

打出异地名片 园区建设龙头的二次复兴

——华夏幸福（600340）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 华夏幸福：布局全国的园区建设龙头企业

华夏幸福基业股份有限公司成立之初，主要从事住宅开发和物业管理。2002 年公司大胆转型开始从事综合性产业园区开发，随后开启了向全国产业新城领头羊迈进。目前公司的事业版图已经基本覆盖京津冀城市群、长三角城市群、珠三角城市群等国家重点城市群，并聚焦 12 大重点行业，形成了近百个区域级产业集群。

❖ 从固安到嘉善：异地复制打出异地名片

2013 年公司卡位嘉善，伴随着园区建设逐步完成，园区红利释放，嘉善园区签约投资额迎来大幅增长，2017 年上半年签约投资额达到 58.9 亿元，超过 2016 年全年，占公司新增签约投资总额的 8.1%，成为公司异地复制的标杆。嘉善项目的意义在于公司突破京津冀，在更广范围拓展、复制，嘉善项目的成功异地复制为公司打出异地名片。

❖ 乘京津冀东风 享园区红利

4 月 1 日中央决定设立河北雄安新区，考虑到雄安新区定位为重点发展高端高新产业，在雄安周边有产业园区布局的公司更具投资价值。一方面，华夏幸福沿着 G45 高速在环京周边完成布局，极大受益环京区域发展带来的辐射效应；另一方面，公司环京周边园区主打新型产业，这与环京区域的发展契合，将更有利于产业、资源、人口的导入，形成京津冀协同发展。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2017 年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 62.3 亿元，同比增长 35.3%；对应基本每股收益 2.02 元。公司 2017 年前三季度的毛利率和净利率分别为 28.7%和 20.2%，分别较去年前三季度提升 4.8 和 2.8 个百分点。我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 728.89、948.73、1175.28 亿元，净利润有望达到 81.87、101.20、124.96 亿元，EPS 分别为 2.77、3.42、4.23 元/股，对应 PE 分别为 11.63、9.41、7.62 倍，现公司 PB 为 2.44 倍，前一交易日收盘价为 30.89 元。公司仍处在园区运营的红利时代，未来有较大的估值提升空间。

风险提示：长三角产业新城发展不及预期；地产调控政策超预期等

盈利预测与估值

	2017Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	30890	72889	94873	117528
+/-%	21%	35%	30%	24%
净利润(百万)	6228	8187	10120	12496
+/-%	35%	26%	24%	23%
EPS(元)	2.02	2.77	3.42	4.23
PE	15.29	11.63	9.41	7.62

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2017/11/6
前收盘价	30.89 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

👤 联系人

徐伟平

证书编号：S1100117100001
010-66495639
xuweiping@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

华夏幸福的控股股东为华夏幸福基业控股股份有限公司，实际控制人为作为华夏幸福的董事长王文学，王文学已经入主了黑牛食品、玉龙股份等上市公司。未来华夏幸福有望借助其控制的企业资源进行资本运作，反哺园区科研开发，实现资本平台的整合效应。

对于未来成长：

长期来看，全国性人口红利转向区域性结构性，看好京津冀、长三角、珠三角三大城市群的快速发展，随着城市群的发展，将会给周围的三四线卫星城带来人口聚集和产业迁移，华夏幸福在这三大城市群均有布局，公司以独具特色的产业新城模式卡位核心城市周边，将显著受益区域发展红利。

短期来看，公司上半年固安、大厂等成熟园区签约投资额保持稳定增长，香河、永清为代表的第二批园区步入收获期，而长三角布局嘉善、来安步入高速增长期，全年园区签约投资额有望超预期。

对于与市场观点主要差异：

强大的招商团队是公司重要竞争力。近几年随着产业园区运营红利时代到来，越来越多的房企开始涉足其中，市场开始担心公司的护城河是否牢固。其实公司在企业招商选址能力方面已经形成了较高的准入壁垒，卡位重要区域，签署排他性协议，具有先发优势，行业龙头地位稳固。目前，公司已与 40 余家龙头企业结成战略联盟，与 30 多家科研院所达成校企合作，与 100 多家研发机构深度对接。对于中小企业，通过华夏幸福企业信息库进行招商，由各地区的招商团队来进行及时沟通更新；对于高级别的企业，如中国航天等高科技央企，华夏通过圈层营销，与数十家央企高层形成频繁互动，最终达到构建区域产业链的效果。

传统园区缓慢饱和，新增园区接棒增长。市场认为公司随着传统核心园区入驻基本饱和，营业收入增速放缓是长期性的。不过通过梳理公司的园区布局，我们发现传统园区确实存在缓慢饱和的情况，但公司近两年新增园区数量迅猛，部分园区逐步步入收获阶段，例如今年增长迅猛的嘉善和永清园区，其签约投资额分别为 58.9 亿元和 40 亿元，均超过 2016 年全年。考虑到公司布局的 16 个地方的园区已经处在建设开发阶段，未来几年将逐步成熟，并贡献稳定的营收，未来华夏幸福的营业收入能继续保持较高增速。

正文目录

投资摘要	2
华夏幸福：布局全国的园区建设龙头企业	5
扎根京津冀 拓展长三角、珠三角	5
产业为核，新城崛起	5
政府是公司核心客户	7
园区开发公司中的王者	8
从固安到嘉善：异地复制打出异地名片	9
园区快速扩张 新城加紧复制	9
固安模式：一城多园 政企双赢	10
嘉善：精准卡位 异地标杆	12
嘉善园区建设加速	12
上半年签约金额超 2016 年全年	13
依托区位优势，主打电子商务	13
异地名片展现扩张雄心	14
乘京津冀东风 享园区红利	15
环京区域：限购之下园区运营是看点	15
华夏幸福：环京津冀布局 享园区红利	16
受益环京区域发展带来的辐射效应	16
定位高端产业，京津冀协同发展	17
产业新城模式获认可 产业发展服务独领风骚	19
产业新城模式获认可	19
产业发展服务独领风骚	20
多元化融资，资金较为充沛	21
区别与市场的两个认识	22
强大的招商团队是公司重要竞争力	22
传统园区缓慢饱和 新增园区接棒增长	22
风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

图 1:	华夏幸福园区全国布局.....	5
图 2:	华夏幸福产业新城客户服务梯度.....	8
图 3:	华夏幸福的产业新城模式.....	8
图 4:	2017 年以来华夏幸福园区新增签约企业数量和新增签约金额.....	10
图 5:	2017 上半年各产业新城签约投资额 占比.....	10
图 6:	华夏幸福产业新城各主要区域分布.....	10
图 7:	华夏幸福固安园区位置图.....	11
图 8:	固安县 2012 年以来政府收入情况.....	11
图 9:	2012 年以来固安园区累计签约企业数量和签约金额.....	11
图 10:	华夏幸福嘉善园区位置图.....	12
图 11:	嘉善县 2011 年以来 GDP 增速.....	12
图 12:	2014 年以来嘉善园区新增签约企业数量和新增签约金额.....	13
图 13:	上海 2015 年电子商务销售额超 1.2 万亿元.....	14
图 14:	浙江省 2015 年电子商务销售额超 5000 亿元.....	14
图 16:	华夏幸福园区京津冀布局.....	17
图 17:	华夏幸福沿着 G45 高速的布局线.....	17
图 18:	文安新增签约企业数量和签约金额.....	19
图 19:	霸州新增签约企业数量和签约金额.....	19
图 20:	华夏幸福产业新城 PPP 模式.....	19
图 21:	2014 年以来营业收入变动情况.....	20
图 22:	2014 年以来净利润变动情况.....	20
图 23:	产业发展收入保持高速增长.....	21
图 24:	2017 年产业发展收入占比超 60%.....	21
图 25:	产业发展服务毛利率维持在 95% 的高水平.....	21
图 26:	2012 年以来固安园区每年签约企业数量和签约金额.....	23
图 27:	嘉善园区 2017 上半年签约额 58.9 亿元.....	23
图 28:	永清园区 2017 上半年签约额 40 亿元.....	23
表 1:	华夏幸福园区开发情况.....	6
表 2.:	6 家园区开发上市公司 2017 上半年营业收入、营业成本情况比较.....	8
表 3.:	6 家园区开发上市公司 2017 上半年利润总额、净利润情况比较.....	9
表 4.:	固安的一城多园模式.....	12
表 5.:	雄安新区大事记.....	15
表 6.:	华夏幸福京津冀园区开发情况.....	17

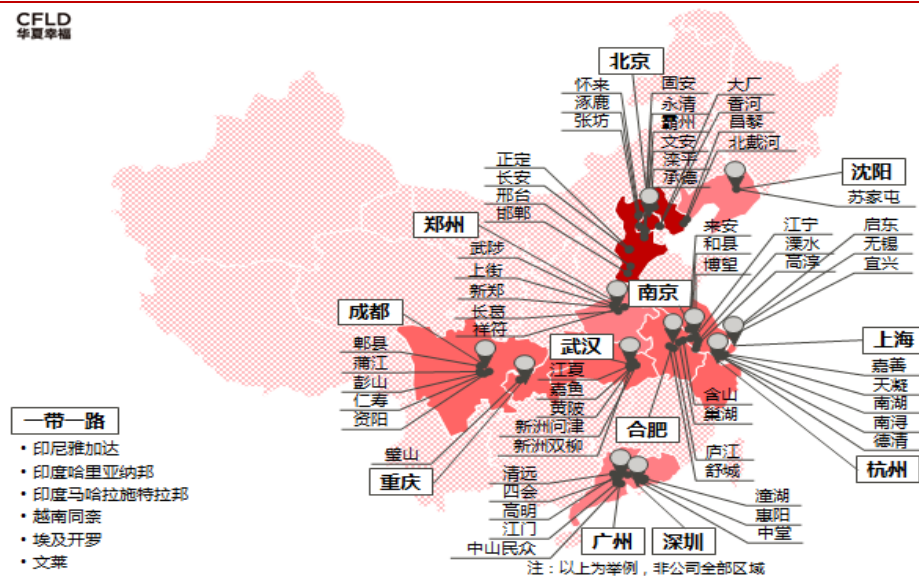
华夏幸福：布局全国的园区建设龙头企业

华夏幸福基业股份有限公司前身是成立于1998年的华夏幸福房地产开发有限公司，公司成立之初主要从事住宅开发和物业管理。2002年公司大胆转型开始从事综合性产业园区开发，同年6月公司第一个产业新城项目“固安工业园区”奠基成立，随后开启了从区域产业园区龙头向全国产业新城领头羊迈进。

扎根京津冀 拓展长三角、珠三角

公司在上市前，主要开发环京区域的产业新城，包括固安、大厂和怀来，2011年上市之后，逐年加大产业新城委托区域的承接力度，在夯实京津冀区域的同时，华夏幸福积极布局长江经济带、珠三角、“一带一路”等重点区域。目前公司的事业版图已经基本覆盖京津冀城市群、长三角城市群、珠三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群等国家重点城市群。并聚焦12大重点行业，形成了近百个区域性产业集群。

图1：华夏幸福园区全国布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

产业为核，新城崛起。产业新城是公司特定县域提供的综合开发业务，指的是遵循区域的城市开发规划和产业政策，为城市提供整体规划、城市基础设施建设、产业发展服务以及城市综合配套服务；根据城市产业政策吸引相关产业及产业链上下游和相关产业集群的企业在区域内部投资建设，通过产业的升级改造提升区域产业竞争力；同时通过提供基础设施建设、城市配套功能服务等提升城市基本形象。

2017年上半年公司持续深耕京津冀，积极开拓长三角城市群、珠三角城市群、

长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等国家重点城市群和一带一路等热点区域，围绕重点城市群布局，卡位布局先发优势明显。公司新增 15 个园区，目前累计园区开发项目已经达到 52 个。公司进一步明确产业发展是华夏幸福产业新城建设的核心重点，聚焦电子信息、高端装备、新能源汽车、航空航天、节能环保、新材料、生物医药、都市消费、生产性服务业、文化创意等 10 大重点产业，推动产业集群集聚发展。2017 年上半年公司签约 222 个入园企业，签约投资额 731.5 亿。

表1. 华夏幸福园区开发情况

园区名称	园区所在地	园区开发情况	2017 年上半年园区新增签约金额 (亿元)	新增入园企业
固安	廊坊市	成熟运营阶段	108.2 亿元	51 家
大厂	廊坊市	成熟运营阶段	13.1 亿元	16 家
香河	廊坊市	成熟运营阶段	34.1 亿元	16 家
怀来	张家口市	成熟运营阶段	30.2 亿元	6 家
苏家屯	沈阳市	成熟运营阶段	5.9 亿元	5 家
霸州	廊坊市	成熟运营阶段	59.3 亿元	11 家
永清	廊坊市	成熟运营阶段	40 亿元	7 家
无锡	无锡市	成熟运营阶段	23.3 亿元	1 家
嘉善	嘉兴市	成熟运营阶段	58.9 亿元	27 家
来安	滁州市	成熟运营阶段	37.5 亿元	8 家
溧水	南京市	成熟运营阶段	12.7 亿元	6 家
和县	马鞍山市	成熟运营阶段	15.6 亿元	8 家
文安	廊坊市	建设起步阶段	57 亿元	4 家
邢台	邢台市	建设起步阶段	6 亿元	2 家
邯郸	邯郸市	建设起步阶段		
北戴河	秦皇岛市	建设起步阶段	1.2 亿元	1 家
昌黎	秦皇岛市	建设起步阶段	9.8 亿元	5 家
江宁	南京市	建设起步阶段	1 亿元	1 家
南浔	湖州市	建设起步阶段	37 亿元	4 家
长葛	许昌	建设起步阶段	12 亿元	1 家
舒城	六安	建设起步阶段	48.9 亿元	11 家
武陟	焦作	建设起步阶段	26.6 亿元	8 家
新洲问津	武汉市	建设起步阶段	7 亿元	1 家
嘉鱼	咸宁	建设起步阶段	1 亿元	1 家
新洲双柳	武汉	建设起步阶段		
江门	江门市	建设起步阶段	13.5 亿元	2 家
彭山	峨眉市	建设起步阶段	30.8 亿元	8 家
蒲江	成都市	建设起步阶段	8.8 亿元	4 家
涿鹿	张家口市	规划定位阶段		
新郑	郑州市	规划定位阶段	22 亿元	2 家

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

江夏	武汉市	规划定位阶段	5 亿元	2 家
清远	清远市	规划定位阶段		
南湖	嘉兴市	规划定位阶段		
璧山	重庆市	规划定位阶段		
含山	马鞍山市	规划定位阶段		
南京	南京市	规划定位阶段		
博望	马鞍山市	规划定位阶段	1.2 亿元	1 家
肇庆四会	肇庆市	规划定位阶段		
巢湖	巢湖市	规划定位阶段		
德清	湖州市	规划定位阶段		
镇隆	惠州市	规划定位阶段		
高淳	南京市	规划定位阶段		
郫县	成都市	规划定位阶段		
高明区域	佛山市	规划定位阶段		
黄陂区域	武汉市	规划定位阶段		
中山区域	中山市	规划定位阶段		
宜兴区域	无锡市	规划定位阶段		
仁寿清水里仁区域	眉山市	规划定位阶段		
仁寿中岗向家区域	眉山市	规划定位阶段		
东莞	东莞市	规划定位阶段		
昆山	苏州市	规划定位阶段		
合川	重庆市	规划定位阶段		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

政府是公司核心客户

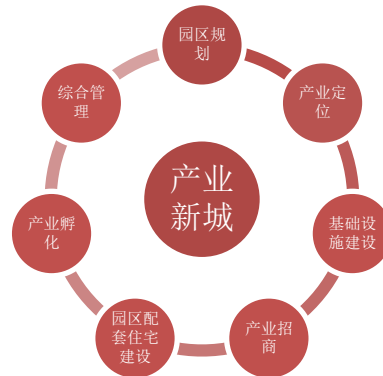
公司作为产业新城开发运营商，面向客户主要分为三类：政府、居民和企业。在产业新城开发过程中，政府是公司的核心客户，公司通过与政府签订排他式的园区委托协议，为政府提供园区前期规划承建+后期招商运营的一揽子服务；第二类客户是居民，公司提供的服务主要是园区住宅销售，以及相关的配套增值服务，如酒店、学校、医院运营等；第三类客户为入园企业，主要享受公司提供的工业厂房租赁、企业孵化以及产业基金融资等服务。

图2：华夏幸福产业新城客户服务梯度



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图3：华夏幸福的产业新城模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司产业新城板块收入主要来自于政府付费，基础设施和公共设施按成本的 110%~115% 结算；土地整理按成本的 110%~115% 结算；产业发展服务费按当年新增落地投资额的 45% 结算；其他服务费用，如规划设计、咨询、公共项目维护等按市场定价支付。政府付费的资金主要来自园区内新产生的收入，包括税收和土地出让金的地方留成部分。

园区开发公司中的王者

当前 A 股上市园区开发类上市公司有 6 家，分别为浦东金桥、外高桥、陆家嘴、上海临港、张江高科和华夏幸福。2017 年上半年华夏幸福实现营业收入达到 222.59 亿元，而其他 5 家园区类上市公司的营业收入共计 110.72 亿元，华夏幸福 2017 年上半年的营业收入是其他 5 家园区开发公司总营收的 2 倍。公司上半年营业收入同比增长 26.44%，仅次于张江高科，位居行业前列。

表2. 6 家园区开发上市公司 2017 上半年营业收入、营业成本情况比较

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)			营业成本 (亿元)			收入比成本 增速
		2017H1	2016H1	同比增长	2017H1	2016H1	同比增长	
600639.SH	浦东金桥	56.23	37.88	25.00	28.85	15.73	83.36	小于
600648.SH	外高桥	8.07	7.74	4.30	2.48	2.58	-4.13	大于
600663.SH	陆家嘴	32.41	39.60	-18.18	25.87	28.02	-7.67	小于
600848.SH	上海临港	4.96	11.78	-57.89	2.37	6.10	-61.13	大于
600895.SH	张江高科	9.05	2.92	60.41	4.32	0.79	448.95	小于
600340.SH	华夏幸福	222.59	176.05	26.44	94.54	87.47	8.09	大于
	共计	333.31	275.98	20.77	158.43	140.69	12.61	大于

2017 年上半年 6 家园区开发企业均实现盈利，共计实现净利润 76.87 亿元，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

同比增长 37.97%。其中上海临港 2017 年上半年实现净利润 1.89 亿元，同比增长 217.15%，增速最快。外高桥出现净利润下滑情况，上半年实现净利润 2.63 亿元，同比下滑 14.70%。2017 年上半年华夏幸福实现利润总额 79.56 亿元，同比增长 40.50%。实现净利润 54.46 亿元，同比增长 46.17%，显著高于行业平均水平。

表3. 6 家园区开发上市公司 2017 上半年利润总额、净利润情况比较

证券代码	证券简称	利润总额 (亿元)			净利润 (亿元)		
		2017H1	2016H1	同比增减幅度 (%)	2017H1	2016H1	同比增减幅度 (%)
600639.SH	浦东金桥	4.91	4.46	10.09	3.68	3.33	10.31
600648.SH	外高桥	3.84	5.54	-30.74	2.63	3.08	-14.70
600663.SH	陆家嘴	19.31	15.35	8.61	11.01	8.57	28.43
600848.SH	上海临港	2.51	0.73	136.09	1.89	0.59	217.15
600895.SH	张江高科	3.71	3.85	-3.58	3.21	2.88	11.74
600340.SH	华夏幸福	79.56	56.62	40.50	54.46	37.26	46.17
	共计	113.83	86.56	31.51	76.87	55.72	37.97

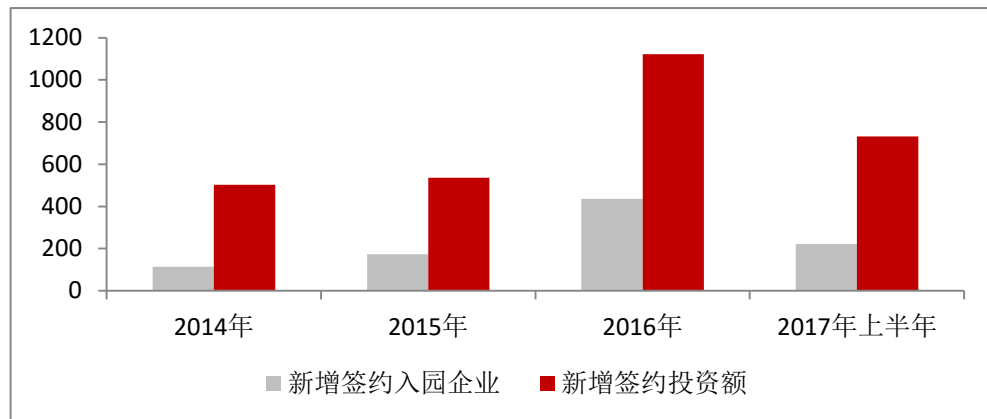
资料来源: Wind, 川财证券研究所

从固安到嘉善：异地复制打出异地名片

园区快速扩张 新城加紧复制

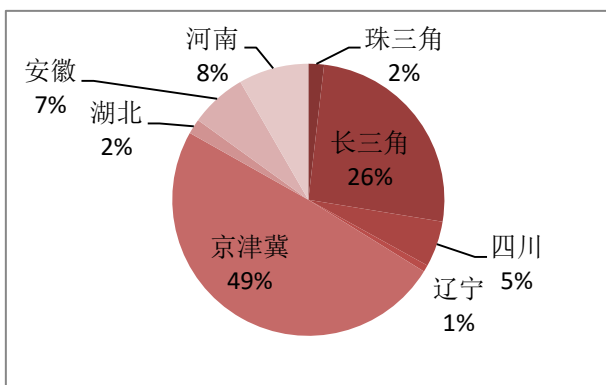
华夏幸福的产业园区布局起步于京津冀，固安园区更是一直以来公司的标杆产品。经过十几年的积淀，华夏幸福已具备较强的产业新城快速打造能力，产业新城异地复制成效渐显，截止报告期末，华夏幸福的产业新城基本覆盖京津冀城市群、长三角城市群、珠三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等国家重点城市群。2017 年上半年华夏投资运营的园区新增签约入园企业 222 家，新增签约投资额为 731.5 亿。不难发现，2014 年以来园区新增签约投资额逐步走高，2016 年首次突破千亿元，达到 1122.4 亿元。2017 年上半年公司新增签约投资额就达到 731.5 亿元，考虑到公司上半年固安、大厂等成熟园区签约投资额保持稳定增长，香河、永清为代表的第二批园区步入收获期，而长三角布局嘉善、来安步入高速增长期，全年园区签约投资额有望超预期。

图4： 2017 年以来华夏幸福园区新增签约企业数量和新增签约金额



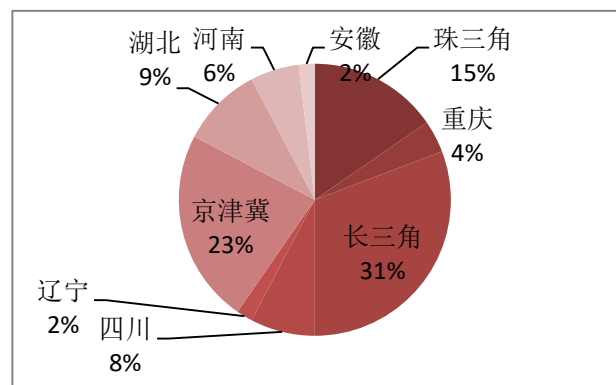
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图5： 2017 上半年各产业新城签约投资额 占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图6： 华夏幸福产业新城各主要区域分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

从华夏幸福当下的产业新城布局来看，京津冀园区占比逐步下降，长三角、珠三角的比例逐步提升，园区数量分别为 16 个和 8 个，占比分别为 31%和 15%。从 2017 年上半年签约投资额来看，京津冀园区签约投资额占比已经降至 5 成以内，长三角的园区开始快速成长，其签约投资额已经接近 3 成，成为公司新的增长点。

固安模式：一城多园 政企双赢

2002 年 6 月华夏幸福第一个产业园区“固安工业园区”奠基成立，当年固安县的财政收入仅有 1.2 亿元，随后华夏幸福便开始了长达十余年的耕耘，伴随着园区不断扩大，2015 年固安园区的累计签约企业家数超过 350 家，签约投资额突破千亿元。2017 年上半年固安园区的累计签约企业家数已超过 500 家，累计签约投资额 1385.4 亿元，全年累计签约投资额有望超过 1500 亿元。随着签约企业数量的增加，产业聚集效应愈发显著，固安地区的经济发展也被带

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

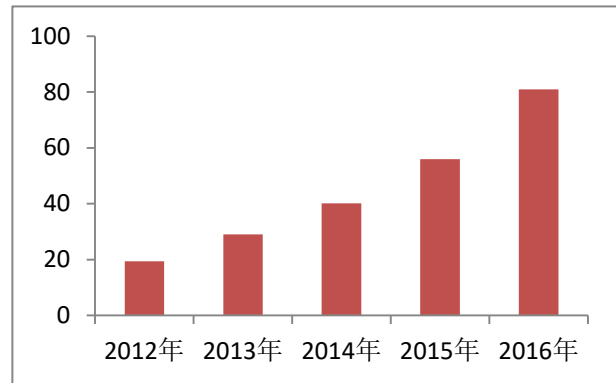
动起来，2016年固安县的财政收入已经达到80.9亿元，14年里实现了近70倍的增长。从一个典型农业县转变为多产业聚集的全国县域经济发展潜力百强县。

图7：华夏幸福固安园区位置图



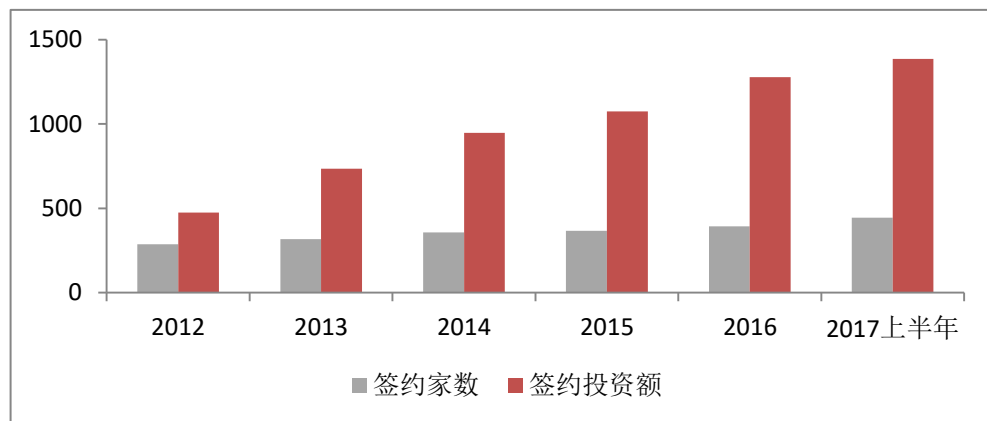
资料来源：公司网站，川财证券研究所

图8：固安县2012年以来政府收入情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图9：2012年以来固安园区累计签约企业数量和签约金额



资料来源：公司公告，川财证券研究所

一方面，华夏幸福依靠强大的招商能力，引入企业，带动了固安政府财政收入的快速增长，县城经济指标的提高；另一方面，自身通过产业发展服务以及后续的配套住宅开发，获得了丰厚的利润，实现了政企双赢的局面。在此背景下，华夏幸福与政府的合作也进一步深入，2012年和2015年华夏幸福和固安县签订了新的框架协议，分别增加了48.6平方公里和64.3平方公里，管理年限均为50年。固安园区建设也迈入了新阶段，由以前的“一城一园”向“一城多园”过渡，现在固安区域已经建成五大产业园区，分别为电子商务产业园、环保产业园、航天产业园、卫星导航产业园和肽谷生物医药产业园，目前入园企业已经超过500家，其中不乏京东、中国航天科技集团、中国航天科工集团等龙头企业。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表4. 固安的一城多园模式

园区名称	定位	入园企业
固安电子商务产业园	电商物流基地	京东华北订单处理中心
固安环保产业园	环保设备制造及配套产业	中小环保企业集群
固安航天产业园	军民结合产业示范区	中国航天科技集团和中国航天科工集团
固安卫星导航产业园	导航产业	卫星导航企业近 70 家
固安肽谷生物医药产业园	生物医药产业	北京太东生物科技有限公司等 30 余家医药企业

资料来源：公司公告，川财证券研究所

嘉善：精准卡位 异地标杆

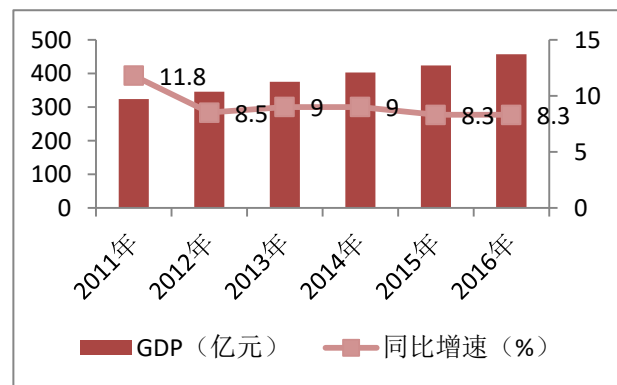
2013 年 6 月华夏幸福在嘉善县注册成立嘉兴鼎泰园区建设发展有限公司，注册资本 5 亿元，主要从事园区基础建设与管理及土地整理，华夏幸福正式卡位嘉善。嘉善新城坐拥江浙沪三地交界的区位优势，距上海市中心 80 公里、杭州 100 公里、苏州市区 80 公里，处于长江三角洲的中心地带。嘉善新城区域毗邻 4 大国际机场、3 大港口、1 条高铁航线、2 条高速、2 条国道的“43122”全方位现代化海、陆、空立体交通体系，为融入江、浙、沪“1 小时交通圈”，创造了有利条件。

图10：华夏幸福嘉善园区位置图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图11：嘉善县 2011 年以来 GDP 增速



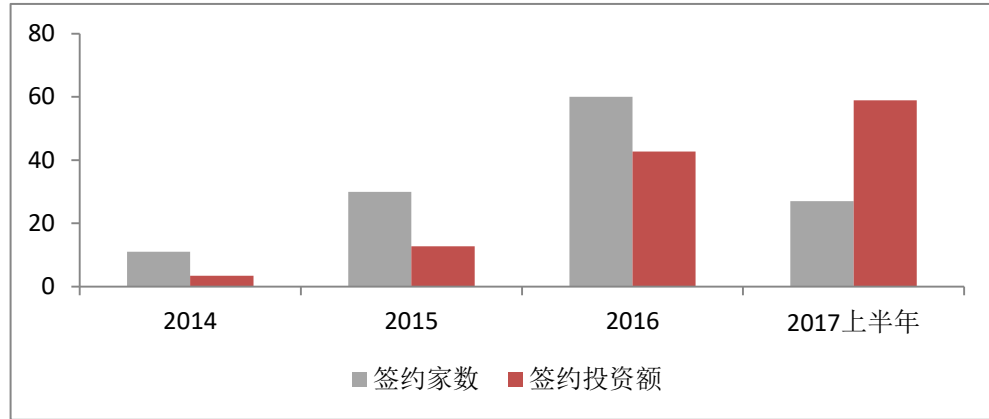
资料来源：Wind，川财证券研究所

嘉善园区建设加速。2013 年华夏幸福签约，委托区域面积为 12 平方公里，委托年限为 18 年。2013 年和 2014 年公司主要从事园区的规划、征地、拆迁，实际的建设主要集中在 2015 年和 2016 年，但其建设速度却显著超出市场预期，2016 年嘉善新城内部道路完工里程 5.67 公里；景观完工 4 个，面积 21.3 万平方米；公建完工 2 个，面积 2.3 万平方米。基础设施聚焦迎宾大道改造、基础路网工程项目，迅速构建区域路网格局。公共服务设施将以核心区云湖公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

园、规划展馆、城市门户、新西塘水街等项目为建设重点，全面构建区域生态肌理，塑造水乡魅力城市客厅。

图12：2014年以来嘉善园区新增签约企业数量和新增签约金额

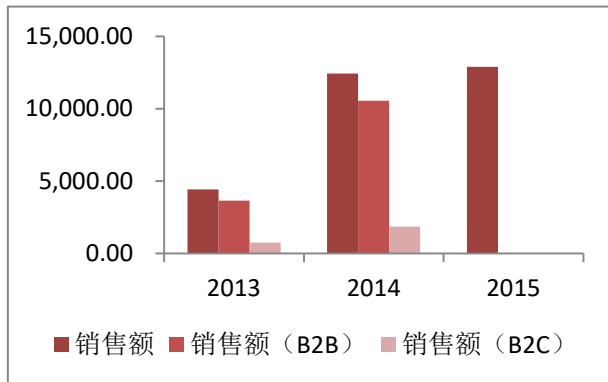


资料来源：公司公告，川财证券研究所

上半年签约金额超2016年全年。2014年华夏幸福嘉善新城签约家数仅有11家，签约投资金额仅有3.4亿元，随后伴随着园区建设逐步完成，园区红利释放，嘉善园区签约投资额迎来大幅增长，2015年签约投资额达到12.8亿元，2016年签约投资额达到42.7亿元。2017年上半年入园企业达到27家，仅次于固安园区。其58.9亿元的签约额超过2016年全年，在主要园区中排在第三位，占公司新增签约投资总额的8.1%。嘉善园区新增签约投资额增长迅速，成为公司产业新城异地复制的标杆。考虑到公司的产业发展服务是公司利润的主要贡献源，而产业发展服务是以园区落地投资额的45%结算的，嘉善新区的快速增长对于公司营收构成支撑。

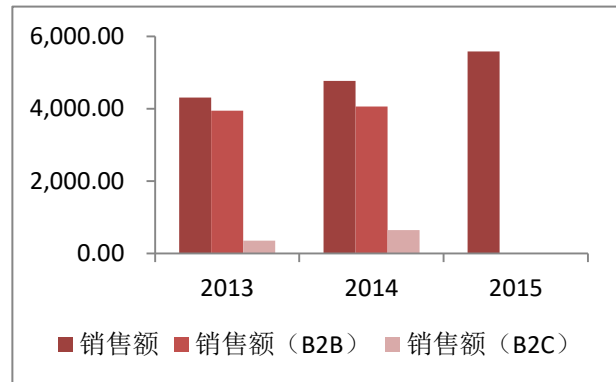
依托区位优势，主打电子商务。产业发展方面，嘉善园区将重点打造软件信息、影视传媒、科技研发、电子商务四大产业集群，快速做大做强，形成集聚效应，助力城市产业升级。但当前主打的是电子商务产业。嘉善从2014年就被确定为上海自贸区嘉善项目协作区，并计划建设成为上海自贸区功能配套的优先承载区、制度创新的率先复制区、开放红利的首批共享区。同年，国家工信部将嘉善高铁新城确定为《跨境电子商务共建试验区》，中国电子商务协会将其确定为《中国电子商务创新产业新城》。

图13：上海2015年电子商务销售额超1.2万亿元



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图14：浙江省2015年电子商务销售额超5000亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

从2013-2015年嘉善高铁新城正是看中了这一来自上海的产业外溢机会量身定制了产业规划，并与周边地区错位互补，以信息技术为核心基础，形成互联网产业和智能制造两大产业集群。电子商务就是其互联网产业中的先导。

跨境电商是嘉善高铁新城电子商务产业集群的一大亮点，嘉善电子商务产业园可以为企业提供一站式服务助力企业高效运作：综保仓高效的保税通关服务，即在跨境电商保税进出口基地里，海关、国检等派出机构进驻，专用保税仓库、全程电子化检验和报关、新型保税通关模式，为企业提供低成本、高效率的物品进出境“绿色通道”；完善的结汇退税服务为企业提供便利快捷的电子结汇和缴退税通道；创新的金融平台可帮助企业与金融信贷机构结盟，为企业提供具有竞争力的金融综合解决方案。

异地名片展现扩张雄心。嘉善项目的成功主要有三个原因，一是卡位精准，在嘉善高铁尚未规划建设时已经成功卡位入驻，这体现的是公司前瞻性的布局。嘉善项目的孔雀城已经售出9期，第一期均价在6000元/平方米左右，现在已经超过12000元/平方米。二是，华夏幸福本身是“县域经济专家”，吸取了京津冀园区的经验，具有更好的园区复制基础。三是，嘉善县的基础条件显著好于京津冀的各区县，2013年和2014年的GDP同比增速均为9%，2015年和2016年的GDP同比增速维持在8.3%，2016年嘉善县GDP为456.95亿元，而公司扎根最久的固安县2016年的GDP仅有205亿元。

嘉善项目的意义在于公司突破京津冀，在更广范围拓展、复制，并且发展速度快，固安已经超过10年，大厂6年，而嘉善实际上只有两年。嘉善成功可能意味着同期的南京、杭州等其他长三角项目也将顺利推进。公司享受核心城市带人口外溢红利，园区复制成功率较为乐观。

乘京津冀东风 享园区红利

环京区域：限购之下园区运营是看点

4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。“雄安新区”规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里、中期发展区面积约200平方公里、远期控制区面积约2000平方公里。针对中央决定设立河北雄安新区，新华社评论称雄安新区“是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事”。

图15： 雄安新区地理位置



资料来源：新华网，川财证券研究所

1980年深圳特区获批，1990年上海浦东开发，自两区成立以来经济、人口快速发展，深圳GDP从1980年至今每年复合增速高达28.5%，浦东新区GDP从本世纪初在上海区域占比不到20%，发展至今其GDP占上海市比重超过30%，产值超过7000亿，在全国3大重点城市圈中，深圳和上海的浦东在各自区域成为领头羊，而此次雄安新区的出炉，无疑有望在环渤海或者京津冀地区承担了一个无与伦比的角色。广度方面，雄安新区的远期控制区面积也大于前2者，浦东新区至今为止规划区域面积仅1210平方公里，而深圳特区在成立之初仅有395平方公里，直至2010年才扩容至1948平方公里。本次雄安新区远期规模的2000平方公里的区域面积，具有更广阔的发展空间。

表5. 雄安新区大事记

时间	概要
----	----

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

- 2017年2月 国家主席习近平专程到河北省新县进行实地考察，主持召开河北雄安新区规划建设工作会议
- 2017年4月 中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，“雄安新区”规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分地区，地处北京、天津、保定腹地，规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里、中期发展区面积约200平方公里、远期控制区面积约2000平方公里。
- 2017年6月 中国共产党河北雄安新区工作委员会、河北雄安新区管理委员会获批设立，为中共河北省委、河北省人民政府派出机构。
- 2017年7月 中国雄安建设投资集团有限公司正式成立，注册资本为100亿元，企业类型为有限责任公司（国有独资）。该公司经营范围包括以其自有资金对外投资，其仅有唯一股东即河北省人民政府。
- 2017年8月 日前，北京市委书记蔡奇率北京市考察团赴河北考察，与河北省签署了《关于共同推进河北雄安新区规划战略合作协议》。8月21日，北京市召开新闻发布会介绍了该《协议》及北京市制定的《关于进一步健全京津冀协同发展产业疏解配套政策意见》的具体内容。《协议》和《意见》基于北京教育、医疗、科技创新等核心资源优势，在支持北京市属国企与雄安新区在科技创新领域开展合作，鼓励有意愿的在京企业有序向雄安新区转移发展，支持北京市属国有企业为雄安新区在市政基础设施、城市运行保障等领域提供服务，以及加速北京与雄安新区之间交通基础设施规划建设等方面，提出了一批“有共识、看得准、能见效”的具体项目。

资料来源：经济参考报、新华社等媒体，川财证券研究所

雄安新区设立消息一出，容城、安新、雄县三县随即冻结全部房产过户，随后五天内，霸州、文安、任丘、定兴等周边10个城（区）开启限购模式，雄安新区成为炒房禁区。其实在新区规划的推进中，需要重点关注未来的动态变化。考虑到雄安新区定位为重点发展高端高新产业，在雄安周边有产业园区布局或拥有产业园区运营经验的公司更具投资价值。

华夏幸福：环京津冀布局 享园区红利

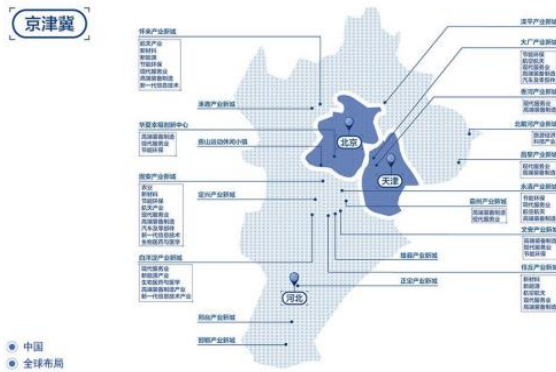
受益环京区域发展带来的辐射效应。2014年华夏幸福与保定市人民政府签署了《关于整体合作建设经营白洋淀科技城合作协议》。《合作协议》约定保定市人民政府以河北省保定市行政区划内建设白洋淀科技城的整体合作开发经营等各事项与公司进行合作，委托区域面积约为300平方公里，先期开发建设核心区域约为35平方公里。2015年公司与雄县人民政府签署了《整体合作开发建设经营河北省雄县约定区域的合作协议》，协议约定雄县人民政府将以河北省雄县行政区划内约定区域的整体开发各事项与公司进行合作，委托区域面积约为181.2平方公里。

4月1日中央宣布设立雄安新区，华夏幸福于4月5日发布澄清公告，白洋淀科技城和雄县产业新城项目尚处于规划定位阶段；尚未接到相关政府就相关委托合作开发协议后续合作变动通知；截至目前，公司在白洋淀科技城委托区域和雄县委托区域尚未取得住宅建设用地，尚未进行任何房地产项目的开发建设；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

相关协议的履行对公司 2017 年度的财务报表不会产生重大影响。公司表示，坚决拥护设立河北雄安新区的国家战略，坚决服从国家设立雄安新区的总体安排；公司作为从河北省成长起来的民营企业积极参与河北省县域新型城镇化建设，对于公司涉及雄安新区范围内的项目，坚决服从党中央国务院的重大决定和河北省委省政府的统一部署。

图16: 华夏幸福园区京津冀布局



资料来源: 公司网站, 川财证券研究所

图17: 华夏幸福沿着 G45 高速的布局线



资料来源: Wind, 川财证券研究所

值得注意的是，即使公司部分在雄安区域内的产业新城项目有变更，但公司依然显著受益“雄安新区”发展带来的辐射效应。华夏幸福在京津冀的园区布局主要沿着大广高速公路（G45）。大广高速京衡段起自廊坊市固安县西玉村（冀京界），向南经过固安县、霸州市、雄县、文安县、任丘市、高阳县、蠡县、肃宁县、饶阳县、深州市，止于石黄高速公路榆科互通，全长 187.087 公里。公司在沿途的固安、永清、霸州、文安等地都有布局，通过大广高速将沿途的园区串联起来，形成协同发展效应，将更有利于产业、资源、人口的导入，形成京津冀协同发展。

定位高端产业，京津冀协同发展。产业是区域发展的根本，产业兴则区域兴，公司在委托开发区域中着力培育创新型产业集群，以产业集群助力企业成长，积极助推区域产业转型升级。2017 年以来公司着力聚焦产业集群打造，与华为集团、美国 ATI 集团、航天振邦精密机械有限公司等行业翘楚开展深度合作，以龙头企业为引领，发挥龙头企业在资本、资源、市场等层面的优势，推动产业链上下游企业集聚，形成产业集群。

华夏幸福当前在京津冀产业园区有 11 家，分布在廊坊、张家口、邢台、邯郸和秦皇岛市，聚焦电子信息、高端装备、新能源、航空航天、节能环保、新材料、生物医药、都市消费等 10 大重点产业，推动产业集群集聚发展。

表6. 华夏幸福京津冀园区开发情况

园区名称	园区所在地	园区产业规划
------	-------	--------

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

固安	廊坊市	新型显示、航空航天、生物医药
大厂	廊坊市	影视文化、总部商务、智能制造
香河	廊坊市	影视文化、总部商务、智能制造
怀来	张家口市	航天航空、人工智能、信息技术、文旅健康
霸州	廊坊市	食品、智能制造、电子信息
永清	廊坊市	高端制造产业
文安	廊坊市	新材料、汽车零配件、能源装备
邢台	邢台市	新能源、新能源汽车、高端装备制造
邯郸	邯郸市	电子信息与高端装备制造
北戴河	秦皇岛市	医疗器械和专用装备
昌黎	秦皇岛市	装备制造、新能源、农业科技及生产性服务业

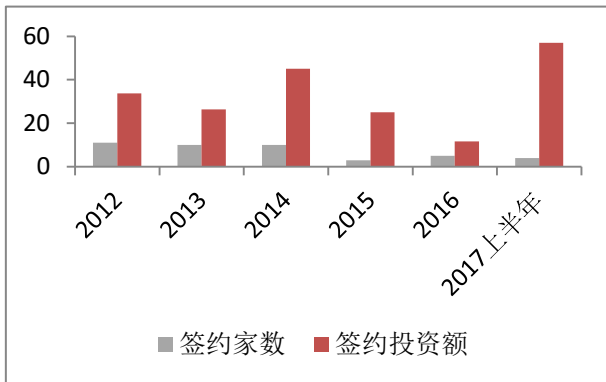
资料来源：公司公告，川财证券研究所

在公司京津冀园区中霸州和文安两个园区距离雄安新区最近，而这两个园区恰恰步入全面发展阶段。2017年上半年文安园区签约投资额高达57亿元，是2016年全年签约投资额的5倍，刷新历年新高。2017年上半年霸州园区签约投资额高达59.3亿元，超过2016年全年。其中霸州区域依托优越的区位条件，对接京津高端要素，已经初步形成以食品、智能制造、电子信息为主导的产业集群。海底捞、稻香村、新辣道等知名企业已入驻食品产业园，智能测控产业港1期建成投入运营，电子信息园区霸州云谷项目正在快速建设。

文安园区定位为“京南区域事业部核心区域，业绩新增长极”，以新材料、汽车零配件、能源装备等高端制造为主导产业。园区内能源装备产业集群已具雏形，汽车零配件产业集群实现龙头项目突破；渤海商品交易所投入运营、实现交易额1.1亿。城市建设方面，新增在建景观面积10.1万平方米。园区累计完工污水处理厂1个，道路完工里程15.67公里；累计景观完工9个，完工面积41.57万平方米。

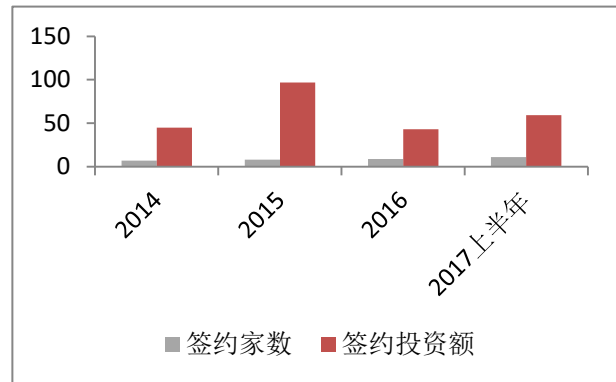
中央提出规划建设雄安新区要突出七个方面的重点任务，其中发展高端高新产业便是重要任务之一。而华夏幸福环雄安的园区布局恰恰属于高端高新产业，雄安新区的发展建设、产业引进都需要引进具有开发实力的强大公司支持，华夏幸福作为河北成长起来的企业，其成功的产业新城运营模式证明其具有与其他开发商竞争的优势和实力，独有产业新城运营模式难以替代，雄安新区的建设运营需要华夏幸福这样的产业新城运营商。

图18: 文安新增签约企业数量和签约金额



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图19: 霸州新增签约企业数量和签约金额

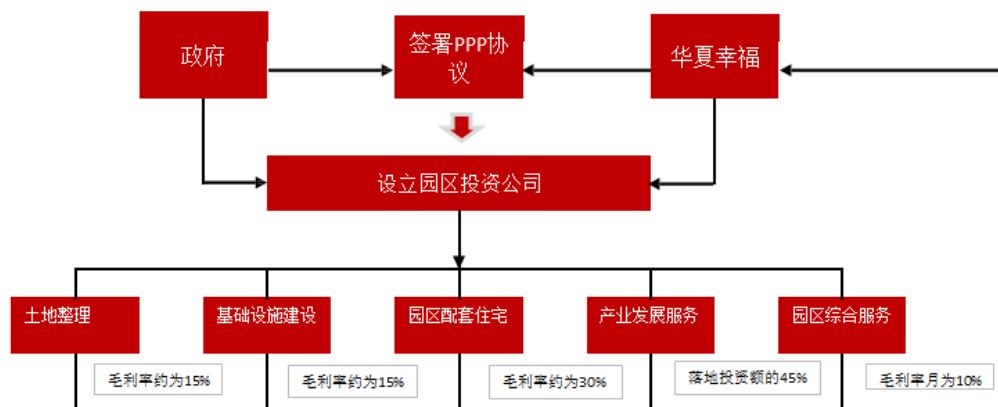


资料来源: Wind, 川财证券研究所

产业新城模式获认可 产业发展服务独领风骚

产业新城模式获认可。2017年上半年,随着供给侧结构性改革的深化,我国对于基础设施和公共服务投资需求巨大,PPP模式项目大力发展,成为帮助政府有效融资、促进政府职能转变的重要抓手。PPP模式的推广既可以有效化解政府债务,改善政府资金不足的困境,又能带动社会资本参与公共项目建设,充分利用民间投资提振经济。2016年10月,公司固安高新区及涿水区产业新城项目双双入选财政部等20个部委联合公布的第三批政府和社会资本合作示范项目,多个区域的产业新城项目入选省市级PPP项目示范库。不同于单体PPP项目,公司和地方政府的PPP合作是通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的市场化运作模式,探索并实现所在区域经济发展、城市发展和民生保障,有效提升区域发展的综合价值的一种综合开发模式,最终为区域导入一个能适配于当地产业转型升级的完善的产业新城生态。

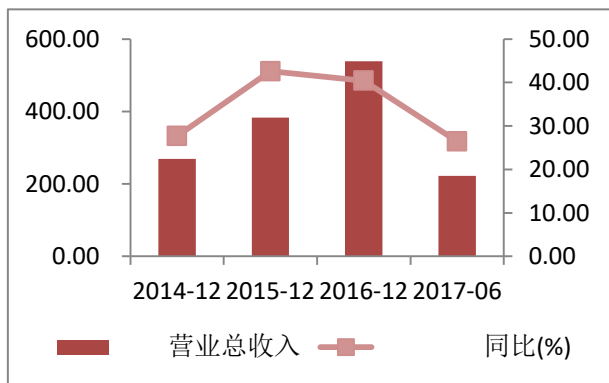
图20: 华夏幸福产业新城PPP模式



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

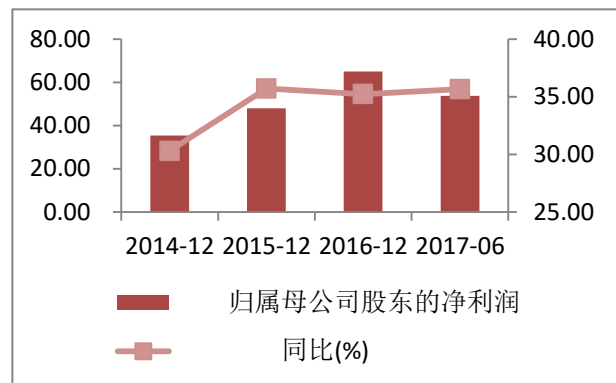
产业园区开发业务的大致模式为，公司与地方政府签订合作协议，接受政府委托，负责土地整理、基础设施建设维护与运营、公共设施建设维护与运营、园区招商、企业服务、园区运营及其他政府委托的相关工作。地方政府则将委托园区内所新产生的收入中地方留成部分按约定比例支付给公司。

图21：2014年以来营业收入变动情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图22：2014年以来净利润变动情况

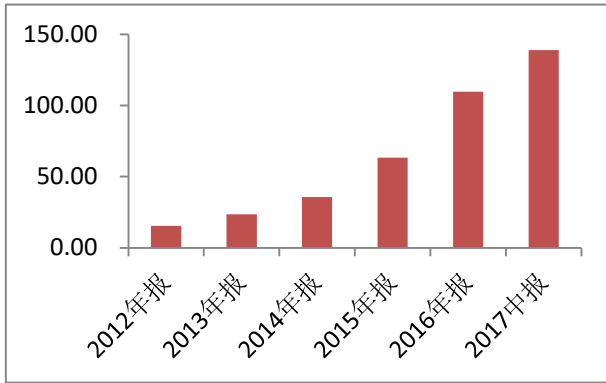


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司主导的产业园区 PPP 模式体现出多种营收模式，园区住宅配套业务是公司收入的核心支柱，2016 年华夏幸福实现营业收入 538.21 亿元，同比增长 40.40%。其中园区住宅配套业务贡献营业收入 266.88 亿元，同比增长 31.42%。产业发展服务业务占营收比重稳步上升，2016 年贡献营业收入 109.72 亿元，同比增长 72.98%。在园区开发早期，公司按协议以全资垫付的方式进行土地整理、基础设施建设等服务，完工后按协议由政府以固定比例利润结算。同时由于产业新城模式具有排他性，公司在签约园区内可以以较低地价拿地，从而进行园区住宅配套业务，平均毛利率约为 30%，高于公司自有的城市地产业务。在园区发展中期，公司继续负责产业发展服务及园区综合服务等业务，政府每年于固定日期结算，其中产业发展服务按当年新增落地投资的 45% 结算收入，历年来毛利率在 95% 左右。

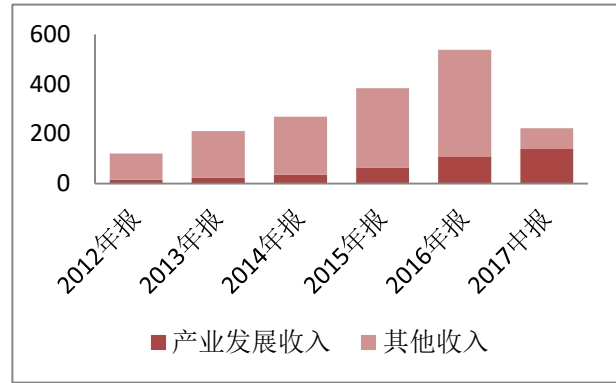
产业发展服务独领风骚。产业发展服务的收入是由政府按当年园区内企业新增落地投资额的 45% 结算给公司作为收入，2012 年以来，产业发展服务结算收入不断提高，每年增速维持在 50% 以上，2015 年和 2016 年增速更是超过 70%，该服务已经成为公司主要的盈利源泉。与此同时，其在营业总收入的占比也不断抬升，2017 年上半年产业发展结算收入达到 138.79 亿元，占营业总收入比重达到 62.35%。从产业园区企业签约情况来看，从 2012 年至 2017 年上半年报告期内新签约园区企业数量持续增长，签约投资额维持稳定增长，累计签约投资额逼近 5000 亿元，预计未来新签约的落地投资额将进入结算期，产业发展服务收入预期增长稳定。

图23：产业发展收入保持高速增长



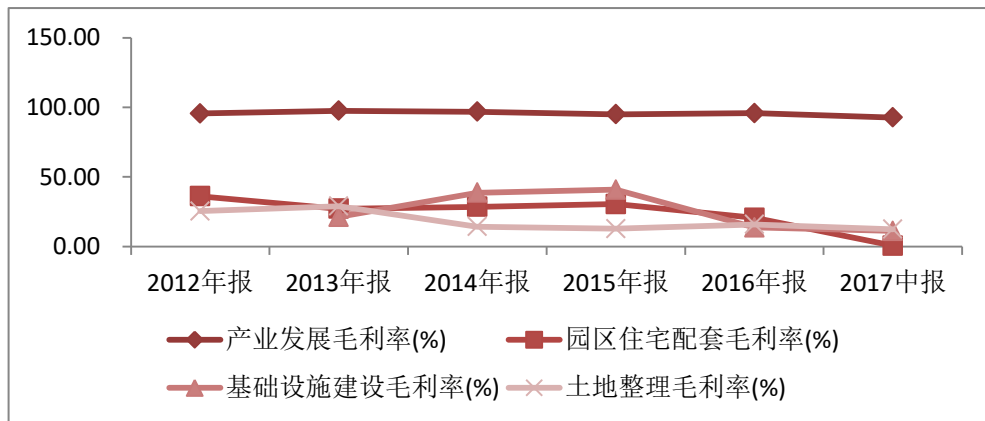
资料来源：Wind，川财证券研究所

图24：2017年产业发展收入占比超60%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图25：产业发展服务毛利率维持在95%的高水平



资料来源：公司公告，川财证券研究所

多元化融资，资金较为充沛。公司的产业新城模式对于现金流的要求较高，因为其与政府签署的排他性协议需要在园区开发前期先行垫补基础设施等费用，直到竣工后政府才会支付相关成本以及事先约定的15%的利润，这也意味着在园区开发初期公司承担的压力较大。

2017年上半年华夏幸福的有息负债总金额968.3亿元，其中主要为债券，期末余额为409.5亿元，占总融资的42.3%，其次为银行贷款355.6亿元，占比为36.7%，此外还通过信托、资管等其他方式融得203.1亿元。从中不难看出华夏幸福融资能力强大，且融资渠道多元化，这也为其实现规模的加速扩张起到了助推作用。2017年半年末，华夏幸福持有现金610.6亿元，现金短债比为2.9，长短期债务比为3.3，短期内并无太大偿债压力，资金较为充沛。此外，企业的净负债率为51.7%，较2016年末下降了10.5个百分点，财务结构稳健，这也为企业后续的规模扩张奠定了良好的基础。

区别与市场的两个认识

强大的招商团队是公司重要竞争力

近几年随着产业园区运营红利时代到来，越来越多的房企开始涉足其中，市场开始担心公司的护城河是否牢固，其实强大的招商团队已经是公司最强的护城河，公司在企业招商选址能力方面形成了较高的准入壁垒，并且具有先发优势，行业龙头地位稳固。

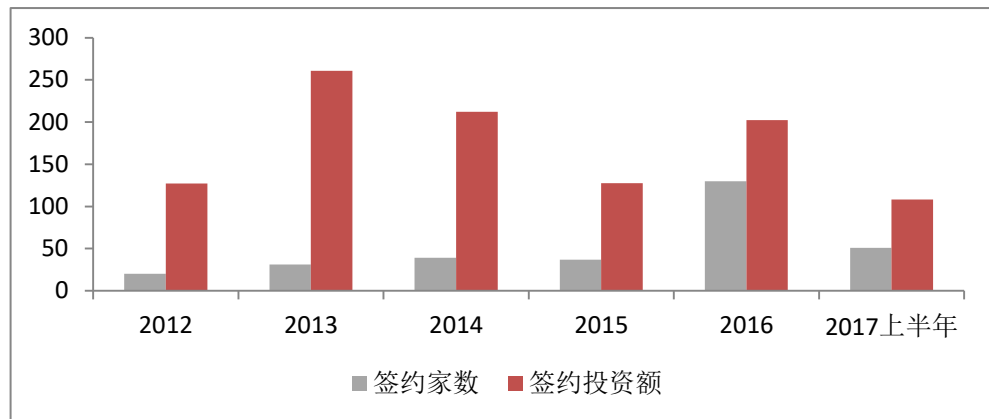
目前，公司已与 40 余家龙头企业结成战略联盟，与 30 多家科研院所达成校企合作，与 100 多家研发机构深度对接。对于中小企业，通过华夏幸福企业信息库进行招商，由各地的招商团队来进行及时沟通更新；对于高级别的企业，如中国航天等高科技央企，华夏通过圈层营销，与数十家央企高层形成频繁互动，最终达到构建区域产业链的效果。

公司于 2015 年 7 月投资创办了空间家有限公司，致力于打造国内领先的 O2O 地产平台，空间家 CEO 由原华夏幸福副总裁轩震宇担任。空间家利用大数据精准的完成企业与空间的“速配”，根据区域产业结构、企业分布、租金价格等多维角度为企业客户量身定制选址报告，不仅提升了效率，也为企业提供了准确的情报，决策更加理性。自成立以来，空间家已成功为 6000 多家企业完成选址，累计成交额超 13 亿，业务覆盖全国 18 个城市，拥有 600 名员工和 2000 多名认证经纪人，30 万家一手企业数据，已迅速成为中国最大的企业空间交易服务平台。早在 2010 年，当时负责华夏幸福招商业务的轩震宇就曾培育出“中国产业信息网”，并在其中收录了中国近 5000 家产业园区信息和 15 万家企业信息。长久以来，公司在企业信息数据库方面领跑业内，而“空间家”的成立更是标志着公司企业招商能力的进一步提升。

传统园区缓慢饱和 新增园区接棒增长

市场认为公司随着传统核心园区入驻基本饱和，营业收入增速放缓是长期性的。不过通过梳理公司的园区布局，我们发现传统园区确实存在缓慢饱和的情况，这一点在固安园区较为明显，2015 年的签约投资额突破 250 亿元，达到 260.9 亿元。此后单年的签约投资额出现下降，2015 年签约投资额更是降至 127.6 亿元，此后维持在 200 亿元水平。

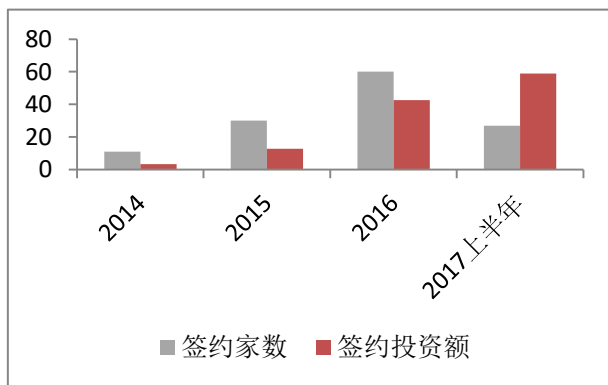
图26: 2012年以来固安园区每年签约企业数量和签约金额



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

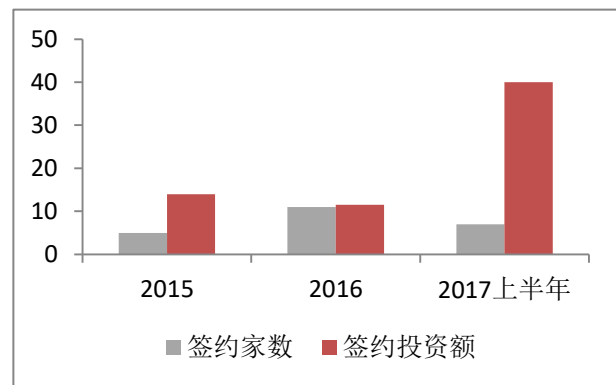
但公司近两年新增园区数量迅猛, 部分园区逐步步入收获阶段, 例如今年增长迅猛的嘉善和永清园区, 其签约投资额分别为 58.9 亿元和 40 亿元, 均超过 2016 年全年, 这部分落地投资额将直接为公司带来直接营收, 考虑到公司布局的 16 个地方的园区已经处在建设开发阶段, 未来几年将逐步成熟, 并贡献稳定的营收, 未来华夏幸福的营业收入能继续保持较高增速。

图27: 嘉善园区 2017 上半年签约额 58.9 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图28: 永清园区 2017 上半年签约额 40 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级。2017 年前三季度公司实现营业收入 308.9 亿元, 同比增长 21.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润 62.3 亿元, 同比增长 35.3%; 基本每股收益 2.02 元。公司 2017 年前三季度的毛利率和净利率分别为 28.7%和 20.2%, 分别较去年前三季度的 23.9%和 17.4%提升 4.8 和 2.8 个百分点。第三季度公司先后布局湖北团风县产业新城、安徽刘安经济技术开发区产业新城等项目, 京津冀外的产业新城数量将很快超过京津冀园区。同时, 随着嘉善、南京等标杆异地项目步入正轨, 预计明年公司产业发展服务收入中非京津冀区域的贡献占比将出现明显的增长, 公司异地扩张的逻辑将被进一步

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

验证。

公司主营园区住宅配套业务以及城市地产开发业务收入合计占比超 70%。公司 2017-2019 年将逐步开始结算 2015-2016 年销售项目,毛利率将显著回升,预计 2017-2019 年公司园区地产开发+城市地产开发贡献的收入分别为 498.30、659.67、819.51 亿元。公司产业发展服务业务收入占比约 20%,收入方式是当年公司运营园区内新增落地投资额的 45%,公司异地扩张提速,新一批的园区逐渐步入成熟运营阶段,新增落地投资额将维持高速增长,预计 2017-2019 年公司产业发展服务贡献的收入分别为 142.63、185.42、241.05 亿元。

我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 728.89、948.73、1175.28 亿元,净利润有望达到 81.87、101.20、124.96 亿元, EPS 分别为 2.77、3.42、4.23 元/股,对应 PE 分别为 11.63、9.41、7.62 倍,现公司 PB 为 2.44 倍,前一交易日收盘价为 30.89 元。当前华夏幸福市盈率在所有园区开发类公司中估值最低,在 A 股总市值前四位的房企中仅略高于保利地产,考虑到近年来异地复制卓有成效,公司仍处在园区运营的红利时代,未来有较大的估值提升空间,给予公司增持评级。

风险提示

长三角产业新城发展不及预期

公司正在进行长三角产业园区的扩张，打造京津冀大本营外的异地复制，如果长三角产业新城发展不及预期，对公司的营业收入产生较大影响。

地产调控政策超预期

公司的园区配套住宅业务在营业收入占比依然在 50%左右，如果后续地产出台更为严厉的限购政策，将对公司的地产销售造成影响，而地产销售的现金流也会直接影响到后续园区开发的进度。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	223561	267706	336815	407377	营业收入	53821	72889	94873	117528
现金	45503	37718	40160	40237	营业成本	36045	47729	62389	77322
应收账款	9501	13304	17201	21263	营业税金及附加	3135	4683	6007	7379
其他应收款	6937	6369	9029	11534	营业费用	1875	2484	3229	4018
预付账款	3551	5335	6587	8233	管理费用	3623	4863	6346	7863
存货	147345	197397	255702	317727	财务费用	563	1851	2964	3707
其他流动资产	10724	7583	8136	8383	资产减值损失	176	140	151	151
					公允价值变动收				
					益	0	0	0	0
非流动资产	26342	24578	27800	30270	投资净收益	415	324	351	353
长期投资	1182	638	735	777	营业利润	8818	11463	14138	17441
固定资产	2670	4062	4521	4513	营业外收入	198	129	145	149
无形资产	6140	8120	10201	12119					
其他非流动资					营业外支出	41	36	38	38
产	16350	11758	12343	12861	利润总额	8976	11556	14245	17552
资产总计	249903	292284	364615	437646	所得税	2807	3374	4235	5232
流动负债	159699	204638	263237	322985	净利润	6168	8183	10010	12320
短期借款	300	12639	19160	26783	少数股东损益	-323	-4	-110	-176
应付账款	20425	29112	37450	46230	归属母公司净利				
					润	6492	8187	10120	12496
其他流动负债	138974	162888	206628	249972	EBITDA	10173	13900	17829	21939
非流动负债	52172	43381	49554	53547	EPS (元)	2.20	2.77	3.42	4.23
长期借款	20291	24206	27913	31021					
其他非流动负									
债	31881	19175	21641	22526					
负债合计	211872	248020	312791	376532					
少数股东权益	12671	12666	12556	12380	主要财务比率				
股本	2955	2955	2955	2955	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	5882	5882	5882	5882	成长能力				
留存收益	15279	22761	30431	39896	营业收入	40.4%	35%	30.2%	23.9%
归属母公司股东					营业利润	27.7%	30%	23.3%	23.4%
权益	25361	31598	39268	48734	归属于母公司净				
负债和股东权益	249903	292284	364615	437646	利润	35.2%	26%	23.6%	23.5%
					获利能力				
					毛利率(%)	33.0%	34.5%	34.2%	34.2%
					净利率(%)	4.6%	12.1%	11.2%	10.7%
					ROE(%)	25.6%	25.9%	25.8%	25.6%
					ROIC(%)	13.3%	13.7%	13.9%	13.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	84.8%	84.9%	85.8%	86.0%
					净负债比率(%)	17.8%	20.8%	19.92%	19.4%
					流动比率	1.40	1.31	1.28	1.26
					速动比率	0.48	0.34	0.31	0.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.29
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	1.98	1.93	1.87	1.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊				
					薄)	2.20	2.77	3.42	4.23
					每股经营现金流				
					(最新摊薄)	2.63	-1.66	-0.97	-0.99
					每股净资产(最新				
					摊薄)	8.58	10.69	13.29	16.49
					估值比率				
					P/E	14.67	11.63	9.41	7.62
					P/B	3.75	3.01	2.42	1.95
					EV/EBITDA	12	9	7	5

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明