%
其他	2.32	0.61%	-115.03%	-2.03%
合计	380.9	100.00%	34.68%	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

园区开发商业模式的利润来源，首先是土地一级开发和园区基础设施建设，这一部分业务要由企业先行垫资，费用在竣工之后 60 日内和政府结算，公司可以获得 10%到 15%的稳定利润。由于企业先行垫资，利润率略高于行业 8%到 12%的平均利润率。土地和基建业务约占公司 2015 年营业收入的 8%。然后，公司通过土地招拍挂获得部分待开发土地资源，由于公司所拍土地成本比较低，开发产品升值潜力大，因此产品周转比较快，可以获得比较高的利润。按照 2015 年年报，园区住宅开发业务约占公司 2015 年营业收入的 53.31%，毛利率为 30.46%。在园区基础设施建设的过程中，公司开始着手招商引资。在园区开发开始的 2 至 3 年后，开始有企业入驻，产业发展和投资逐步落地。这为当地政府提供了除土地出让外额外的收入来

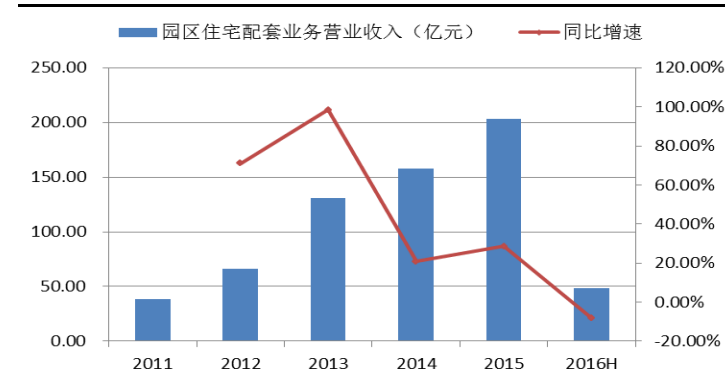
源，而对公司来说，可以获得新增落地产业投资的 45% 作为收入。产业发展服务业务有着极高的毛利率，按照 2015 年年报，这一部分业务毛利率为 95.01%，约占总收入的 16.65%。随着前期开发园区陆续进入此项业务的结算期，预计未来此项业务营业收入占比将提升。公司园区开发最后一部分利润来源，是在园区建设和产业投资完成之后的综合服务和物业管理业务。这一部分业务毛利率并不低，但是占总收入的比重较低。

图 3：产业服务业务历年营业收入及同比增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：园区住宅配套业务营业收入及同比增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

遍布京津冀和长三角的项目储备

固安模式的成功无疑成为了公司在业内发展的一张熠熠生辉的名片，得益于固安模式 PPP 方式、可复制性强、投入成本低的优势，公司近年来大幅在环北京、环上海、环沈阳、武汉、郑州等地招兵买马，开发建设产业新城和城市产业综合体。

2016 年 2 月，《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》发布，这是全国第一个跨省市的区域“十三五”规划，明确要在“十三五”时期京津冀地区发展的九大任务，即打造国际一流航空枢纽，构建世界级现代港口群，加快建设环首都公园，打赢河北脱贫攻坚战，建立健全区域安全联防联控体系，全面提高首都服务国际交往的软硬件水平，加强与长江经济带的联动，建立统一规范的市场体系，探索建立行政管理协同机制、生态环保联动机制、产业和科技创新协同机制等。乘规划东风，公司抓紧布局京津冀地区，上半年先后与邢台市人民政府、邯郸市丛台区人民政府签署备忘录，将积极参与邢台市约定区域、邯郸市丛台区约定区域产业新城政府和社会资本合作项目竞标。

2016 年 3 月，中央政治局下发《长江经济带发展规划纲要》，纲要致力于推动长江经济带生态发展、绿色发展、文明发展。为此，公司积极响应国家号召，上半年先后与四川省眉山市彭山区、安徽省六安市舒城县、南京市溧水区三个产业新城项目签署合作协议，此外，公司还与浙江省湖州市南浔区人民政府签署合作备忘录。公司卯足马力在长江经济带布局数十城，形成城市群之间的有效联动，未来定会享受到长江经济带大发展带来的各方面红利。

截至 2016 年中报，公司储备开发用地规划计容建筑面积约为 1129.92 万平方米。主要其中在固安、廊坊厂区和大厂地区。未来，公司将综合运用多渠道融资的方式，加大项目投资力度，保证项目顺利进行。

表 4：华夏幸福 2016 年度施工计划

单位：万平方米	预计施工面积	预计竣工面积
固安区域	636.57	171.35
永清区域	56.22	0
霸州区域	116.8	9.2
任丘区域	11.54	0
怀来区域	136.1	8.6
无锡区域	34.7	9.05
镇江区域	11.35	3.09
来安区域	23.8	0
嘉善区域	141.78	14.4
大厂区域	520.6	149.7
香河区域	298.6	33
沈阳区域	73.2	12.09
廊坊区域	481.49	109.63
合计	2542.75	520.11

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产业新城异地复制大有可为

争做产业升级的引领者

2016 年上半年，中国经济形势并不乐观，然而房地产市场依旧火爆，一线城市房价居高不下。除了一线城市以外，另有南京、苏州、厦门和合肥等二线城市领涨全国。在相对宽松的环境下，公司面临重要的发展机遇期。

首先是中国经济发展步入新常态，PPP 作为一种合作模式的变革，被社会资本、政府和百姓寄予了极高的期待。PPP 模式更好的理顺了政府和企业的关系，考虑到政府负债空间有限，必将大力推广 PPP 模式。而公司作为 A 股房企 PPP 模式的典型代表，可以将多方面的资源和优势有机结合，实现规模和效益的同步提升。

其次，公司的商业模式比较成熟，可复制性强。公司以自身的可持续、可复制的商业模式在固安取得极大成功之后，又迅速将其运用于环北京、环上海、环沈阳、环武汉等地区，并得到了良好的效果。公司还在积极寻求商业模式向更高层次发展，

目前提出了“TOD”模式，即以公共交通为导向的开发模式这一全新的开发思路。

最后，公司以园区平台基础，提供物流+金融等更多增量服务。在目前的经济环境下，房企竞争越来越激烈，需求空间日益被压缩，许多房地产企业纷纷转型参与物流、金融、养老等附加产业。华夏幸福也不例外，在毫不动摇的发展产业园区的基础上，进一步进军物流、金融等领域。在物流领域，公司已经在覆盖的各大产业园区积极布局。具体来说，固安地区的电子商务产业港发展仓储物流、无锡南长滨河新城发展智慧物流服务产业集群、来安区域发展专业智能物流、和县区域发展临港物流以及舒城区域致力于现代商贸物流。在金融领域，公司也早已占领先机。其中电子商务产业港着重培育金融后台产业方向、总部经济产业园定位创新金融的产业主题，目标引入 10 家金融结算中心。

表 5: 华夏幸福代表性园区产业发展及未来规划

园区名称	园区特色	未来前景
固安肽谷生物医药孵化港	秉承科学、生态的规划理念，全面植入“英国花园小镇”的理念，打造绿色低碳、工作商务一体化的花园式科技园区。	公司将启动生物医药加速器建设，引进国家级生物医药联合研究中心，进一步健全科技成果产业化链条，加速项目市场化应用。
固安航天产业基地	依托中国顶级航天技术研发机构，以航天技术研发试制产业为先导，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。	未来三年拟在固安航天产业基地引进至少 3 个国家级实验室；将引进专业无人机，将固安航天产业基地打造成为华北集无人机研发、设计、制造于一体的综合产业基地。
卫星导航产业港	以航天产业中极具战略意义的北斗卫星导航为大旗，积极对接北京卫星导航科技研发资源，重点聚焦核心组件、导航终端两大高价值产业环节。	建成从核心芯片研发、终端应用、导航数据平台建设到系统运营服务的卫星导航全产业链，打造环渤海知名卫星导航研发与成果转化基地。
清华大学重大科技项目中试孵化基地	清华大学面向河北省社会经济发展重点需求倾力打造的集“创新发展、项目孵化、技术转移、支撑服务”四位一体的产学研协同创新平台。	未来将建设中试基地、应用研究中心、科技创新大厦、高层次人才创业区、院士交流工作站等，形成国际科研创新示范点，引领城市产业升级。
电子商务产业港	打造环渤海地区知名电商创新发展战略新高地，优先发展龙头电商平台、仓储物流、客户服务、数据服务等电子商务关键环节。	京东未来将在固安规划建设含区域总部、定制物流中心、分类库房、分拨中心、转运中心、备件库等多项功能为一体的综合性区域中心。
固安新型显示产业园	固安新兴产业示范区启动建设新一代平板显示产业园建设工作。	AMOLED 项目的投产有助于进一步吸引 OLED 领域上下游企业落户固安新兴产业示范区，推进固安新型显示产业园的建设。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，公司在致力于延伸产业格局的同时，也在积极拓展创新金融渠道。目前公司已经建立并将推行分类资产池管理体系，实现池内资产的资产证券化以及资本化退出。2016 年公司将开展酒店、厂站等多个资产证券化项目，计划在三年内改善百亿规模现金流。在培育产业发展方面，公司注意高新技术创新孵化和组建产业联盟、与高校产学研合作。公司坚持“产业优先”的发展战略，持续打造科技含量高、示范带动强的高端产业集群。在创新发展方面，公司加快与清华大学等国内外知名大学合作建立“产学研”模式。公司还和创业公司合作，搭建高新技术创新孵化平台。截至目前，公司已经在美国、以色列、

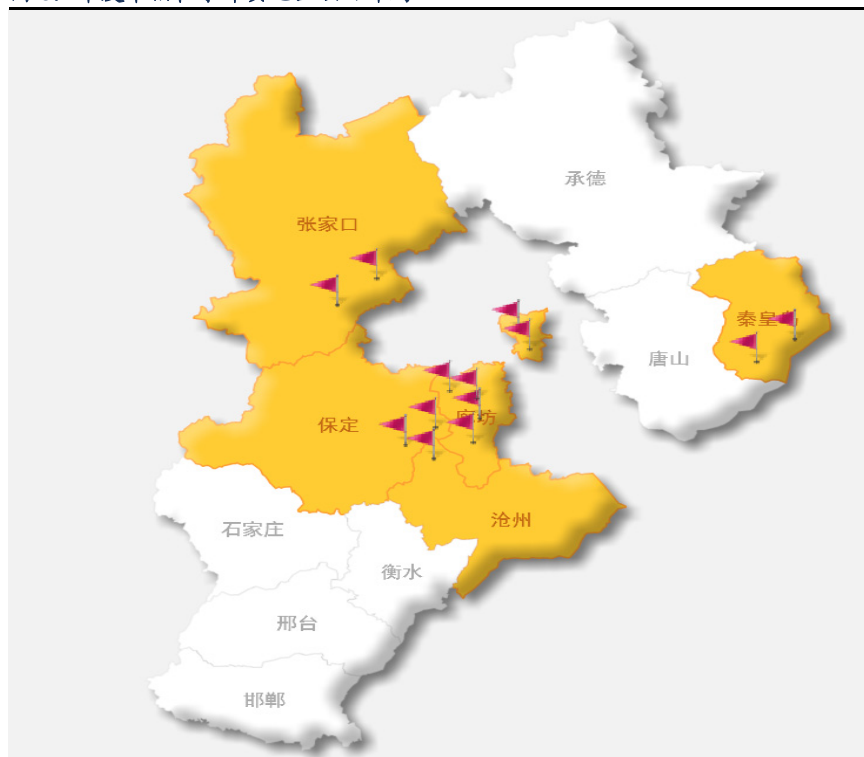
德国等国家建立了 10 多个孵化器。

此外，公司与北京通用航空、山东通用航空、湖北蔚蓝国际航空学校、上海捷德航空及北京华商创想达成战略合作协议，拟建立“中国通用航空企业联盟”。得益于新机场建立拉动航空航天产业的发展，公司以产业联盟的方式打造航空产业集群有望成为市场主导力量，同时有利于促进园区的投资建设。

京津冀一体化促进土地升值

自 2014 年习近平总书记强调京津冀协同发展作为重大国家战略以来，京津冀一体化成为关注焦点，也成为公司发展和业绩增长的基础。近两年京津冀一体化政策加速落地，2015 年 5 月《京津冀协同发展规划纲要》出台，2016 年 2 月份全国第一个跨省市的区域“十三五”规划即《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》印发实施，明确指出“十三五”时期京津冀地区将打造国际一流航空枢纽，构建世界级现代港口群等。

图 5：华夏幸福在京津冀地区项目布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2016 上半年公司在京津冀地区新增投资运营约 5 个产业新城。5 月公司经公开竞标成为廊坊至涿州城际铁路项目及固安至保定城际铁路项目社会投资人。公司依托产业新城运营能力打造城铁经济带，同时将铁路交通资源接入产业新城平台，经营模式实现创新的同时也将为公司业绩增长带来较大贡献。截至 2016 年 6 月份，公司在京津冀地区投资运营近 20 个产业新城，具有较强品牌影响力。

2014 年底北京新机场项目获批，2015 年开工建设，预计 2019 年建成。受益于新机场建设带来的京南大发展机遇，2015 年公司重点布局的环京地区量价齐升，商品住宅销售面积超过 1500 万平方米，同比增长 36%；销售额 1143 亿元，同比增长 46%，销售价格 7464 元/平方米，同比增长 7%，各项指标均创历史新高。此外，固安区域距离新机场仅 10 公里。固安工业区已发展包含航天、生物医药、电子商务、新材料、装备制造、电子信息等九大产业集群。未来固安极有可能成为环北京空港城市群的核心城市，公司业绩或将充分受益于顺应政策形势的业务布局。

图 6: 华夏幸福的全球布局



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

顺应国家政策导向，积极布局海外

“一带一路”是我国顶层战略，目前国家大力倡导我国企业与“一带一路”沿线国家进行合作。希望借助民间经济互联互通、

产能合作，自下而上的寻找更多利益交汇点，促进区域间国家合作。公司积极响应国家战略，2016 年海外项目取得重大突破。

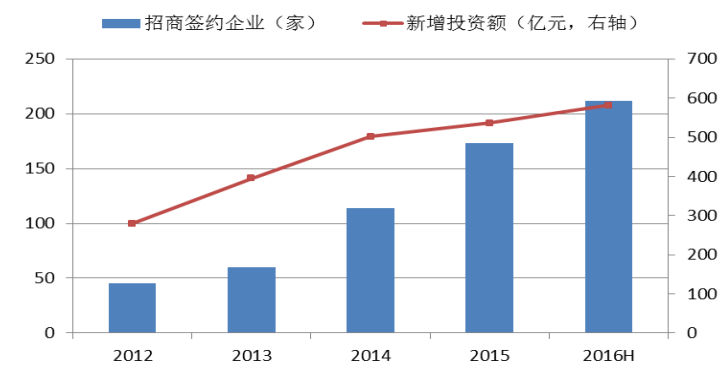
首先，是与印度哈里亚纳邦政府签署备忘录，谋求共同合作开发产业新城；其次，与印尼公司签署合作协议，共同建设产业新城；在新加坡设立国际总部；与越南信义集团签署合作备忘录，谋求在东西贡城区和同奈省安科产业区建设产业新城。截至 2016 年 6 月 30 日，公司已在印度尼西亚、马来西亚、印度、泰国、缅甸、越南、美国、埃及等国家设有常驻机构。公司国际业务未来的发展重点，是东南亚和南亚的产业新城项目。公司将用实际行动践行国家战略，积极推进公司全球化发展。

华夏幸福独有的竞争优势

产业新城商业模式清晰，准入门槛高

公司产品产业新城，从与政府洽谈合作，到规划设计，到土地一级开发、园区开发，再到招商引资和交付使用，公司经营模式十分清晰，利润点清晰，且高利润业务占比将逐年扩大。随着公司与政府合作共同开发的 PPP 模式受到中央的支持，公司品牌知名度急速提高，公司获得新项目将更占优势。随着公司领跑行业经营理念、项目开发提前卡位京津冀与长三角，留给新来者的生存空间越来越小。公司专业的招商团队已经积累了丰富的客户资源，建立了广泛的营销网络，加之园区开发本身技术、经验积累要求较高，公司为行业建立了比较高的准入门槛。

图 7：华夏幸福报告期招商新增签约企业和新增投资额



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

独树一帜的招商团队

公司“政府主导、企业运作、合作共赢”的产业新城建设模式受到国务院以及地方政府的认可和肯定。公司商业模式的核心在于公司首屈一指的招商能力。公司 2015 年新增签约入园企业 173 家，新增签约投资额突破 500 亿；2016 年上半年新增签约入园企业 212 家，新增签约投资额约 581.53 亿元。公司积极拓展大量有意向的合作伙伴进行全面、长期的合作，先后与北京电影学院、乐视 VR、北方车辆、北京千方科技、韩国文化产业振兴院、奥钢联、京东方、佛吉亚、金海岸影业有限公司、

稻香村等世界 500 强、行业龙头机构达成战略合作联盟，以龙头企业为引领推动产业链上下游企业集群集聚，并运用圈层招商、大客户、大数据等手段，发现企业需求、全方位服务企业。目前公司拥有 1200 多人的招商、销售团队，为园区提供产业发展服务，具体包括在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、投资服务等。

具有先发优势和规模优势，协同效应显现

公司在 2002 年独创园区开发产业，经过十几年的发展已经从单纯的产业园区开发模式发展到产业新城开发模式，不断引领行业发展。公司固安项目在 2006 年被评为河北省省级开发区，2015 年被国务院通报表扬并入选国家发改委 PPP 示范项目库，无锡市南长滨河新城项目入选江苏省 PPP 项目库。公司品牌价值凸显，与各地政府成功的合作经验帮助公司在获得新项目方面彰显品牌效应，不断拓展产业新城开发区域。由于产业新城带来生产要素的集聚，在公司开发成功的产业新城中，资本、技术、劳动力十分丰富、获取成本低廉，对未进入的企业具有很强的吸引力。尤其是像固安这种超大规模的产业新城，由于规划空间大、位置优越、交通方便，具有本地区独一无二的规模优势。

此外，在园区规划层面上，公司针对不同园区规划不同产业集聚区。例如，在固安工业区，公司大力推进“一高一新”产业，重点发展航天、生物医药、电子商务、新材料、装备制造等九大产业集群。在固安新兴产业示范区，公司着力打造绿色低碳、工作商务一体化的花园式科技园区。在固安航天产业基地，公司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。这些园区间资本、人才、技术之间互联互通，产生极大的协同效应，这对外部还未加入的企业产生极大的吸引力。

表 6: 华夏幸福代表园区产业集群

园区	产业集群
固安区域	航天、生物医药、电子商务、新材料、装备制造、电子信息、节能环保、汽车零部件、生产型服务业
大厂区域	文化创意、互联科技、总部经济、新能源汽车、智能制造
怀来区域	航天产业、大数据、智能制造、节能环保、文化创意
苏家屯区域	汽车、智能装备、健康食品
香河区域	机器人、通航
霸州区域	电子信息、食品、智能制造
永清区域	高端制造产业
任丘区域	新材料、新能源汽车、节能环保
无锡区域	智慧物联应用、智慧高端制造、智慧物流服务、智能生产服务业
嘉善区域	信息经济、智能制造

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产业聚焦，推进有质量的城镇化

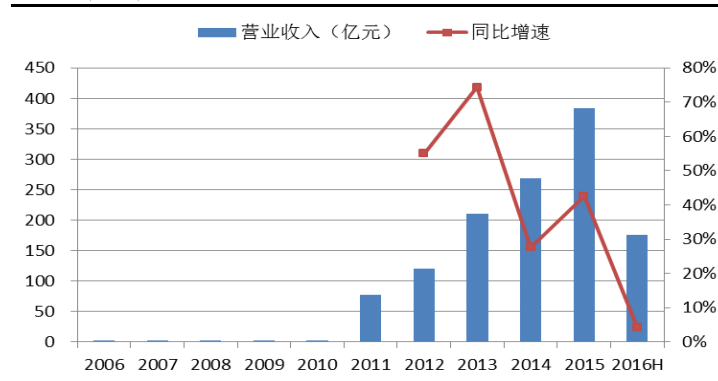
2015年，我国城镇化率已经达到56.1%，城镇常住人口达到7.7亿，但农业转移人口市民化进展比较缓慢，户籍人口城镇化率还比较低。在我国的城镇化规划的短期目标里，2020户籍人口城镇化率要达到45%，常住人口城镇化率要达到60%左右。以目前的情况来看，常住人口完成目标难度不是很大，但是农业转移人口市民化的进程一直比较缓慢。突出的一点矛盾，就是产业转移的问题。华夏幸福推进的产业新城，聚焦点在于产业升级，只有这样才能推进有质量的城镇化，促进农业人口真正实现城镇化。华夏幸福推进生产要素聚焦在自己的产业园区，配套进行产业新城开发，主营业务正好契合我国城镇化进程的大势，这是华夏幸福竞争优势的根本所在。

公司财务分析

盈利能力分析

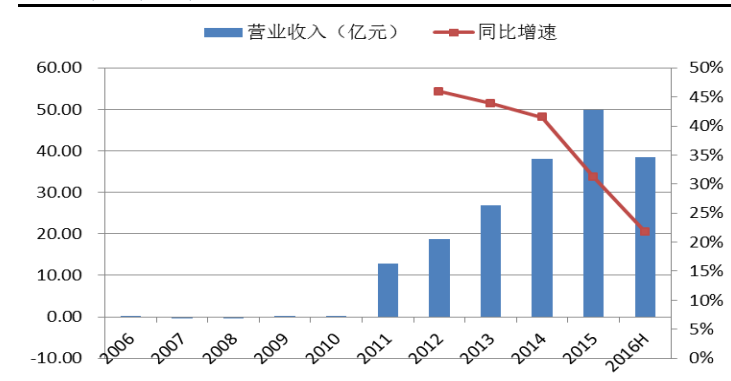
我们分别使用净资产收益率，总资产净利润率和销售利润率来考查华夏幸福的盈利能力。根据最近几年的资产负债表和利润表，同时对比板块盈利能力指标，可以看到，2011年之前，由于园区开发基础设施建设需要公司自行垫资，而结算收入比较少，公司盈利能力是落后于板块的。自2011年起，由于公司高毛利项目进入结算期，华夏幸福商业模式的优势逐步体现，公司净资产收益率和总资产报酬率明显高于板块。2016年上半年，公司低成本项目集中结算，导致销售利润率大幅增加。

图 8：华夏幸福营业收入及同比增速

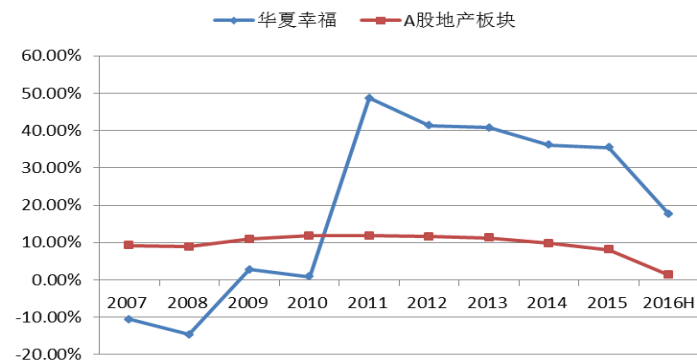


资料来源：wind，信达证券研发中心

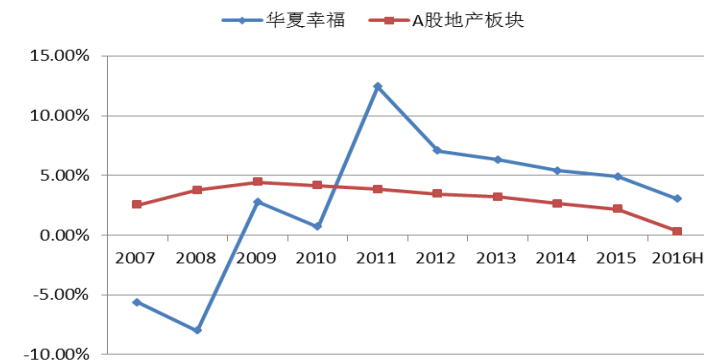
图 9：华夏幸福净利润及同比增速



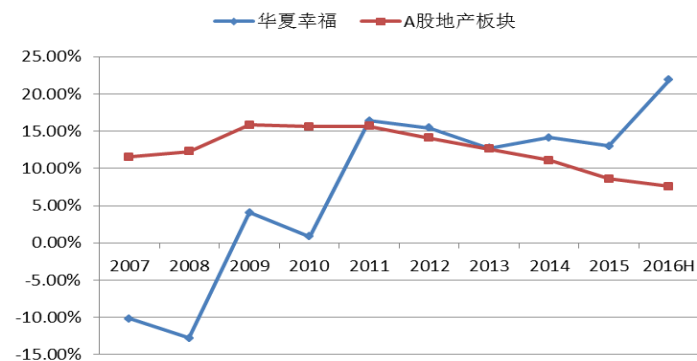
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10: 净资产收益率对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 总资产报酬率对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 12: 销售利润率对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 7: 华夏幸福盈利能力情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
净资产收益率 ROE	-10.59%	-14.65%	2.74%	0.81%	48.74%	41.32%	40.82%	36.12%	35.49%	17.56%
总资产报酬率 ROA	-5.64%	-8.00%	2.77%	0.69%	12.41%	7.05%	6.29%	5.39%	4.90%	3.03%
销售净利率	-10.18%	-12.76%	4.07%	0.88%	16.42%	15.46%	12.76%	14.14%	13.01%	21.90%

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

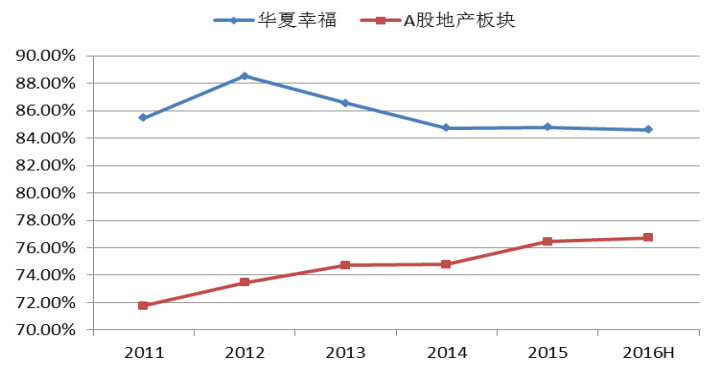
偿债能力分析

我们用“货币现金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)”、资产负债率和“(总负债-预收款项)/(总资产-预收账款)”三个指标分析上市地产公司短期和长期负债能力。可以看到公司短期偿债能力优秀。对比地产行业板块数据,可以看到华夏幸福的资产负债率一直高于A股板块水平,这是公司规模扩张的必然结果。目前公司综合借贷成本为6.99%,略高于行业龙头公司。总体来看公司长期偿债能力略弱于行业,短期偿债能力明显优于板块整体水平。

表 8: 华夏幸福偿债能力分析

单位: 亿元		2016H	2015	2014	2013	2012	2011
短期 偿债 能力	货币资金	397.92	368.02	161.94	99.44	55.56	35.74
	短期借款	27.2	70.08	79.38	33.95	6.7	2.89
	一年内到期的非流动 负债	127.78	122.27	132.8	64.07	19.28	14.02
	货币资金/(短期借款+ 一年内到期的非流动 负债)	256.76%	191.33%	76.32%	101.45%	213.86%	211.35%
长期 偿债 能力	总负债	1835.74	1429.93	965.68	641.39	382.35	235.71
	预收账款	885.61	672.55	439.8	349.81	242.53	169.65
	总资产	2169.9	1686.23	1139.64	740.94	431.93	275.8
	资产负债率	84.60%	84.80%	84.74%	86.56%	88.52%	85.46%
	(总负债-预收款项)/ (总资产-预收账款)	73.98%	74.72%	75.14%	74.55%	73.82%	62.23%

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

图 13：华夏幸福资产负债率与 A 股地产板块的比较


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

收益确定性分析

我们用“年预收账款/年营业收入”指标分析上市地产公司业绩确定性。根据 2015 年年报，华夏幸福 2015 年预收账款占营业收入的比重约为 175.44%，在房地产板块中处于较高水平，公司未来两年的业绩确定性较好。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司产业发展服务业务随着早年项目发展成熟进入业绩结算期。这部分业务毛利率较高，我们预计 2016 年至 2018 年高毛利业务占比将逐渐升高，带动公司整体毛利率水平上移。公司在已开发的园区具有土地优势，并不急于获得太多土地储备而占用太多资金，降低了公司住宅开发业务的成本。同时，公司项目集中的京津冀、长三角地区住宅销售情况良好，公司土地成本低、开发成本低，住宅项目升值潜力大，这些因素促使公司住宅开发业务有比较快的周转率和比较高的毛利率。这两项主营业务业绩在未来两至三年都会有比较好的表现。公司主营产业园区开发业务，但是商业模式一直在不断演进，从最初的产业园区开发，到产业新城开发，再到目前 TOD 模式开发。公司主营业务方向符合我国经济社会发展的趋势，商业模式可以规模复制并具有较高门槛。公司具有先发优势，已布局园区之间的协同效应逐步显现。这些因素在一定程度上保证了公司良好的长期发展趋势。我们对公司经营的主要假设和预测为：

1. 收入：产业发展服务业务营收占比将逐渐增加，我们预计 2016 至 2018 年这部分业务营业收入为 85.63 亿元、102.76 亿元、131.53 亿元，同比增速分别为 35%、20%、28%。土地开发、基础设施建设、及物业管理业务，会随着公司园区项目大规模异地复制，在未来两至三年营收增加，我们预计 2016 至 2018 年这部分业务营业收入为 47.88 亿元、58.08 亿元、74.47 亿元，同比增速分别为 35%、21%、28%。我们预计园区住宅开发和城市开发业务营收占比将有所下降，但仍然是

公司主要的收入来源，我们预计 2016 至 2018 年这部分业务营业收入为 347.1 亿元、409.3 亿元、520.4 亿元，同比增速分别为 24%、18%、27%。

2. 毛利率：由于公司高毛利业务营收占比将逐渐扩大，住宅开发业务仍保持高周转、低成本的状态，公司毛利率将在近两至三年将逐渐上升并保持稳定。我们预计 2016 年、2017 年、2018 年，公司综合毛利率分别为 36%、37%、37%。

综合以上分析，我们预计公司营业总收入 2016 至 2018 年分别为 481 亿元、570 亿元、726 亿元，同比增速分别为 25.38%、18.62%、27.4%。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年归属母公司净利润分别为 64 亿元、81 亿元和 105 亿元，EPS 分别为 2.17 元、2.76 元、3.54 元，对应 2016 年 9 月 23 日收盘价 28.98 元，PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。

估值与投资评级

因为 A 股无完全可比公司，我们将公司产业发展服务、土地基建及物业管理、园区住宅及城市开发三大业务分开估值。目前 A 股园区地产、基础建设及住宅开发的可比公司加权 PE 分别为 40.52 倍、23.33 倍及 15.44 倍，根据我们预测的三部分业务 EPS，我们给予公司产业发展服务、土地基建及物业管理业务 0.6 倍至 0.8 倍基准 PE，给予园区住宅及城市开发 1 倍的基准 PE，得到公司的估值区间为 42.32 元至 50.96 元。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 2.17 元、2.76 元、3.54 元，对应 2016 年 9 月 23 日收盘价 28.89 元，PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。公司产业服务业务进入业绩结算期，商业模式保证业绩高速增长，看好公司长期发展。首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：产业发展服务业务基准 PE

证券代码	证券简称	2016 年预测 PE	总市值 (亿元)	总市值占比	加权 PE
600064.SH	南京高科	12.84	132.63	8.22%	1.06
600639.SH	浦东金桥	39.70	201.60	12.50%	4.96
600658.SH	电子城	15.93	98.12	6.08%	0.97
600663.SH	陆家嘴	36.60	713.76	44.24%	16.19
600848.SH	上海临港	69.43	178.78	11.08%	7.69
600895.SH	张江高科	53.94	288.37	17.87%	9.64
总和	--	--	1613.25	--	40.52

资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心 注：股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

表 10: 土地基建及物业业务基准 PE

证券代码	证券简称	2016 年预测 PE	总市值 (亿元)	市值占比	加权 PE
600510.SH	黑牡丹	23.89	96.02	41.90%	10.01
600239.SH	云南城投	19.41	62.62	27.33%	5.30
000965.SZ	天保基建	26.03	70.52	30.77%	8.01
合计	--	--	229.17	--	23.33

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

表 11: 华夏幸福估值区间

	2016 年 EPS (元)	2016 年 PE	0.6 倍 PE	0.8 倍 PE
产业发展服务	1.01	40.52	24.59	32.79
土地基建及物业	0.09	23.33	1.33	1.77
住宅与城市地产开发	1.06	15.44	16.40	16.40
合计	-	--	42.32	50.96

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2016 年 9 月 23 日收盘价

注: 住宅与城市地产开发 2016 年 PE 采用申万房地产开发 2016PE

风险因素

1. 行业政策变动的风险。房地产政策收紧对公司住宅开发业务将形成一定压力。此外, 公司各项业务的顺利进行需要与当地政府密切配合。公司的产业发展服务和土地基建业务的收入来源直接来自于当地政府。如果出现政策变动等情况, 公司无法及时获得政府回款, 对公司的经营会产生比较大的影响。
2. 公司资本结构带来的风险。2014 年以来, 公司开始大规模异地复制园区开发项目。由于园区开发起步阶段公司需要先行垫资进行土地整理和基础设施建设, 大规模扩张为公司带来了资金压力。目前公司资本结构中债务占比比较高, 公司杠杆率略高于板块整体水平。目前公司综合借贷成本 6.99%也略高于板块龙头企业的水平。由于公司手里握有大量现金, 公司短债压力不大, 长债压力比较大。
3. 海外项目经营存在不确定性的风险。海外业务的经营情况和国内存在一定差异, 存在经营风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	107,672.29	153,765.12	183,732.48	206,800.68	248,630.53
货币资金	16,193.92	36,801.67	28,126.92	27,320.41	43,300.09
应收票据	5,137.48	7,179.37	9,002.06	10,678.50	13,604.78
应收账款	946.64	2,012.78	2,547.30	3,021.68	3,849.72
预付账款	2,983.32	2,539.36	3,186.53	3,779.95	4,815.79
存货	78,316.03	100,621.20	140,869.68	162,000.13	183,060.15
其他	4,094.89	4,610.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6,291.90	14,858.23	16,606.02	19,425.45	24,346.85
长期投资	17.29	130.96	130.96	130.96	130.96
固定资产	5,447.05	12,807.89	14,418.68	17,103.85	21,790.89
无形资产	455.02	82.95	92.91	100.34	106.36
其他	372.53	1,836.43	1,963.47	2,090.30	2,318.63
资产总计	113,964.19	168,623.35	200,338.50	226,226.13	272,977.37
流动负债	84,783.50	113,839.40	144,105.47	159,749.28	194,265.23
短期借款	7,938.00	7,008.40	2,619.06	2,618.97	2,709.16
应付账款	11,790.98	17,847.55	22,143.62	25,774.82	32,759.56
其他	65,054.52	88,983.45	119,342.78	131,355.49	158,796.51
非流动负债	11,784.42	29,153.95	24,012.66	25,933.82	27,474.81
长期借款	9,488.61	28,532.05	23,234.05	25,010.21	26,298.10
其他	2,295.81	621.90	778.61	923.61	1,176.71
负债合计	96,567.91	142,993.35	168,118.13	185,683.09	221,740.04
少数股东权益	7,602.71	12,103.21	12,363.82	12,695.06	13,120.60
归属母公司股东权益	9,793.57	13,526.79	19,856.56	27,847.98	38,116.73
负债和股东权益	113,964.19	168,623.35	200,338.50	226,226.13	272,977.37

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	26,885.55	38,334.69	48,062.25	57,012.84	72,636.31
同比(%)	27.66%	42.58%	25.38%	18.62%	27.40%
归属母公司净利润	3,537.54	4,800.77	6,408.25	8,145.22	10,464.24
同比(%)	30.30%	35.71%	33.48%	27.11%	28.47%
毛利率(%)	35.77%	34.52%	36.01%	37.21%	37.36%
ROE(%)	36.12%	35.49%	32.27%	29.25%	27.45%
每股收益(元)	1.20	1.62	2.17	2.76	3.54
P/E	24.13	17.78	13.32	10.48	8.16
P/B	3.90	6.31	4.30	3.07	2.24
EV/EBITDA	8.35	9.28	16.79	12.94	10.01

利润表 单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	26,885.55	38,334.69	48,062.25	57,012.84	72,636.31
营业成本	17,269.20	25,103.36	30,755.03	35,798.36	45,499.39
营业税金及附加	1,866.68	2,709.02	3,398.00	4,030.81	5,135.39
营业费用	953.55	1,236.44	1,970.55	2,337.53	2,978.09
管理费用	1,753.51	2,551.62	3,023.22	3,518.98	4,472.59
财务费用	28.07	1.31	15.10	14.36	17.20
资产减值损失	40.95	133.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	90.16	303.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,063.73	6,903.04	8,900.34	11,312.80	14,533.66
营业外收入	13.52	84.52	0.00	0.00	0.00
营业外支出	17.61	39.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5,059.64	6,948.56	8,900.34	11,312.80	14,533.66
所得税	1,258.23	1,961.47	2,225.09	2,828.20	3,633.42
净利润	3,801.41	4,987.09	6,675.26	8,484.60	10,900.25
少数股东损益	263.87	186.32	267.01	339.38	436.01
归属母公司净利润	3,537.54	4,800.77	6,408.25	8,145.22	10,464.24
EBITDA	5,091.81	6,904.35	8,915.44	11,327.16	14,550.86
EPS (摊薄)	1.20	1.62	2.17	2.76	3.54

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-4,954.01	7,449.72	-11,309.33	5,315.86	22,055.83
净利润	3,537.54	4,800.77	6,408.25	8,145.22	10,464.24
折旧摊销	125.05	315.01	398.92	402.19	419.02
财务费用	28.07	1.31	15.10	14.36	17.20
投资损失	-90.16	-303.79	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-13,162.49	5,420.08	-17,863.27	-3,050.63	11,369.61
其它	4,607.97	-2,783.65	-268.33	-195.27	-214.24
投资活动现金流	-2,727.53	-5,795.55	-1,610.78	-2,685.18	-4,687.04
资本支出	-1,219.56	-7,360.84	-1,610.78	-2,685.18	-4,687.04
长期投资	-0.35	113.67	0.00	0.00	0.00
其他	-1,507.62	1,451.63	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	12,054.71	19,295.84	4,247.74	-3,437.19	-1,389.11
吸收投资	3515.25	15824.19	-6.41	-8.15	-10.46
借款	13623.67	8669.05	4347.72	-3260.89	-1165.96
支付利息或股息	-2995.64	-5125.61	-93.58	-168.16	-212.69
现金净增加额	4374.28	20956.08	-8672.37	-806.51	15979.67

研究团队简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

吴松贝：浙江大学土木工程学士学位，北京大学金融信息服务硕士学位，新加坡管理大学金融信息技术硕士学位。2016 年 7 月加入信达证券研发中心。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	金地集团	600383	金科股份	000656
保利地产	600048	滨江集团	002244	泛海控股	000046
世联行	002285	首开股份	600376		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。