

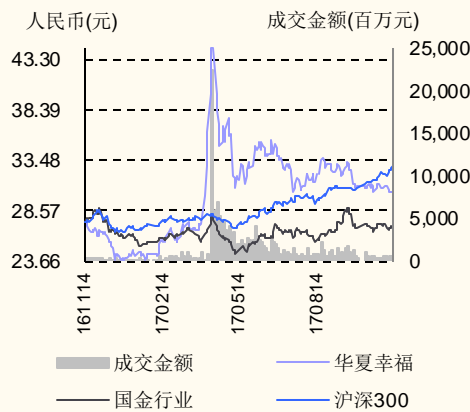
市场价格(人民币): 30.45元

目标价格(人民币): 43.38元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,954.95
总市值(百万元)	89,978.13
年内股价最高最低(元)	44.39/23.66
沪深300指数	4111.91
上证指数	3432.67



淡化销售光环，更显产业运营本质

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.815	2.197	2.884	4.076	5.568
每股净资产(元)	5.11	8.58	10.57	13.46	17.23
每股经营性现金流(元)	2.81	2.56	3.76	4.94	6.12
市盈率(倍)	16.93	10.88	10.57	7.48	5.48
行业优化市盈率(倍)	17.82	17.82	17.82	17.82	17.82
净利润增长率(%)	35.71%	35.22%	31.30%	41.32%	36.60%
净资产收益率(%)	35.49%	25.60%	27.30%	30.28%	32.32%
总股本(百万股)	2,645.76	2,954.95	2,954.95	2,954.95	2,954.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产业发展服务收入首超地产销售结转收入**: 在京津冀房地产市场严格调控的环境下, 公司今年整体销售增速明显落后其他龙头地产公司。在销售高增速的靓丽外衣褪去后, 更能凸显公司产业运营的初心。从收入结构看, 上半年公司结转的产业发展服务收入首次超过房地产销售收入, 达到 138.8 亿元, 同比增长 81%, 占总营业收入的 63%。今年上半年产业发展服务部分的营收、毛利占比之高也为首次, 该项业务毛利率 93%, 毛利达 128.7 亿元, 基本等于上半年公司的全部毛利润。虽然地产收入主要在四季度结算, 但按全年净利润约 85 亿的盈利预测, 今年产业发展服务收入将贡献一半以上的净利润;
- **未来签约投资端到产业发展收入端利润可观**: 目前公司累计实现的签约投资额接近 4000 亿元, 保守按照 35% 的产业发展服务收入计算, 将贡献约 1400 亿元产业发展服务费。截至上半年公司仍有约 1000 亿元未结转。通过此项收入累计值与累计签约额对应服务费的比例看, 结转明显提速。该比例从 2011 年的 6% 提升至 29%, 可推测目前未结转部分将在未来 3-5 年体现。随着公司全国产业新城和产业小镇复制落地, 该部分投资带来的产业发展服务收入将持续高增长。该项收入为公司收入组成中毛利率最高部分, 这将直接大幅增厚公司未来利润, 同时提升公司利润率;
- **公司异地复制成功, 推进全国化布局**: 公司环杭州、环南京两个区域已逐渐成熟, 成为新的收入增长极。前三季度, 环杭州、环南京区域销售面积占比分别达到 14%、15%, 全年两个区域都将各贡献百亿以上的销售额, 对应环杭州、环南京区域的标杆——嘉善、来安产业新城迅速崛起。今年上半年, 嘉善、来安新增签约投资额分别为 58.9 亿、37.5 亿元, 不到五年的时间实现了环京外的成功拓展。有了异地复制的成功经验, 相信公司在后续进入的珠三角、郑州、武汉等区域的发展将进一步提速;
- **“华夏幸福”模式的优越性**: 公司从 2002 年开始打造固安产业新城, 创造了公司特有的产业发展模式, 如今也被其他产业运营商参考沿用。通过签署政企合作协议, 用“契约精神”清晰界定了政企两者各自的责任和利益边界, 保证了政策的连续性和稳定性。“以房养园, 以园促房”, 利用房地产销售收入作为现金流工具, 缓解前期园区建设资金的紧张, 待园区逐渐成熟进而提升了区域价值和住宅价值。公司的 PPP 模式受到了国家的认可, 多个区域

黄蔚 联系人
weihuang@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

的产业新城项目入选省市级 PPP 项目示范库。在产业新城打造上，公司具有核心竞争力。近 4600 人的规划、研发、招商、服务专业团队保证了公司布局的精准和前瞻性，以及招商引资和产业发展的顺利进行。

投资建议

- 按照产业发展收入每年增速不低于 30%，地产销售结算收入增速将从 30% 增速逐渐回落到 20% 左右进行假设，我们预测 17-19 年公司营业收入分别为 695/903/1150 亿元，归母净利润分别为 85.2/120.5/164.5 亿元，EPS 分别为 2.88/4.08/5.57 元，目前股价对应估值为 10.6/7.5/5.5 倍。

估值

- 我们给予公司 17 年 PE 15 倍的估值，未来 6-12 个月 43.38 元的目标价位，首次评级“买入”。

风险

- 异地复制受阻，具体条款无法和当地政府达成协议；
- 地方结算收入较慢，企业落地投资后政府产业发展服务收入结算时长超过公司要求。

内容目录

公司简介	5
股权结构分析	5
公司发展历程	6
从房地产项目到产业新城运营	6
标杆建立：华夏幸福的转身和固安经济的腾飞	6
全国化布局	7
资产扩张之路	8
华夏幸福的产业新城模式	8
以房养园，以园促房	8
运营模式及收入体系	9
公司一二级联动获取土地	10
销售增速放缓，更显产业新城运营价值	11
乘房地产之风，赢政策红利	11
环京限购升级，销售增速渐缓	11
京津冀销售比例下降，环杭州环南京崛起	12
产业发展服务收入首超地产	13
产业新城，大有可为	14
未来签约投资端到产业发展收入端利润可观	14
异地复制的成功推进全国布局	15
PPP 模式受国家认可	15
卡位“一带一路”，拓展国外新城	15
专业化团队，精准布局、强力引资、高质服务	16
首个投资控股客运城际铁路项目的民营资本	16
特色小镇开发的先天优势	17
财务分析	18
毛利大增，费用率升高	18
融资渠道多样，财务较健康	19
公司持续高分红	19
盈利预测	20
盈利预测及假设	20
公司估值	20
风险提示	20

图表目录

图表 1：公司股权结构	5
图表 2：王文学实际控制的 A 股平台	5
图表 3：实际控制人旗下公司	5

图表 4: 公司发展历程.....	6
图表 5: 固安县 GDP (亿元)	7
图表 6: 固安县公共财政收入 (亿元)	7
图表 7: 固安规划图.....	7
图表 8: 公司产业新城签约情况.....	8
图表 9: 公司总资产 (百万元)	8
图表 10: 归属母公司股东权益 (百万元)	8
图表 11: 以房养园, 以园促房.....	9
图表 12: 公司运营模式及收入体系.....	10
图表 13: 公司 2017 年上半年拿地.....	11
图表 14: 公司销售额 (亿元)	11
图表 15: 公司销售额排名.....	11
图表 16: 2017 年 1-9 月房地产企业销售排名情况	12
图表 17: 公司销售比例变化.....	12
图表 18: 2017 年上半年公司收入组成及毛利占比.....	13
图表 19: 公司收入比例.....	13
图表 20: 公司历年产业发展服务收入(百万元).....	14
图表 21: 2017 年上半年公司新增签约企业数量及投资额.....	14
图表 22: 公司历年累计签约额及结转产业发展服务收入.....	15
图表 23: 公司国外项目情况.....	16
图表 24: 公司强大的产业运营团队.....	16
图表 25: 廊涿固保铁路布局.....	17
图表 26: 大厂影视小镇实景.....	18
图表 27: 大厂影视小镇参与电影和合作公司.....	18
图表 28: 公司营业收入(百万元).....	18
图表 29: 公司归母净利润(百万元).....	18
图表 30: 公司历年毛利率水平.....	19
图表 31: 公司融资加权平均成本.....	19
图表 32: 公司净负债率.....	19
图表 33: 公司近三年分红情况.....	20
图表 34: 公司历史 PE.....	20

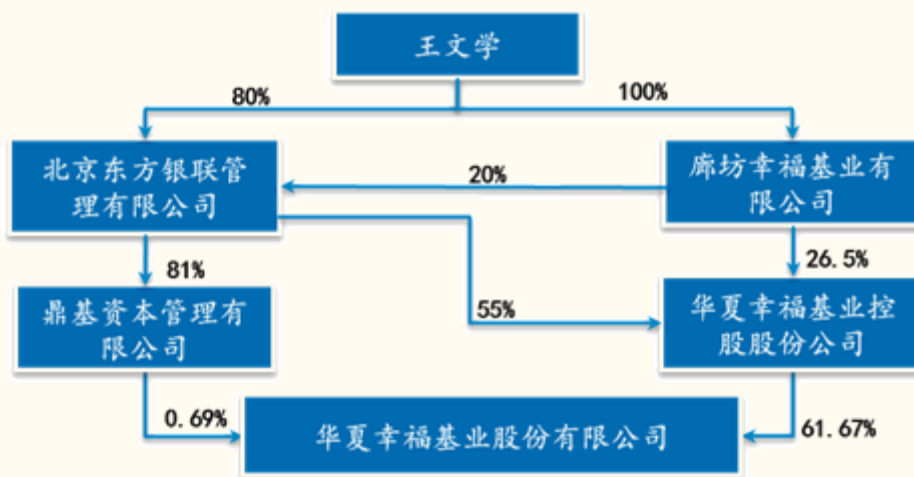
公司简介

- 华夏幸福基业股份有限公司，成立于 1998 年，近 20 年来专注于为政府提供工业园区的开发、建设、招商、运营和管理的园区开发一体化服务。公司主要业务分为两大类，一是房地产开发，即整个园区的住宅用地的开发以及部分城市地产开发；另一业务则是整个园区开发和运营服务业务，包括园区的产业发展服务、基础设施建设、土地整理以及企业入园后的物业管理服务。

股权结构分析

- 公司 2009 年 3 月开始筹划借壳 ST 国祥（股票代码：600340.SH）上市，并于 2011 年完成重组，华夏幸福“住宅+园区”两项重头业务进入上市平台。
- 目前公司总股本 2,954,946,709 股，全部为非限售流通 A 股。公司第一大股东华夏幸福基业控股股份公司持股 61.67%，实际控制人为王文学。

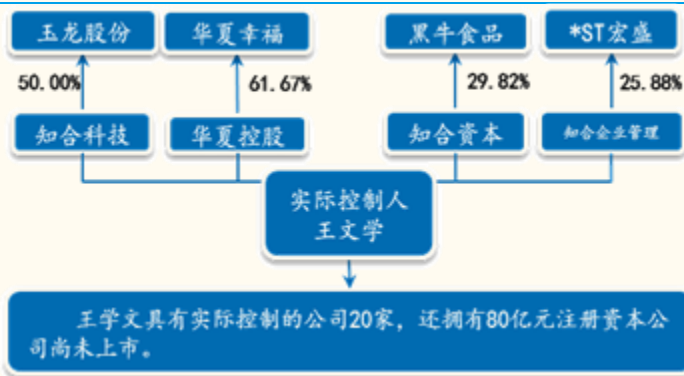
图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 实际控制人王文学先生具有实际控制权的公司多达 20 家，主要分为投资类、咨询类和实业类，其中约有 80 亿元注册资本的公司尚未上市。就 A 股来看，除华夏幸福外，还有黑牛食品、玉龙股份和*ST 宏盛。黑牛食品剥离原来的食品饮料业务，于 2016 年投资 4000 万元成立两家电子元器件全资子公司（云谷（固安）科技有限公司，另一家为霸州市云谷电子科技有限公司），同时拟定增募资 180 亿元投资 OLED 产业，助力华夏幸福的产业发展。实际控制人旗下的众多资产为公司后续运作打开想象空间。

图表 2：王文学实际控制的 A 股平台



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：实际控制人旗下公司

■ 实业类	■ 投资类	■ 管理咨询类
<input type="checkbox"/> 黑牛食品	<input type="checkbox"/> 华夏幸福基业控股	<input type="checkbox"/> 鼎基资本管理
<input type="checkbox"/> 华夏幸福	<input type="checkbox"/> 廊坊幸福基业投资	<input type="checkbox"/> 华夏幸福（嘉兴）投资管理
<input type="checkbox"/> 玉龙股份	<input type="checkbox"/> 北京东方银联投资管理	<input type="checkbox"/> 知合金控
<input type="checkbox"/> 九通科技	<input type="checkbox"/> 华夏幸福创业投资	<input type="checkbox"/> 知合资本
	<input type="checkbox"/> 华夏幸福（上虞）	<input type="checkbox"/> 天下云仓（北京）企业管理有限公司
	<input type="checkbox"/> 知合控股	<input type="checkbox"/> 西藏知合
	<input type="checkbox"/> 知合控股（香港）	
	<input type="checkbox"/> 知合产业投资有限公司	
	<input type="checkbox"/> 西藏知合壹号资本	

来源：公司公告，国金证券研究所

公司发展历程

图表 4：公司发展历程



来源：公司资料，国金证券研究所

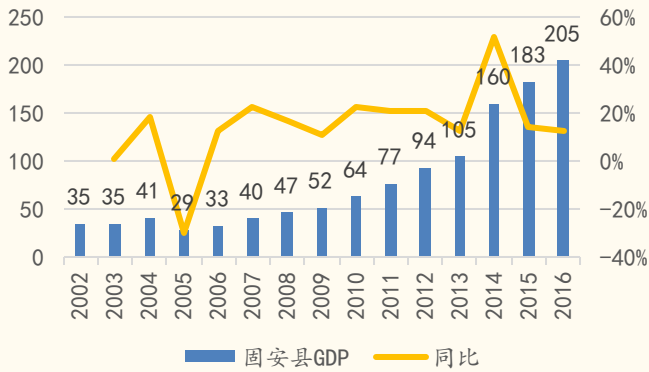
从房地产项目到产业新城运营

- 华夏幸福不是一家传统的房地产开发公司，公司最核心的产品是产业新城，最核心的客户是政府，公司的愿景是成为全球领先的产业新城运营商，这从公司的发展历程可见一斑。
- 1998年7月，华夏房地产开发有限公司正式成立，即华夏幸福的前身。当时公司是一个纯粹的地产开发商，第一个项目是廊坊的“华夏花园”。随后，公司在廊坊和燕郊各拿一块地，计划做地产项目开发。但是一来公司起步较晚，相比龙头万科成立晚了十余年；二来，公司的发源地廊坊并不如当时有着深厚的房地产发展土壤的珠三角，房地产市场并不繁荣。在公司前景并不明朗之时，策划人王志纲给公司建议，在住宅板块不容易超越同行，可以考虑往产业新城发展。2002年是公司关键转折的一年，公司采纳王志纲的建议，放弃当时具有成熟配套的廊坊市区，转战贫穷落后的固安；放弃传统的地产开发模式，转战需要耐心和时间的产业新城运营。确定要做固安产业园后，公司退了原已拍下的燕郊地块，确保有限资金集中投入固安，从此也可看出公司做产业新城的决心。2002年6月，固安政府与华夏幸福签订特许经营协议，协议期50年，正式确立了政府和社会资本合作模式。此模式正是如今发展的如火如荼的“PPP模式”。

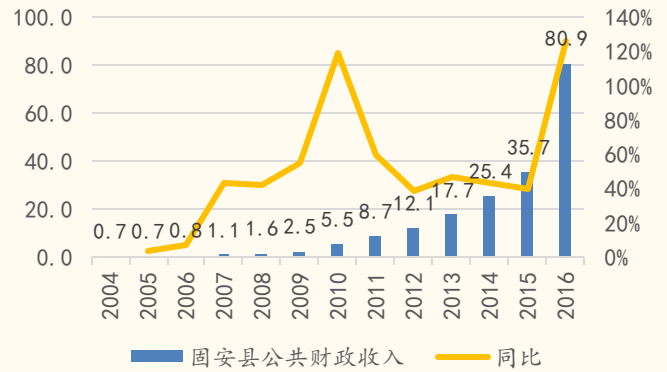
标杆建立：华夏幸福的转身和固安经济的腾飞

- 如果说固安给华夏幸福带来的是模式的转变，华夏幸福给固安带来的则是实质的经济起飞。在此之前，固安是一个典型的农业县，塑料、钓具、肠衣、滤芯是支撑固安工业的“四大金刚”。华夏幸福进入后，邀请国内外顶级咨询机构和规划大师，对固安县城进行整体的产业和城市规划。2004年公司设立专业招商机构专门负责产业的招商引进。十余年间，固安从曾经的传统农业县，被打造成智慧生态、创新驱动的产业新城。固安的GDP从2002年的34.7亿元增长至2016年的205亿元，公共财政收入也在十年间翻了114倍。2015年固安在全国县域经济创新力50强中跻身三甲，为河北省唯一上榜县域。2015年7月，固安工业园区项目成功入选国家发改委PPP项目库，固安也成为华夏幸福进军产业地产的亮眼标签。可以说华夏幸福成就了固安，固安也成就了华夏幸福。

图表 5: 固安县 GDP (亿元)



图表 6: 固安县公共财政收入 (亿元)



来源: wind, 廊坊市人民政府网站, 国金证券研究所

来源: wind, 廊坊市人民政府网站, 国金证券研究所

图表 7: 固安规划图



来源: 公开资料, 国金证券研究所

全国化布局

- 在固安产业园逐渐发展成形的同时, 华夏幸福开始拓展自己的产业园版图。2007 年公司签约廊坊市大厂县潮白工业区, 2008 年开始继续加大环京布局, 2012 年开始走出京津冀, 2012 年、2015 年两度扩大固安工业园规模, 截至目前, 公司产业新城基本覆盖京津冀、珠三角、长江中游、成渝等国家重点城市群。至今公司正式签约产业新城已达 47 个, 同时还有 31 个园区已签署框架协议及备忘录, 可发展产业新城面积逾 4000 平方公里。

图表 8：公司产业新城签约情况

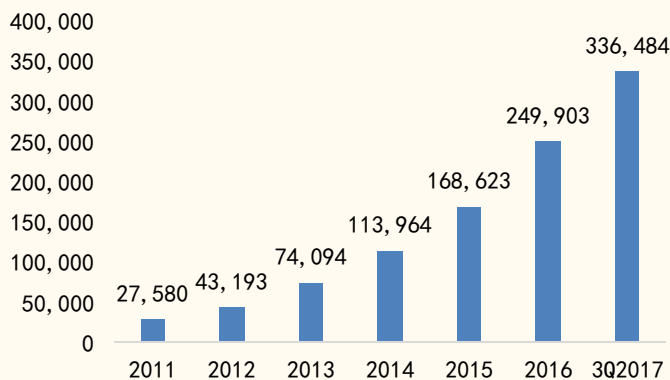
序号	委托区域（县级）	园区面积（平方公里）	状态	序号	委托区域（县级）	园区面积（平方公里）	状态	序号	委托区域（县级）	园区面积（平方公里）	状态
1	河北省廊坊市固安县	151.04	正式协议	27	安徽省六安经济技术开	未披露	正式协议	53	四川省资阳市	未定	备忘录
2	河北省廊坊市大厂回族自治县	83.15	正式协议	28	安徽省马鞍山市博望区	14.2	备忘录	54	重庆市合川区	43	备忘录
3	河北省廊坊市香河县	79	正式协议	29	安徽省马鞍山市含山县	60.6	备忘录	55	浙江省湖州市南浔区	49.09	正式协议
4	河北省廊坊市永清县	18	正式协议	30	安徽省马鞍山市和县	155	正式协议	56	浙江省湖州市德清县	13	正式协议
5	河北省廊坊市文安县	24.2	正式协议	31	安徽省合肥市巢湖市	33.2	备忘录	57	浙江省嘉兴市嘉善县	12	正式协议
6	河北省廊坊市广阳区	15	正式协议	32	安徽省合肥市庐江市	24.2	备忘录	58	浙江省嘉兴市嘉善县天凝镇	6.57	备忘录
7	河北省廊坊市霸州市	124	正式协议	33	重庆市璧山区	60	备忘录	59	浙江省嘉兴市南湖区	10.2	备忘录
8	河北省沧州市任丘市	285.8	正式协议	34	湖北省武汉市江夏区	34.81	备忘录	60	浙江省杭州市萧山区衙前镇	9.4	备忘录
9	河北省保定市白洋淀	300	正式协议	35	湖北省武汉市新洲区双	68.8	正式协议	61	浙江省嘉兴科技城	未披露	正式协议
10	河北省保定市雄县	181.2	正式协议	36	湖北省武汉市新洲区网	26.6	正式协议	62	辽宁省沈阳市苏家屯区	34.85	正式协议
11	河北省保定市定兴县	86.6	备忘录	37	湖北省武汉市黄陂区	20	备忘录	63	辽宁省沈北新区	5	正式协议
12	河北省秦皇岛市昌黎	10	正式协议	38	湖北省咸宁市嘉鱼县	40.8	正式协议	64	河南省焦作市武陟县	142.5	正式协议
13	河北省秦皇岛市昌黎	75	备忘录	39	湖北省团风县	未披露	正式协议	65	河南省许昌市长葛市	75.58	正式协议
14	河北省秦皇岛市北戴	35.26	正式协议	40	江苏省南京市溧水区	10	正式协议	66	河南省郑州市新郑市	76	正式协议
15	河北省承德市滦平县	75	正式协议	41	江苏省南京市江宁区	7.61	正式协议	67	河南省郑州市新郑市上街	11.42	备忘录
16	河北省承德市承德县	15.63	备忘录	42	江苏省南京市高淳区	8.4	中标通知书	68	河南省开封市祥符区	57	正式协议
17	河北省承德市	11.027	备忘录	43	江苏省南京经济技术开发区龙潭产业新城	未披露	正式协议	69	河南省新乡市获嘉产业新城	未披露	正式协议
18	河北省张家口市怀来县	133.29	正式协议	44	江苏省南通市启东市	4.8	备忘录	70	广东省江门市高新区和江海区	24.8	正式协议
19	河北省张家口市涿鹿县	300	正式协议	45	江苏省无锡市南长区（后归入梁溪区）	3.52	正式协议	71	广东省清远市	41.3	备忘录
20	河北省邢台市	120	正式协议	46	江苏省宜兴市环保科技	11	备忘录	72	广东省肇庆市四会市	75	备忘录
21	河北省邯郸市丛台区	30.9	正式协议	47	江苏省镇江市京口区	2.5	正式协议	73	广东省惠州潼湖生态智慧区	1	备忘录
22	河北省石家庄市正定	未定	框架协议	48	四川省成都市蒲江县	85.9	正式协议	74	广东省惠州市惠阳区	150	备忘录
23	河北省石家庄市长安	14.37	备忘录	49	四川省成都市郫县	13.5	备忘录	75	广东省佛山市高明区	57	备忘录
24	北京市房山区张坊镇	119	正式协议	50	四川省眉山市彭山区	100	正式协议	76	广东省中山市民众镇	39	备忘录
25	安徽省滁州市来安县	180	正式协议	51	四川省眉山市仁寿县（中岗向家片区）	71.3	备忘录	77	广东省东莞市中堂镇	19.6	备忘录
26	安徽省六安市舒城县	46	正式协议	52	四川省眉山市仁寿县（清水里仁片区）	41.27	备忘录	78	湖南省湘潭市雨湖新城	未披露	正式协议

来源：公司资料，国金证券研究所

资产扩张之路

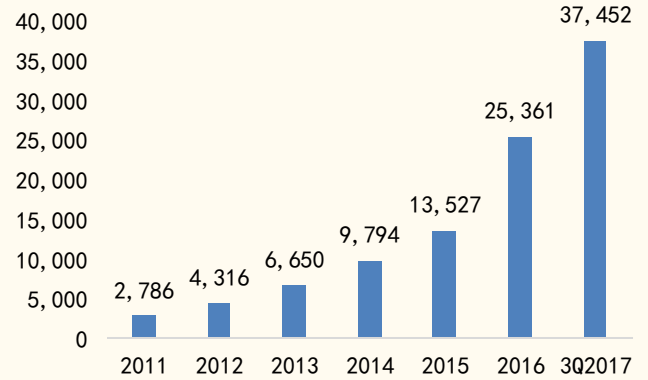
- 伴随着 2011 年上市资本扩张，公司的资产增速迅速提升。公司控股公司数量从 2011 年的 28 家扩张到 2016 年的 295 家，平均每年增加 38 家。从资产规模看，华夏幸福总资产自 2011 年以来一直保持快速增长，六年内总资产翻 9 倍，年复合增长率高达 55.4%，归属母公司净资产年复合增长率 55.5%，一定程度上反应了实际控制人强大的资产整合能力。

图表 9：公司总资产（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：归属母公司股东权益（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

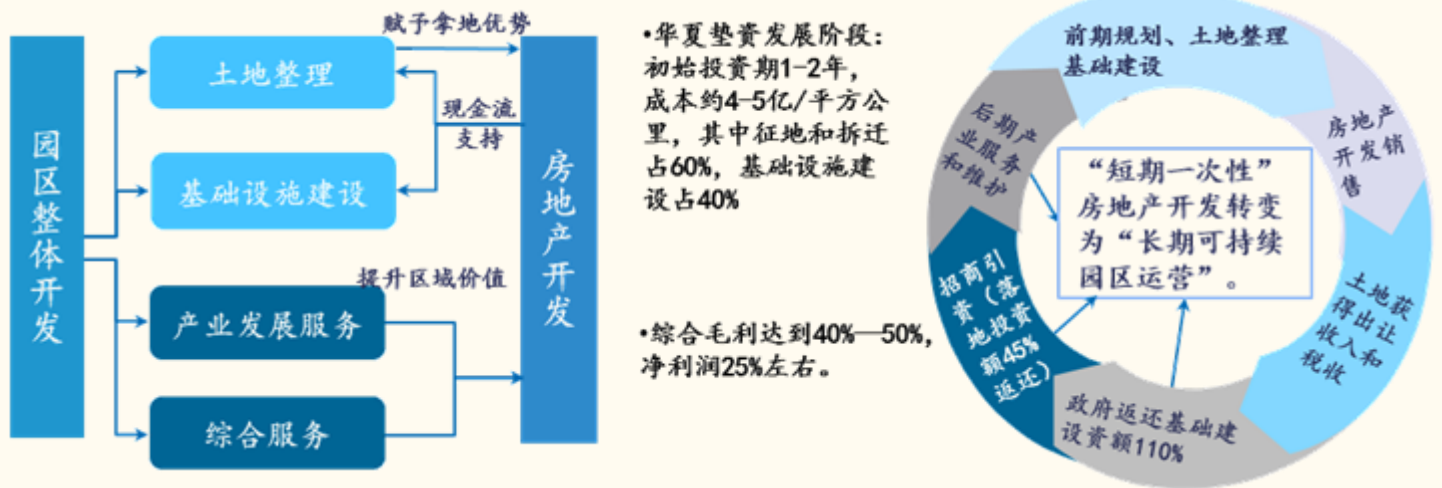
华夏幸福的产业新城模式

- 在中国产业地产发展模式上，华夏幸福走出了一条创新之路，而此模式也被后续涉足产业新城、特色小镇开发建设的房地产商所效仿。

以房养园，以园促房

- 公司最主要的两项业务即“园区开发运营”和“房地产开发”。和许多园区投资运营主要是政府或者国有企业的模式不同，公司与政府签订合作协议，前期基建等开发建设投入需要公司自身进行大量垫资，因此公司需要一个快速回款的现金流工具——房地产销售。而园区运营完善的同时提升了区域价值，又进一步促进了房地产销售，有效的实现了“以房养园，以园促房”的性循环。

图表 11：以房养园，以园促房

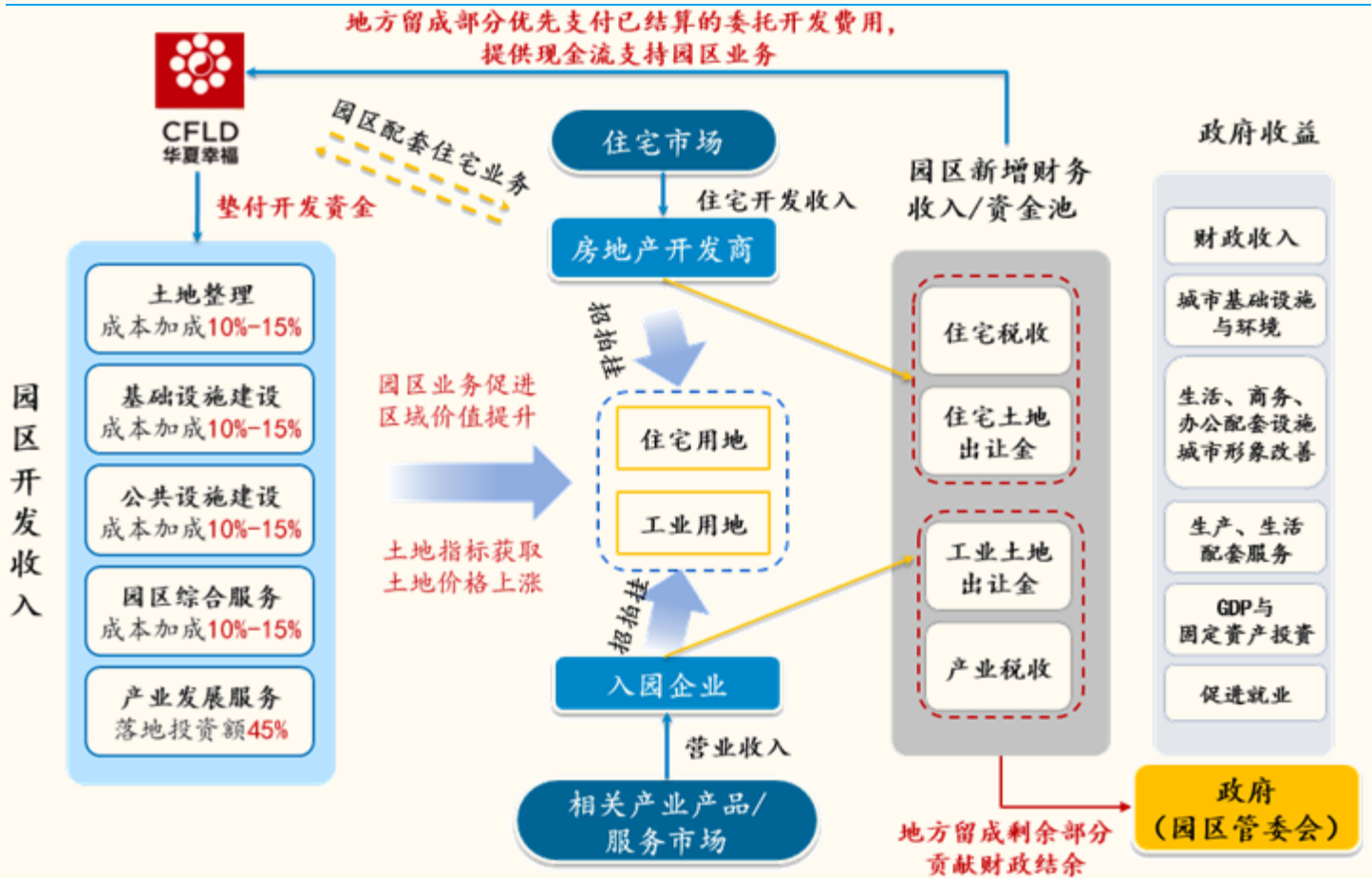


来源：公司资料，国金证券研究所

运营模式及收入体系

- 在产业园区开发运营上，公司首先与政府签订委托协议，委托期限一般为50年，短期30年，成立区域开发平台公司。公司负责服务业务包括区域规划、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。通过园区业务的发展一方面促使住宅价值提升，房地产销售现金流增加，继续反哺产业园建设；一方面更好地引进先进优质的企业，为政府贡献财政税收。通过园区建设实现了政府收入的增长，一部分结转为公司的业务收入，一方面留存为公司的财政结余。
- 合作模式的创新协调了政企利益目标，激发了公司招商引资的潜力，同时强化了政府与公司的合作关系。公司经营业绩持续高增，政府的GDP和财政收入也快速提升。更长远的看，城市环境和基础设施实现了跨越式发展，居民就业和生活环境大幅改善，城市进一步升级。
- 园区开发运营的收入主要包括四大类：产业发展服务、基础设施建设、土地整理以及园区综合服务。此部分收入将与地方管委会定期进行结算。其中，基础设施建设、土地整理、园区综合服务按照成本加成10%-15%向政府收取。产业发展服务费则按照落地投资额的30%-45%收取。其中“落地投资额”主要包括固定资产、在建工程、无形资产（含土地使用权）、房屋租赁投资等能测算的投资额。产业发展服务费是整个收入体系中的高毛利项，毛利率高达90%以上。

图表 12：公司运营模式及收入体系



来源：公司资料，国金证券研究所

- 随着产业新城数量的拓张和园区成熟后签约额的增长，产业发展服务费也将持续高增长，逐渐将替代前期的房地产销售成为最主要的利润来源。这部分将在后文详细分析。

公司一二级联动获取土地

- 每个签约区域对华夏幸福而言，都相当于“造城”，从前期规划开始，到后期土地整理、基础建设、地产开发、招商引资、产业运营，公司参与全过程。由于整个区域公司从前期规划到土地整理都全负责，因此能很好地实现一二级联动，灵活的选择获取土地的时间。因此公司在千亿销售规模的房地产企业中，土地储备（待开发土地）相对较少。截至 2017 年上半年，公司土地储备面积仅 918.6 万平方米。一二级联动的土地模式让公司能够根据市场的情况择时拿地，更好地抵御市场风险。
- 同时公司的一二级联动模式使公司能通过低成本拿地。公司 2017 年上半年拿地总建筑面积 250 万平米，平均楼面单价仅 2217 元/平米。公司今年的销售均价约 15900 元/平方米。在地产销售板块，低成本土地给公司创造了较大的利润空间。

图表 13: 公司 2017 年上半年拿地

城市	区域	土地用途	权益比例 (%)	土地面积 (m ²)	规划建筑面积 (m ²)	楼面地价 (元/平方米)	土地总价 (万元)	拿地时间
嘉兴市	嘉善县	商住用地	100	88,429	203,635	6,778	138,024	2017/6/20
廊坊市	文安县	二类居住用地	100	97,125	194,251	3,900	75,758	2017/6/20
廊坊市	永清县	住宅	100	140,509	330,196	2,030	67,025	2017/6/9
霸州市	霸州市	住宅	100	43,086	64,629	1,637	10,577	2017/6/8
巢湖市	和县	住宅	100	97,340	194,680	864	16,816	2017/6/6
滁州市	来安县	住宅	100	23,645	37,832	3,420	12,940	2017/5/5
廊坊市	固安县	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	169,318	338,636	1,956	66,240	2017/3/22
焦作市	武陟县	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	41,750	54,276	783	4,250	2017/3/4
焦作市	武陟县	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	49,748	64,672	789	5,100	2017/3/4
沈阳市	苏家屯区	其他普通商品住房用地	100	77,685	85,453	1,165	9,955	2017/2/22
廊坊市	固安县	商住用地	100	26,355	71,950	1,594	11,467	2017/2/16
廊坊市	固安县	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	13,952	27,903	2,680	7,477	2017/2/16
廊坊市	固安县	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	61,719	154,297	1,331	20,540	2017/2/13
湖州市	南浔区	中低价位, 中小套型普通商品住房用地	100	107,587	215,174	1,557	33,500	2017/1/19
秦皇岛市	北戴河区	其他普通商品住房用地	100	93,342	102,676	1,241	12,741	2017/1/13
廊坊市	香河县	居住	100	113,054	282,634	1,680	47,483	2017/1/3
廊坊市	香河县	商业、居住	100	33,933	74,291	1,862	13,833	2017/1/3
			100	1,278,576	2,497,185	2,217	553,726	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

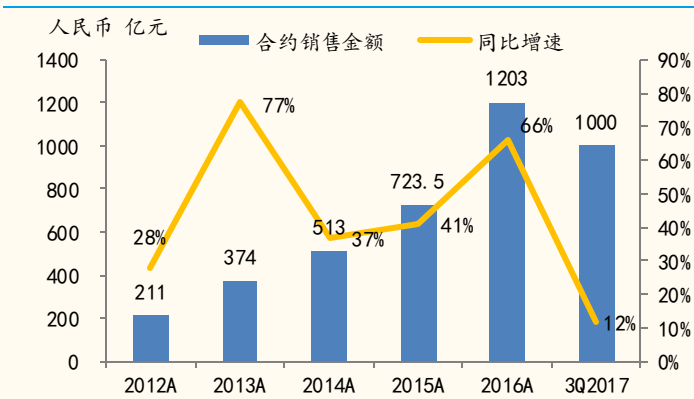
销售增速放缓, 更显产业新城运营价值

乘房地产之风, 赢政策红利

- 正如最开始梳理公司发展历程所说的, 公司的发展愿景是做产业新城运营商, 实际控制人放弃了传统的地产发展转战产业地产。对于华夏幸福而言, 房地产销售收入更多的是作为“现金流工具”。但是公司在产业新城布局之时“意外”搭乘了这十年来中国房地产高速增长的列车。其实“意外”之外也并不意外, 公司的战略即是看中特大城市的外溢和城市群的发展, 因此所布局的新城往往随着城市群的发展, 板块价值逐渐提升。同时享受到京津冀一体化、长江经济带的政策红利, 公司所布局区域的房地产市场在近几年快速发展。

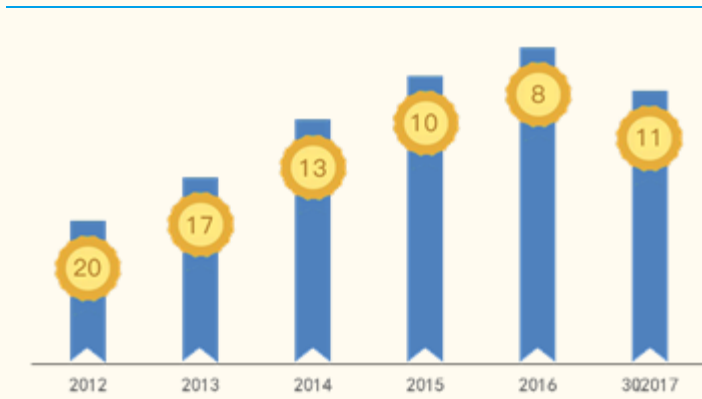
2012 年, 公司销售额 211 亿, 全国销售额排行第一次进入前 20。到 2016 年, 公司销售额 1203 亿, 5 年时间销售额翻了近 6 倍, 年复合增长率 54%。销售排名从第 20 名上升至全国第 8。

图表 14: 公司销售额 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司销售额排名



来源: 公司公告, 国金证券研究所

环京限购升级, 销售增速渐缓

- 2016 年房价上涨周期中环京楼市量价齐涨, 成为炙手可热的投资区域。为了防止楼市过热上涨, 去年以来环京开始出台调控政策。廊坊 2016 年 4 月 1 日推出了“廊九条”, 规定非本地户籍居民家庭限购 1 套住房且购房首付款比例不低于 30%。8 月份廊坊政府又出台廊七条, 主要规范预售证监

管，政策针对区域为三河市、大厂、香河和固安，不包括霸州、永清。但整体看，去年调控收效不大。2017 年伴随北京“330”新政后，全国范围的限购限贷继续铺开，今年 4 月，廊坊霸州、文安等地纳入限购区域；6 月廊坊限购继续升级，对非本地户籍居民家庭增加了 3 年及以上社保或纳税、本地户籍居民家庭限购第 3 套住房等限制性措施。随着雄安新区的设立，环京调控更加严格，坚决抑制投资炒房。

- 环京区域历年为公司的主要销售来源，在环京限购升级的背景下，今年公司地产销售额增速明显低于其他地产龙头。截至 2017 年三季度，公司销售面积同比下降 14.1%，销售额 1000 亿元，同比增长 12%，完成全年目标 1450 亿的 69%。销售额排名较 16 年回落 3 位。

图表 16：2017 年 1-9 月房地产企业销售排名情况

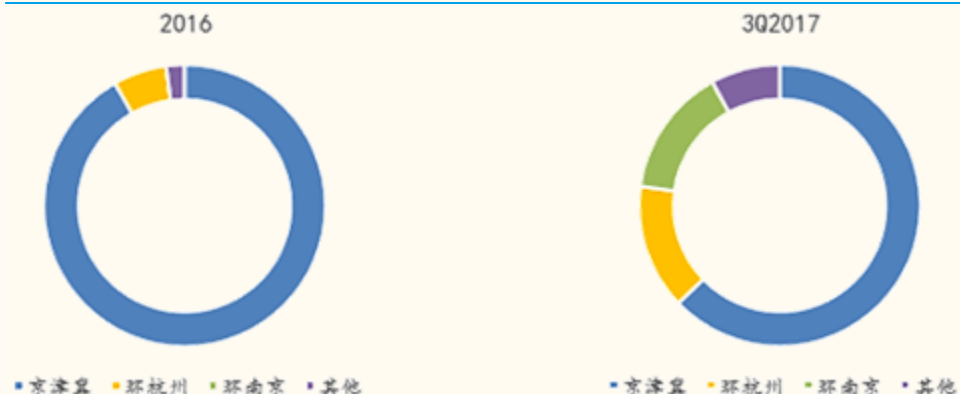
序号	代码	企业名称	销售面积 (万平方米)	面积同比	销售金额 (亿元)	金额同比	平均价格 (元/平方米)	价格同比	销售目标 (亿元)	完成率
1	2007.HK	碧桂园	4,715	69.7%	4,282	89.8%	9,081	11.9%	5000	86%
2	000002.SZ	万科	2,665	33.8%	3,961	50.7%	14,866	12.6%	-	-
3	3333.HK	恒大地产	3,687	6.6%	3,660	30.5%	9,927	22.3%	4500	81%
4	600048.SH	保利地产	1,501	27.2%	2,082	32.3%	13,866	4.0%	-	-
5	600606.SH	绿地控股	1,579	18.9%	2,033	17.3%	12,880	-1.3%	2900	70%
6	0688.HK	中国海外	1,129	8.5%	1,836	7.1%	16,269	-1.3%	2310	79%
7	1918.HK	融创中国	1,173	166.0%	1,614	73.2%	13,763	-34.9%	3000	54%
8	0960.HK	龙湖地产	834	93.9%	1,282	97.0%	15,383	1.6%	1500	85%
9	600383.SH	金地集团	559	23.1%	1,026	42.7%	18,359	15.9%	-	-
10	1109.HK	华润置地	661	8.8%	1,006	26.4%	15,230	16.2%	1320	76%
11	600340.SH	华夏幸福	628	-14.1%	1,000	11.4%	15,924	29.7%	1450	69%
12	3900.HK	绿城中国	503	44.5%	930	35.6%	18,489	-6.2%	851	109%
13	001979.SZ	招商蛇口	410	39.1%	780	65.5%	19,027	19.0%	1000	78%
14	601155.SH	新城控股	546	29.4%	749	64.5%	13,718	27.1%	850	88%
15	0884.HK	旭辉集团	389	69.9%	689	66.8%	17,702	-1.8%	800	86%

来源：公司公告，国金证券研究所

京津冀销售比例下降，环杭州环南京崛起

- 京津冀区域销售回落的同时，公司环杭州、环南京两个区域已逐渐成熟，成为地产销售的新的增长极。2016 年公司京津冀销售面积占比为 92%，到 2017 年三季度，这个比例降低到 63%。前三季度，公司在环杭州、环南京区域销售面积分别达到 90.4 万、93.4 万平方米，占比分别达到 14%、15%。全年两个区域都将各贡献百亿以上的销售额。

图表 17：公司销售比例变化



来源：公司公告，国金证券研究所

地产销售额高增长转平稳，产业运营初心不变

- 但从公司的战略看，地产销售并不是公司业务的核心，公司往年的地产销售增长，主要受益于近几年京津冀一体化和楼市上行周期，带来的公司原

已深耕的环京区域整体板块价值的提升。按照公司的业务模式，公司地产销售区域仍主要集中在开发运营的产业新城片区。每个产业新城的拓张是需要前期的基建、土地整理，才能实现园区的成熟，进而推动房地产销售。因此公司不会同其他龙头地产开发商一样在土地市场加速拿地，迅速拓张房地产开发版图。预期公司未来的地产销售，将一段时间稳定在千亿规模的水平。但正是褪去了房地产销售高增长这一层“外衣”，才凸显公司的初心。产业新城运营更需要的是耐心和毅力，而其意义也更加深远，通过建设开发、招商引资、产业运营带来当地政府财政收入的提高，实现城市的更新，推进我国城市群的发展建设。

产业发展服务收入首超地产

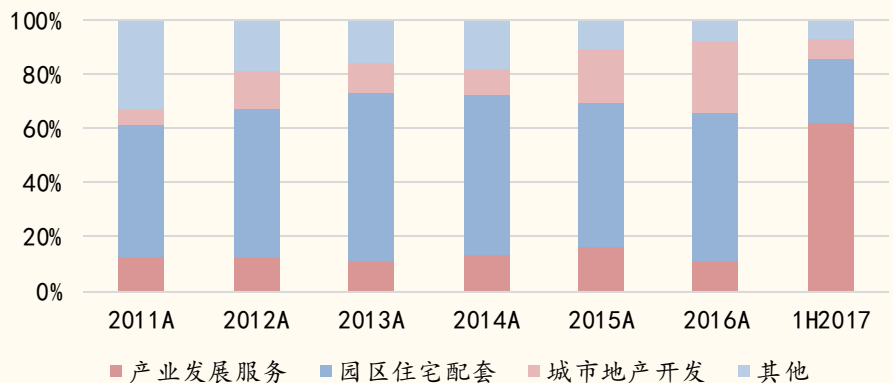
- 分析公司的收入结构可以看到，上半年公司结转的产业发展服务收入首次超过房地产销售收入（公司地产销售收入主要体现在两项：园区住宅配套、城市地产开发）。上半年产业发展服务收入达到 138.8 亿元，同比增长 81%，占上半年总营业收入的 63%。这是首次公司在结转中，收入部分产业发展服务收入占比超过 50%。今年上半年产业发展服务部分的营收、毛利占比之高也为首次，该项业务毛利率 93%，毛利润达 128.7 亿元，基本等于上半年公司的全部毛利润（酒店、物业管理部分亏损，而地产板块结转的大部分还是 2014 年的低毛利项目）。

图表 18：2017 年上半年公司收入组成及毛利占比

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利	毛利率	营收占比	毛利占比	营收同比
产业发展服务	138.8	10.1	128.7	93%	63%	101%	81%
园区住宅配套	52.4	52.1	0.3	1%	24%	0%	8%
城市地产开发	15.7	14.9	0.8	5%	7%	1%	-37%
基础设施建设	0.3	0.2	0.0	11%	0%	0%	-50%
土地整理	6.1	5.4	0.8	12%	3%	1%	-70%
物业管理服务	1.8	1.8	0.0	-1%	1%	0%	61%
酒店、俱乐部及其他	5.6	9.0	-3.3	-60%	3%	-3%	287%
合计	220.7	93.5	127.2	58%			26%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：公司收入比例



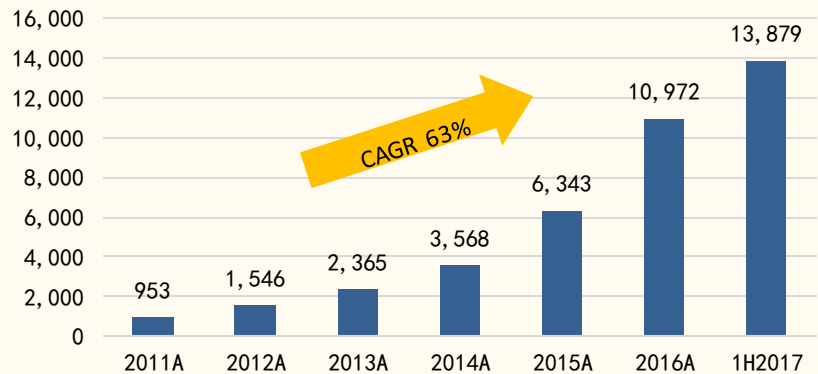
来源：wind，国金证券研究所

- 公司三季报并未披露具体的产业发展服务费，但从公司的经营数据可进行推算。上半年经营情况简报里，园区结算收入额为 153.8 亿。此部分收入为与政府结算额，主要是产业发展收入、土地整理和基建费用。其中半年报披露产业发展服务收入 138.8 亿，可计算出占园区结算收入比例约为 90%。截至 9 月公司园区结算收入 205.3 亿，按照 90% 比例测算，三季度产业发展服务费大约为 185 亿元，扣除园区结算收入大致为房地产结算收入，约为 104 亿。今年三季度公司归母净利润为 62.3 亿。乐观估计地产板块净利率 15%，地产销售提供净利润应小于 16 亿元，可推测产业发展服

务费提供的归母净利润在 40 亿以上。可见公司在今年前三季度实现了产业发展服务收入和利润都超越地产。虽然地产收入主要在四季度结算，但按照全年净利润约 85 亿的盈利预测，今年产业发展服务收入将贡献一半以上的净利润。

- 往年由于公司的结转收入仍主要由地产销售贡献，因此市场上并不是完全认可公司“产业新城运营商”的定位。在今年销售放缓、产业新城却仍迅速扩张建设的背景下，在收入口径上，产业发展服务首次超过地产销售。事实上，公司产业发展服务业务占比每年都在提升，而在未来此部分比重将继续增加，公司发展模式的价值将日益凸显。

图表 20：公司历年产业发展服务收入(百万元)



来源：wind，国金证券研究所

产业新城，大有可为

未来签约投资端到产业发展收入端利润可观

- 2017 年上半年公司实现签约 222 个入园企业，签约投资额 731.5 亿，同比增加 25.8%。产业新城异地复制成效凸显。公司先后落子长三角、珠三角等新增的近 20 个产业新城，围绕新能源、高端装备制造等新兴行业打造产业集群。

图表 21：2017 年上半年公司新增签约企业数量及投资额

区域	企业数量	新增签约投资额 (亿元)	区域	企业数量	新增签约投资额 (亿元)
固安	51	108.2	舒城	11	48.9
大厂	16	13.1	武陟	8	26.6
怀来	6	30.2	彭山	8	30.8
苏家屯	5	5.9	邢台	2	6
香河	16	34.1	北戴河	1	1.2
无锡	1	23.3	江宁	1	1
文安	4	57	南浔	4	37
昌黎	5	9.8	长葛	1	12
霸州	11	59.3	新洲问津	1	7
嘉善	27	58.9	嘉鱼	1	1
永清	7	40	江门	2	13.5
来安	8	37.5	蒲江	4	8.8
溧水	6	12.7	新郑	2	22
和县	8	15.6	江夏	2	5
			合计	222	731.5

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司累计实现的签约投资额接近 4000 亿元，保守按照 35% 的产业发展服务收入计算（部分新签订区域比例小于 45%），将贡献约 1400 亿元产业发展服务费。截至上半年公司已结转 396 亿元（季报未具体披露），仍有约 1000 亿元产业发展服务收入未结转。公司的结转比例（累计结转产业发展服务费/累计投资额对应发展收入）也从一开始的 6% 上升到 29%，收入确认明显提速。这里的结转比例综合了两个环节，一个是签约投资额

落地环节；一个是落地投资额确认产业发展收入环节。公司按照正常结算速度，政府在确认落地投资收入后，第二年将交付产业发展服务费，此部分时效性较强。因此可以看出，此比例的上升主要是公司产业园区引进的企业签约到落地速度加快，即签约额到落地投资额这个环节时长缩短。按29%的比例可预期1000亿未结转收入将在未来3-5年确认。随着公司全国产业新城和产业小镇复制落地，该部分投资带来的产业发展服务收入将持续高速增长。该项收入为公司收入组成中毛利率最高部分，这将直接大幅增厚公司未来利润，同时提升公司利润率。

图表 22：公司历年累计签约额及结转产业发展服务收入

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1H2017
累计签约额 (亿元)	490	769	1,164	1,666	2,202	3,226	3,957
同比增速	-	57%	51%	43%	32%	46%	42%
投资额对应发展服务收入 (亿元, 按 35%比例)	171	269	407	583	771	1,129	1,385
累计结转发展服务费 (亿元)	9.5	25.0	48.6	84.3	147.7	257.5	395.9
结转比例	6%	9%	12%	14%	19%	23%	29%

来源：公司公告，国金证券研究所

异地复制的成功推进全国布局

- 公司从京津冀大本营走出去，时间并不长，但在短短 5 年不到时间，又树立了新的标杆。2013 年公司签约了环杭州的嘉善，2015 年签约了环南京的来安。这两个区域的建设开发速度还超过了当年的固安。截至今年上半年，嘉善区域新增签约投资额 58.9 亿元(2014 年 3.4 亿，2015 年 12.8 亿，2016 年 42.7 亿)，占公司新增签约投资总额 8.1%；同期，来安区域新增签约投资额 37.5 亿元(2016 年 45.3 亿)，占公司新增签约投资总额 5.1%。杭州区域和南京区域逐渐成为公司业绩新的增长极，嘉善和来安分别作为两大区域的核心，标杆示范效应显著。有了异地复制的成功经验，相信公司在后续进入的珠三角、郑州、武汉等区域的发展将进一步提速，公司产城融合模式的优势将进一步凸显。

PPP 模式受国家认可

- 近些年，PPP 模式在全国范围内迅速推广，有效拓宽城镇化建设融资渠道，激活社会资本，推进新型城镇化建设。公司在 2002 年和固安政府签订的政企合作协议，实质上即是一种 PPP 模式。公司以“以产兴城、以城促产、产城融合”的原则为指引，采取“政府主导、企业运作”的市场化管理模式，用“契约精神”取代了“身份观念”，政府和企业之间建立了利益共享、风险共担机制，通过大幅度减少政府对资源的直接配置和对资源要素价格的干预，清晰界定了政企两者各自的责任和利益边界，保证了政策的连续性和稳定性。在十余年间，公司将此模式完美践行，固安也成为公司新城版图乃至中国 PPP 模式成功的样板工程。2016 年 10 月，公司固安高新区及溧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，公司的 PPP 模式受到了国家的认可。

卡位“一带一路”，拓展国外新城

- 除了在国内进行模式复制之外，公司卡位“一带一路”，在国外积极拓展。包括印尼、印度、埃及、越南四个国家，印尼项目已经开始动工。其中最新签订的越南，是中国“一带一路”最大的贸易伙伴，中越贸易额占中国与沿线国家贸易总额的 10.3%。此外公司还联合战略合作伙伴太库科技创业发展有限公司，在美国硅谷、韩国首尔、以色列特拉维夫、德国柏林等地构建产业孵化器，持续推进国际化战略，在全球范围内加速布局产业新城，推进产能合作平台打造。

图表 23：公司国外项目情况

序号	委托区域（县级）	国家	状态	签约时间
1	PhuThanh - Long Tan 区域及其扩建区和芽庄项目	越南	与 TN 和 NIC 公司签订投资合作协议	2017. 3. 14
2	埃及新行政首都第二期工程建设先进智能综合城市的成片地块	埃及	与住房部、投资部签署框架协议	2016. 10. 9
3	哈里亚那邦 Sohna 地块及 Manesar 地块	印度	与哈里亚那邦政府签备忘录	2016. 7. 2
4	万丹省唐格朗市 PasarKemis	印尼	与马龙佳集团旗下 ASRI 签订合作协议	2016. 6. 22

来源：公司公告，国金证券研究所

专业化团队，精准布局、强力引资、高质服务

- 截至目前，公司为支持产业发展服务配备了 4600 人的专业化团队，负责规划、研发、招商、运营、服务一条龙业务。公司发展研究部门成员多来自麦肯锡等咨询公司、清北两校城市规划学院。公司在城市群的发展上做了大量研究，长期看好一线和强二线的城市发展外溢效益，同时看好轨道交通带来的城市增值。公司多布局一二线周边的高铁沿线价值洼地，或是作为交通枢纽的强二线城市，在产业新城布局上精准而有前瞻性。
- 同时公司的强大竞争力之一是有着精英招商团队，根据园区定位进行招商引资。招商团队不少来自产业企业高层或是园区开发企业，对于产业理解深厚并有丰富的资源。成功的招商是公司产业新城顺利推进的重要推进器。
- 在运营端，公司着力发挥资本对产业发展的推动作用，与有关政府部门和机构共同打造若干基金平台，设立产业投资基金，拟在更多产业新城区域发起设立专门的产业引导基金和产业投资基金，积极开展产业整合与产业培育。公司向入驻企业提供一站式服务，帮助其高效对接政府服务，对接公司金融资源和物业服务，对接公司战略合作伙伴提供的人才引培、法律财税、规划咨询等第三方企业服务。

图表 24：公司强大的产业运营团队



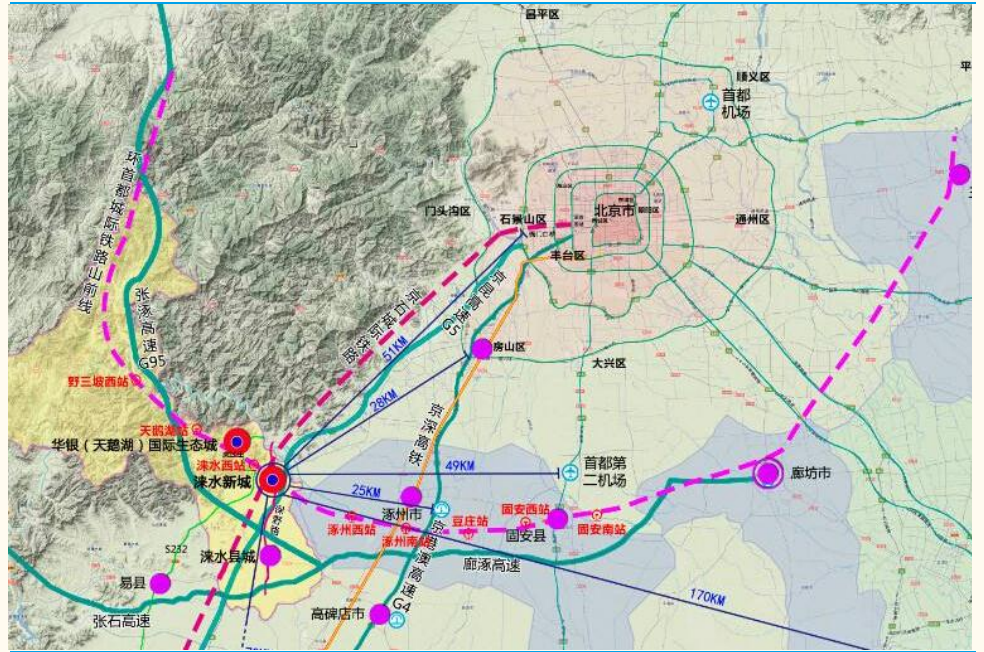
来源：公司资料，国金证券研究所

首个投资控股客运城际铁路项目的民营资本

- 2016 年公司中标成为廊涿固保城际铁路项目社会投资人，成为国内首个投资并控股客运城际铁路项目的民营资本。廊涿城际线路东起廊坊市，向西经大兴区、固安县、终至涿州涿水县界。项目工程范围起自京冀省界至涿州涿水县界，共设固安南、固安西、豆庄、涿州南、涿州西 5 座车站。目前铁路已开工，全线施工总工期 3.5 年，预计 2020 年前开通运营。

- 项目公司可享受国家、河北省出台的各项支持政策，包括通过土地综合开发收益进行铁路建设资金平衡和运营补贴；在依法合规前提下获得廊坊、保定市政府对于公司开发建设相关联产业新城的支持等。公司产业园区分布铁路沿线，区域土地价值将被拉动，同时打通各产业新城，有助于相关区域的招商引资和整体发展。

图表 25：廊涿固保铁路布局



来源：公开资料，国金证券研究所

特色小镇开发的先天优势

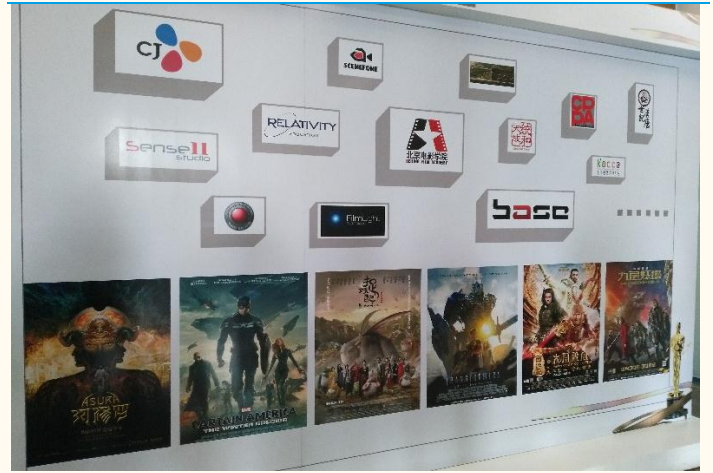
- 2016 年 7 月和 10 月，中央多部门相继发布关于建设特色小镇的指导意见后，房企在特色小镇建设方面的尝试逐渐拉开序幕。对于特色小镇的开发和运营，华夏幸福早已在旗下产业新城内进行试点，公司内部称为“产业小镇”。已经建立并初具规模的小镇如大厂影视小镇，2014 年 11 月，大厂影视小镇正式开工建设。2017 年大厂影视小镇已初具规模，逐渐吸引入驻企业及相关项目近百家，覆盖影视产业孵化、前期拍摄、后期制作等交易全产业链。目前公司签约的产业小镇 18 个，总面积逾 170 平方公里。公司在打造产业特色小镇的过程中，将围绕一个主导产业构建产业生态圈，公司近 4600 人的产业研究、规划、招商、服务团队和产业资源将大有力地推动产业小镇的发展。相比其他公司，华夏幸福在产业引进和城市建设上在特色小镇建设上具有先天优势。

图表 26: 大厂影视小镇实景



来源: 实地拍摄, 国金证券研究所

图表 27: 大厂影视小镇参与电影和合作公司



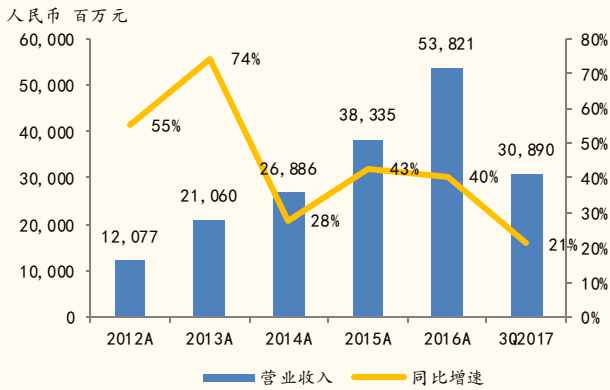
来源: 实地拍摄, 国金证券研究所

财务分析

毛利大增, 费用率升高

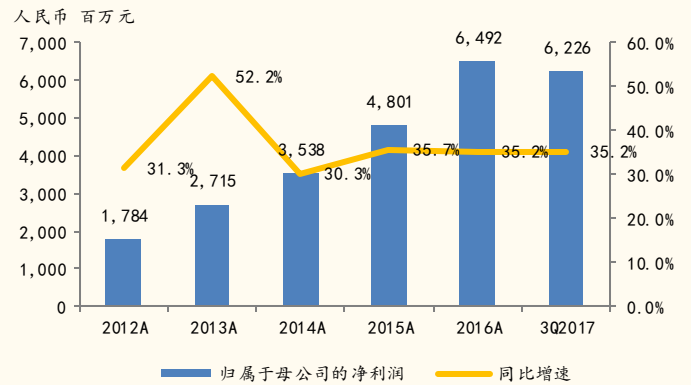
- 公司今年前三季度营收 308.9 亿元, 同比增长 21.2%, 同比增速有所回落; 营业利润 94.7 亿元, 同比上涨 49.1%; 实现归属母公司所有者净利润 62.3 亿元, 同比增长 35.3%, 每股收益 2.02 元。公司前三季度归母净利润已接近去年全年水平, 全年归母净利润预期仍能保持 30%以上的高增长。
- 17 年三季度整体毛利率大幅提升至 56.4%, 同比上升 10.6 个百分点。营业收入增速回落毛利率提升如前文所说, 主要为高毛利的产业开发服务收入占比增加。毛利率的提升也使公司净利率增加, 至三季度公司归母净利率 20.1%。

图表 28: 公司营业收入(百万元)



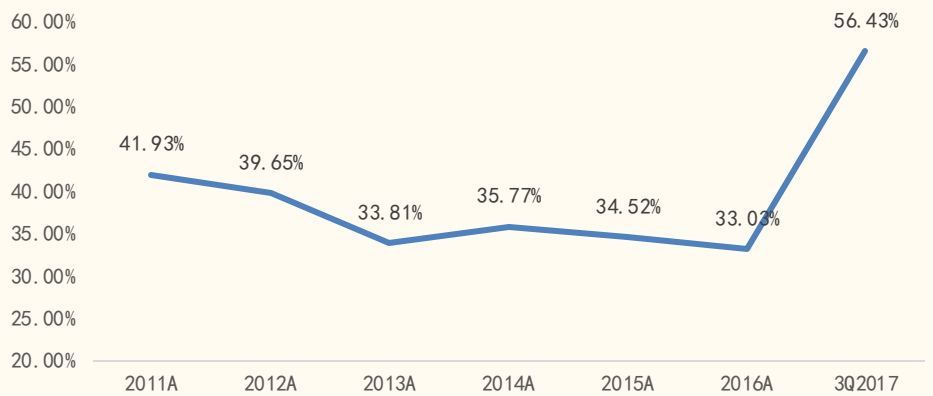
来源: wind, 国金证券研究所

图表 29: 公司归母净利润(百万元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 30：公司历年毛利率水平



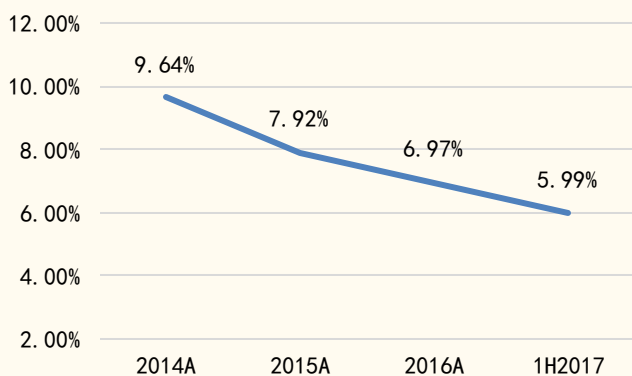
来源：wind，国金证券研究所

- 虽然毛利率增加，但前三季度公司的管理费用和财务费用都明显增加。管理费用 47 亿，同比增长 74.6%；管理费用率 15.23%，同比增加 4.66 个百分点。管理费增加主要原因是公司加大园区拓展，伴随规模增长，职工薪酬、咨询顾问费、无形资产摊销等费用增长幅度较大。财务费用 6.5 亿，同比增长 61.8%；财务费用率 2.11%，同比增加 0.53 个百分点。财务费用增加主要由于公司发行债券募集资金暂未使用期间，按照实际利率法确认的利息费用增加。

融资渠道多样，财务较健康

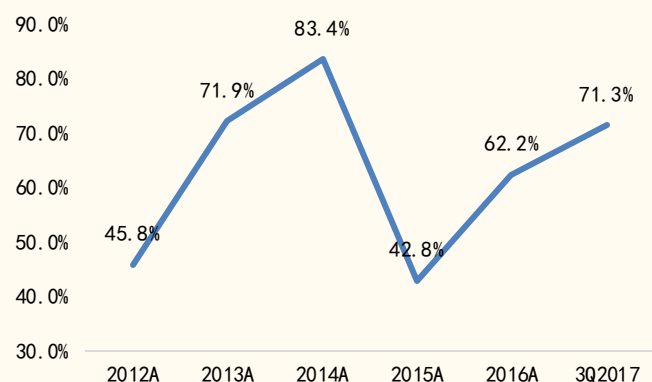
- 根据公司半年报，2017 年上半年公司融资加权平均利率为 5.99%，比 16 年下降 0.98 个百分点。其中银行贷款的平均利息成本 5.63%，债券平均成本为 5.24%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 8.15%。
- 今年 3 月公司成功发行固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划，为中国境内首单园区 ppp 资产证券化，发行金额 7.06 亿元，总期限为 6 年，其中 1 年期优先级资产支持证券票面利率仅为 3.90%，这也是同期资产支持证券最低发行成本。资产支持计划获东方金诚和中诚信证券评估机构给予 AAA 评级，开创园区 ppp 资产证券化先河。
- 截止到 17 年三季度末，公司净负债率 71%，相比 16 年底的 62% 有一定上升。短期债务相较货币资金比例 48%，偿债压力不大。同时，预收账款总规模为 1362 亿元，为未来地产结算业绩提供保障。

图表 31：公司融资加权平均成本



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：公司净负债率



来源：wind，国金证券研究所

公司持续高分红

- 2011 年上市以来，公司每年都有分红，并在 2013 年实施两次分红。近三年公司的股息率分别为 2.4%、1.6%和 2.0%，分红率分别为 29.9%、33.3%、30%。根据公司未来三年的规划，公司原则上每年进行一次现金

分红，未来三年以现金方式累计分配净利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

图表 33：公司近三年分红情况

分红年度	每10股送红股数（股）	每10股派息数（元）（含税）	每10股转增数（股）	现金分红的数额（含税）	分红率（%）
2016年	0	6.6	0	1,950,264,828	30.04
2015年	0	5.4	0	1,595,671,223	33.26
2014年	10	8	0	1,058,303,772	29.91

来源：wind，国金证券研究所

盈利预测

盈利预测及假设

- 根据前文分析，产业发展服务收入在公司未来的营收结构中占比将持续提升。假设公司产业发展收入每年增速不低于 30%，地产销售结算收入增速将从 30%增速逐渐回落到 20%左右（我们认为公司未来地产的销售结转收入增速依旧能在 20%以上，15、16 年高增的销售额将逐渐结转）。
- 根据假设我们预测 17-19 年公司营业收入分别为 695 亿、903 亿、1150 亿，归母净利润分别为 85.2 亿、120.5，164.5 亿，EPS 分别为 2.88、4.08、5.57，对应当前目标价 17-19 年 PE 分别为 10.6/7.5/5.5 倍。

公司估值

- 公司的独特模式不同于一般园区运营商和房地产开发商，在 A 股上并没有较好的对标企业。我们按照公司历史平均估值 15 倍测算，给予目标价 43.38 元，首次评级“买入”。

图表 34：公司历史 PE



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- 异地复制受阻，具体条款无法和当地政府达成协议；
- 地方结算收入较慢，企业落地投资后政府产业发展服务收入结算时长超过公司要求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	26,886	38,335	53,821	69,522	90,338	115,028	货币资金	16,194	36,802	45,503	73,831	101,710	128,606
增长率		42.6%	40.4%	29.2%	29.9%	27.3%	应收账款	6,084	9,192	16,438	26,010	34,273	42,563
主营业务成本	-17,269	-25,103	-36,045	-43,429	-55,579	-70,352	存货	78,316	100,621	147,345	190,372	227,646	279,479
%销售收入	64.2%	65.5%	67.0%	62.5%	61.5%	61.2%	其他流动资产	7,078	7,150	14,276	24,254	31,406	40,662
毛利	9,616	13,231	17,775	26,094	34,759	44,677	流动资产	107,672	153,765	223,561	314,468	395,034	491,309
%销售收入	35.8%	34.5%	33.0%	37.5%	38.5%	38.8%	%总资产	94.5%	91.2%	89.5%	89.2%	89.4%	89.5%
营业税金及附加	-1,867	-2,709	-3,135	-3,413	-4,396	-5,229	长期投资	439	1,466	3,239	13,203	20,352	28,942
%销售收入	6.9%	7.1%	5.8%	4.9%	4.9%	4.5%	固定资产	3,108	4,598	6,009	6,696	7,513	7,808
营业费用	-954	-1,236	-1,875	-2,352	-3,056	-3,853	%总资产	2.7%	2.7%	2.4%	1.9%	1.7%	1.4%
%销售收入	3.5%	3.2%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	无形资产	468	4,626	7,870	8,171	7,739	7,358
管理费用	-1,754	-2,552	-3,623	-6,897	-7,521	-10,494	非流动资产	6,292	14,858	26,342	37,956	46,810	57,850
%销售收入	6.5%	6.7%	6.7%	9.9%	8.3%	9.1%	%总资产	5.5%	8.8%	10.5%	10.8%	10.6%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	5,043	6,734	9,143	13,431	19,786	25,101	资产总计	113,964	168,623	249,903	352,424	441,845	549,159
%销售收入	18.8%	17.6%	17.0%	19.3%	21.9%	21.8%	短期借款	21,218	19,235	17,521	21,915	29,698	36,238
财务费用	-28	-1	-563	-793	-1,088	-1,410	应付款项	61,090	91,510	134,825	191,016	245,350	312,427
%销售收入	0.1%	0.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	其他流动负债	2,476	3,094	7,353	16,273	16,931	20,460
资产减值损失	-41	-134	-176	-987	-1,516	-727	流动负债	84,783	113,839	159,699	229,204	291,979	369,125
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	9,489	20,595	20,291	47,791	65,641	84,384
投资收益	90	304	415	581	587	813	其他长期负债	2,296	8,559	31,881	31,342	31,342	31,342
%税前利润	1.8%	4.4%	4.6%	4.7%	3.3%	3.4%	负债	96,568	142,993	211,872	308,337	388,962	484,850
营业利润	5,064	6,903	8,818	12,233	17,769	23,778	普通股股东权益	9,794	13,527	25,361	31,225	39,779	50,914
营业利润率	18.8%	18.0%	16.4%	17.6%	19.7%	20.7%	少数股东权益	7,603	12,103	12,671	12,862	13,103	13,395
营业外收支	-4	46	157	173	-86	190	负债股东权益合计	113,964	168,623	249,903	352,424	441,845	549,159
税前利润	5,060	6,949	8,976	12,406	17,682	23,968	比率分析						
利润率	18.8%	18.1%	16.7%	17.8%	19.6%	20.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1,258	-1,961	-2,807	-3,691	-5,396	-7,223	每股指标						
所得税率	24.9%	28.2%	31.3%	29.8%	30.5%	30.1%	每股收益	2.674	1.815	2.197	2.884	4.076	5.568
净利润	3,801	4,987	6,168	8,715	12,286	16,745	每股净资产	7.403	5.113	8.583	10.567	13.462	17.230
少数股东损益	264	186	-323	191	241	291	每股经营现金净流	-3.748	2.812	2.560	3.755	4.943	6.117
归属于母公司的净利润	3,538	4,801	6,492	8,523	12,045	16,454	每股股利	1.000	0.540	0.660	0.900	1.200	1.800
净利率	13.2%	12.5%	12.1%	12.3%	13.3%	14.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	36.12%	35.49%	25.60%	27.30%	30.28%	32.32%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	3.10%	2.85%	2.60%	2.42%	2.73%	3.00%
净利润	3,801	4,987	6,168	8,715	12,286	16,745	投入资本收益率	7.87%	6.58%	5.86%	6.50%	7.66%	8.11%
少数股东损益	264	186	-323	191	241	291	增长率						
非现金支出	162	438	768	1,419	2,004	1,254	主营业务收入增长率	27.66%	42.58%	40.40%	29.17%	29.94%	27.33%
非经营收益	-85	-292	-299	-634	-523	-476	EBIT增长率	36.89%	33.55%	35.76%	46.91%	47.31%	26.86%
营运资金变动	-8,836	2,306	926	1,596	838	550	净利润增长率	30.30%	35.71%	35.22%	31.30%	41.32%	36.60%
经营活动现金净流	-4,958	7,439	7,563	11,096	14,605	18,074	总资产增长率	53.81%	47.96%	48.20%	41.02%	25.37%	24.29%
资本开支	-719	-1,099	-3,723	-1,184	-1,078	-1,787	资产管理能力						
投资	-1,135	-3,909	-16,273	-10,013	-7,200	-8,640	应收账款周转天数	46.7	58.6	56.6	98.4	97.1	97.7
其他	-873	-787	-5,067	581	587	813	存货周转天数	1,398.9	1,300.9	1,255.5	1,600.0	1,495.0	1,450.0
投资活动现金净流	-2,728	-5,796	-25,062	-10,617	-7,691	-9,614	应付账款周转天数	186.1	202.2	184.6	190.7	182.0	181.1
股权募资	3,515	7,900	17,529	3,000	7,055	9,000	固定资产周转天数	22.3	22.7	18.1	17.1	15.3	12.6
债权募资	13,624	16,611	22,670	28,362	18,633	16,282	偿债能力						
其他	-5,083	-5,209	-14,771	-3,513	-4,724	-6,847	净负债/股东权益	83.42%	42.78%	62.19%	66.24%	55.64%	45.52%
筹资活动现金净流	12,056	19,302	25,428	27,849	20,964	18,436	EBIT利息保障倍数	179.6	5,157.6	16.2	16.9	18.2	17.8
现金净流量	4,371	20,945	7,929	28,328	27,879	26,896	资产负债率	84.74%	84.80%	84.78%	87.49%	88.03%	88.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	10	20	25
增持	1	3	3	13	15
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.38	1.36	1.44	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH