

华夏幸福 (600340)

证券研究报告
2018年04月04日

产业新城政企双赢、“异地复制”+“开放合作”双核驱动

事件: 3月30日公司公布2017年年报,全年实现营业收入596.35亿元,比上一年增长10.80%;实现归属于母公司所有者的净利润87.81亿元,比上一年增长35.26%。

定位产业新城运营商: 1) 相比传统地产开发商估值应获提升: 产业综合运营商成长空间与毛利空间相比于传统开发商均具优势,公司17年产业发展服务毛利率92.25%,拉高公司整体毛利率至47.93%,同比去年提升14.9个百分点,不再受制于住宅地产业务毛利被土地端与调控侧两头压缩的瓶颈。理应获得更高估值。2) **异地复制进程加速:** 公司以“园区+地产”联动,同时将开发运营经验快速复制至长三角、珠三角地区等承接一线城市产业转移及人口溢出的环一二线周边城市,非京津冀地区项目贡献占比进一步扩大,提升住宅销售应对调控风险的安全边际。

销售略超预期、产品结构优化均价提升: 公司17年销售额1522.12亿,实现26.5%涨幅,其中房地产业务销售额1201亿,同比增长19.4%。销售额增长主要由均价提升带动,得益于环京地区房价上涨,及伴随产业新城开发带来园区配套住宅价值提升双重效应,2017年房地产销售均价12592元/平,同比上涨19.3%。**新增土储非京津冀地区拿地占比44%:** 据公告,2017年公司新增占地面积698万方,总拿地价305.11亿;其中非京津冀地区310.7万方占比为44%,储备结构更加优化。

首次开放全面合作: 业绩提升催化剂, 产业新城异地扩张复制或超预期: 公司此前一直坚持独立开发,首届产业新城合作伙伴大会于18年1月31日在京召开,会议致力于寻求合作伙伴、共同搭建合作平台、推进产业新城模式的异地复制与全面布局。1月25日-1月27日公司先后与东原集团、旭辉集团和阳光城3家同行签订战略合作协议,未来或将在拿地、开发等多层面开展合作,合作开发有利于公司提升运营能力、加快销售与周转速度。

迎京津冀一体化、雄安新区及一带一路建设机遇,享三重利好: 公司主要房地产开发及园区建设运营项目位于河北地区,且拥有大量土储及可通过一二级联动方式获取的潜在土地资源。雄安新区设立加速京津冀一体化进程,环渤海地区作为一带一路东部的起点,依靠产业园区的异地复制,积极布局长江沿岸地区。

投资建议: 调控下公司17年全年销售额依然实现涨幅26.5%;盈利能力维持高位,2017年毛利率47.93%;此外,公司拿地力度增加且结构更为优化,新增土储非京津冀地区拿地占比44%;我们看好公司作为产业新城与地产开发双龙头在京津冀提速、雄安建设等多政策红利支持下实现稳定且持续的业绩增长。预计公司18-20年实现归母净利润分别为117.97亿、150.10亿、196.67亿, EPS分别为3.99、5.08、6.66元/股,对应PE为8.26X、6.49X、4.96X,首次覆盖,给予“买入”评级,6个月内目标价47.88元,对应18年12倍PE。

风险提示: 园区招商引资不及预期;落地签约投资额结转不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,820.59	59,635.42	76,775.58	99,766.56	128,035.55
增长率(%)	40.40	10.80	28.74	29.95	28.34
EBITDA(百万元)	9,972.71	14,744.28	19,455.62	25,152.46	32,970.35
净利润(百万元)	6,491.58	8,780.81	11,797.11	15,010.88	19,666.66
增长率(%)	35.22	35.26	34.35	27.24	31.02
EPS(元/股)	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66
市盈率(P/E)	15.02	11.10	8.26	6.49	4.96
市净率(P/B)	3.84	2.63	2.67	2.08	1.62
市销率(P/S)	1.81	1.63	1.27	0.98	0.76
EV/EBITDA	9.15	9.78	9.02	6.14	5.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级	
行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	32.16元
目标价格	47.88元

基本数据	
A股总股本(百万股)	2,954.95
流通A股股本(百万股)	2,954.95
A股总市值(百万元)	95,031.09
流通A股市值(百万元)	95,031.09
每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	81.10
一年内最高/最低(元)	48.30/29.99

作者
陈天诚 分析师
SAC执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com



资料来源: 贝格数据

相关报告



内容目录

主线投资逻辑：五大预期差决定业绩与估值双升	5
1. 定位产业新城运营商	6
1.1. 公司发展历程	6
1.2. 公司股权结构	6
1.3. 资产规模与业务结构	7
2. 产业发展服务推动业绩增长	9
3. 销售略超预期、产品结构优化均价提升	10
4. 土地储备以京津冀为核心，拿地力度有所加大	12
4.1. 新增占地面积 698 万方	12
4.2. 非京津冀地区拿地占比提升至 44%、下半年拿地节奏加快	13
5. 财务稳健、融资渠道多样化	14
6. 产业新城突破传统地产开发瓶颈、异地复制进程加速	15
6.1. “园区+地产” 联动，固安首创 PPP 模式获成功	15
6.2. 产业新城成功开发运营经验快速复制至全国	17
6.3. 响应国家号召开发特色小镇、继承产业新城开发经验优势得天独厚	19
6.4. 首次开放全面合作：业绩提升催化剂，产业新城异地扩张复制或超预期	20
7. 迎京津冀一体化、雄安新区及一带一路建设机遇，享三重利好	20
7.1. 国家三大战略之一——京津冀一体化	21
7.2. 京津冀协同加速与深化：雄安新区的设立，比肩深圳特区上海新区	23
7.3. 国家三大战略之二——发展“一带一路”	24
7.4. 三大战略齐聚京津冀，公司“园区+地产”双核超频	24
8. 盈利预测与估值	25
9. 投资建议	27

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司总资产规模（亿元）	7
图 4：公司净资产规模（亿元）	7
图 5：公司营业收入规模（亿元）	9
图 6：公司归母净利润（亿元）	9
图 7：公司收入结构情况拆分（亿元）	10
图 8：2017 年公司收入（亿元）分结构占比情况	10
图 9：公司销售毛利率与净利率水平（%）	10
图 10：公司分业务毛利率情况（%）	10

图 11: 公司销售额 (亿元)	11
图 12: 公司销售面积 (万平方米)	11
图 13: 房地产业务销售均价 (元/平方米)	11
图 14: 公司权益销售金额排名	11
图 15: 2017 年销售区域分布	12
图 16: 2017 年出租面积情况 (万方)	12
图 17: 公司历年土地储备规模 (万方)	12
图 18: 2017 年新增土地储备区域分布 (万方)	12
图 19: 公司负债情况 (%)	14
图 20: 公司货币现金与到期借款 (亿元)	14
图 21: 公司预收账款规模 (亿元)	14
图 22: 公司销售、管理和财务费用率情况	14
图 23: PPP 市场化运作机制	15
图 24: 固安县财政收入 (亿元)	16
图 25: 固安县 GDP (亿元)	16
图 26: 固安产业新城	16
图 27: 固安产业新城中央公园地区	16
图 28: 累计签约园区数量 (个)	17
图 29: 累计入园企业数量 (个) 与累计投资额 (亿元)	17
图 30: 大厂产业新城	18
图 31: 香河产业新城	18
图 32: 公司国内产业新城与产业小镇主要分布图	20
图 33: 京津冀一体化产业承接布局	22
图 34: 京津冀一体化城市群 1 小时交通圈	22
图 35: 雄安新区地理位置	23
图 36: 雄安新区区域规划	23
图 37: 一带一路沿线地区	24
图 38: 华夏幸福 15-17 年土地储备情况分地区统计	25
图 39: 华夏幸福历史 PE 估值	27
表 1: 公司前十大股东明细	7
表 2: 公司部分产业新城业务介绍	8
表 3: 2017 年全年新增土储统计 (占地面积)	12
表 4: 截至 2017 年公司土地储备情况	13
表 5: 公司 2017 年发行债券情况	15
表 6: 2017 年新签约 PPP 项目汇总	18
表 7: 2017 年公司新签约特色小镇项目汇总	19
表 8: 京津冀落实期协同发展事件汇总	21
表 9: 18-20 年公司主营业务收入拆分 (亿元)	26

表 10: 可比公司 PE 估值 (股价以 4 月 2 日收盘价为准, 预测 PE 为 Wind 一致预期) ..26

主线投资逻辑：五大预期差决定业绩与估值双升

一、公司定位产业新城运营商：相比传统地产开发商估值应获提升

公司以产业新城运营商自我定位，传统房地产开发仅作为其园区住宅及配套服务设施开发的一环，城市地产开发为园区开发提供现金流作为辅助。据公告，公司 2017 年产业发展服务结算收入 230.9 亿占总营收比为 38.71%；同时贡献毛利占据主导地位，达到 212.97 亿，占比 74.51%；去年在传统地产开发行业毛利率下行背景下，公司整体毛利率维持高位主要依靠产业发展服务业务，园区运营业务逐渐占主导，不再受制于住宅地产业务毛利被土地端与调控侧两头压缩的瓶颈。产业综合运营商的成长空间与毛利空间相比于传统地产开发商均具有优势，理应获得更高估值。

二、区域龙头向全国性龙头转变提速：业绩增速或超预期

公司深耕京津冀地区园区住宅配套与产业综合服务，随着固安园区成熟，异地复制取得成功，“1+8”布局雏形已现，1 指环京区域，8 里面包括以南京、杭州、合肥、郑州、武汉、广州、深圳、成都为核心的周边。在 17 年京津冀地区调控加强的背景下，销售额实现 19.4% 的同比增长，主要是一方面因为销售均价提升，另一方面，据公告，2017 年销售面积中非京津冀地区占比达到 33.3%，销售金额占比由去年的 7% 提升至今年的 23%，非调控地区贡献占比提升；据拿地公告测算，2017 年非京津冀地区拿地占比提升至 44%，随着京津冀区域调控边际放缓，非京津冀地区项目销售贡献增多，未来销售与结算结构将更稳定。

三、首次开放全面合作：业绩提升催化剂，产业新城异地扩张复制或超预期

公司此前一直坚持独立开发，近期决定加大合作力度。公司首届产业新城合作伙伴大会于 18 年 1 月 31 日在京召开，会议致力于寻求合作伙伴、共同搭建合作平台、推进产业新城模式的异地复制与全面布局。此次会议有利于公司在金融服务、配套建设、产业发展、提供公共服务等领域多方面的能力聚合。此前 1 月 25 日-1 月 27 日，公司先后与东原集团、旭辉集团和阳光城 3 家同行签订战略合作协议，未来或将在拿地、开发等多层面开展合作，合作开发有利于公司提升运营能力、加快销售与周转速度。

四、房企集中度提升超预期：龙头公司经营管理优势凸显

据克而瑞数据，2017 年全国 top10 房企销售额占全国商品销售总额的 24.1%，行业集中度继续提升的同时，top10 拿地金额占比为 47.6%，预示着未来销售分化将加剧。随着一二线城市的房价地价的上涨，中小房企参与的门槛越来越高，公司作为行业龙头之一，规模大、增速快、盈利好。尽管整体市场空间并没有扩大，甚至整体销量有所下行，但市占率及土储的大幅提升让龙头公司业绩在未来能持续保持高速增长。

五、京津冀一体化、雄安新区与一带一路建设提速：利好区域发展，公司受益最多

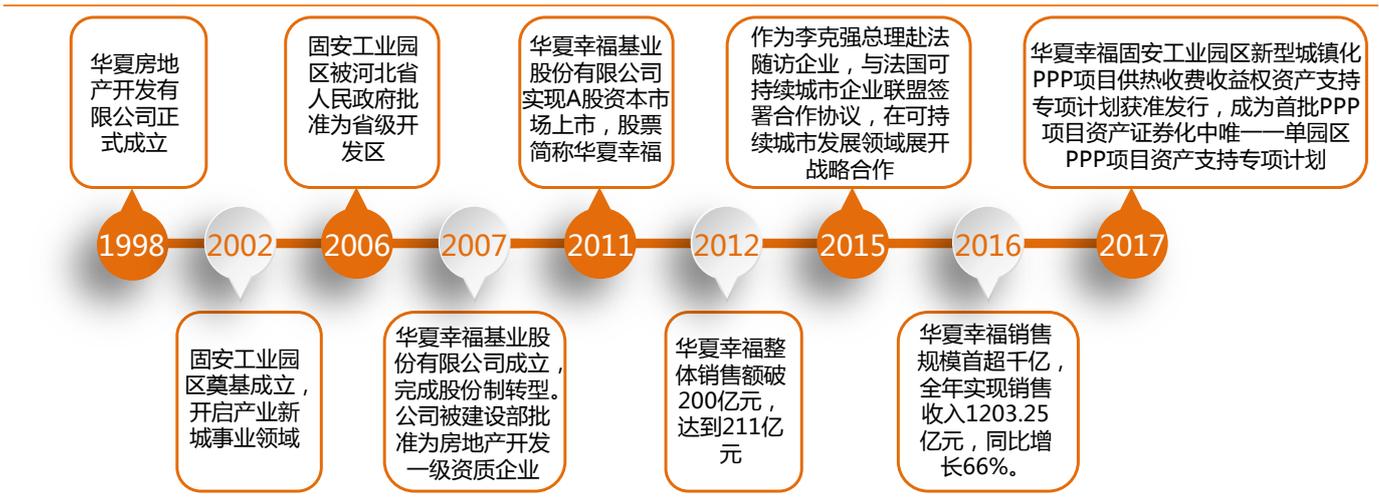
京津冀一体化加速推进、雄安新区的设立与未来规划以及建设一带一路步入正轨，各战略若规划按期落实，京津冀地区在未来 3-5 年将迎来诸多政策支持与发展机遇。公司主营业务房地产开发以及产业园区设计、建设与运营从近 3 年的项目获取情况来看，依旧以河北为主，在环京地区亦有大量土地储备。公司将在京津冀地区三大战略协同发展中持续收益，一方面相关区域快速开发将带来土地升值与房价提升拉高毛利空间，公司在河北地区的大量储备已抢占先机，另一方面各方政策支持也会为产业转移与产业导入提供强力支撑。

1. 定位产业新城运营商

1.1. 公司发展历程

华夏幸福基业股份有限公司（股票代码：600340），是中国领先的产业新城运营商。自成立后的近 20 年来一直为政府提供工业园区的开发，从事城市定位和规划、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展服务和综合运营服务的一体化全价值链业务，近几年随着国家推行新型城镇化建设，秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的发展理念，在京津冀、长江经济带、珠三角等热点经济区域深入布局产业新城和产业小镇，目前主要开展产业新城业务、产业小镇业务、房地产开发业务三大类业务。

图 1：公司发展历程

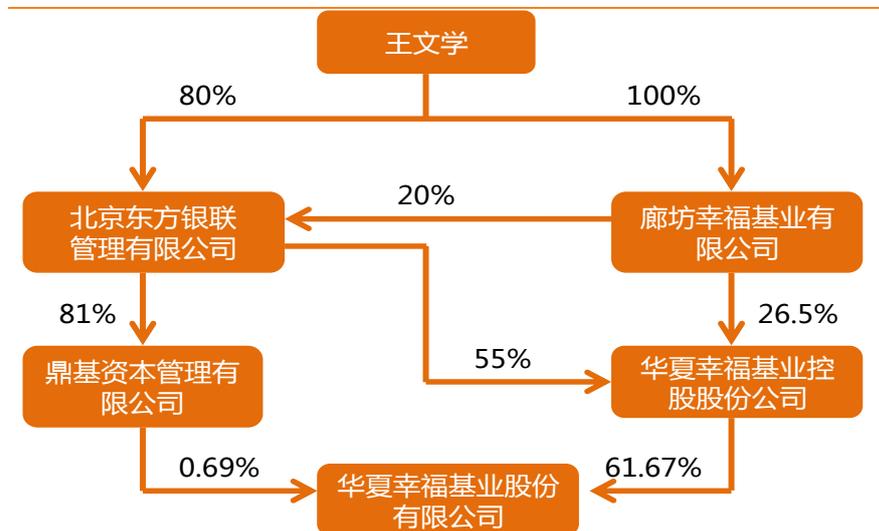


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司前身是廊坊市华夏房地产开发公司，于 1998 年成立，从事住宅开发业务，2007 年整体改制为股份公司，于 2011 年借壳 ST 国祥在 A 股上市，并将其核心业务园区开发与住宅地产注入上市公司平台，公司目前总股本为 2,954,946,709 股非限售流通 A 股，第一大股东为华夏幸福基业控股股份公司，控股比例为 57.61%，实际控制人为公司法人王文学，此外股东持股比例在 1%以上的股东为社保基金——一三组合（1.20%）和青岛城投金融控股（1.05%），另外中央汇金持有 0.86%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1: 公司前十大股东明细

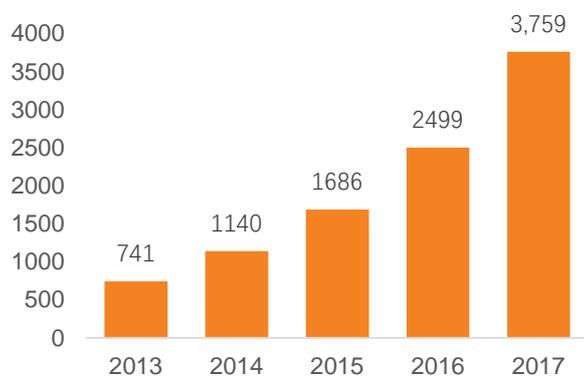
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
华夏幸福基业控股股份公司	1,702,373,118	57.6100
华夏幸福基业控股股份公司-华夏幸福基业控股股份公司非公开发行 2017 年可交换公司债券(第一期)质押专户	120,000,000	4.0600
全国社保基金一一三组合	35,356,064	1.2000
青岛城投金融控股集团有限公司	30,922,946	1.0500
中央汇金资产管理有限责任公司	25,465,700	0.8600
浙江春晖集团有限公司	21,850,385	0.7400
鼎基资本管理有限公司	20,520,000	0.6900
盈峰环境科技集团股份有限公司	13,171,306	0.4500
交通银行股份有限公司-华安策略优选混合型证券投资基金	12,823,447	0.4300
陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·毅赢 6 号证券投资集合资金信托计划	11,595,360	0.3900
合计	1,994,078,326	67.4800

资料来源: Wind、天风证券研究所

1.3. 资产规模与业务结构

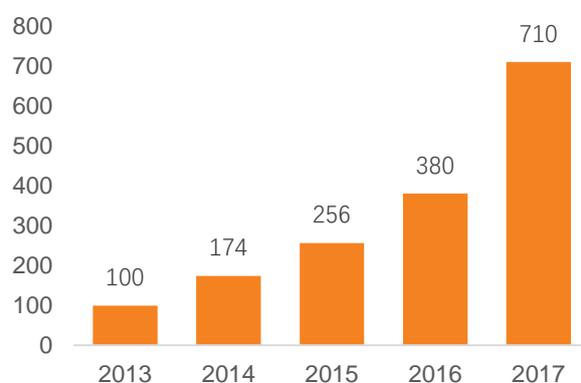
资产方面,公司在 2011 年上市后,资产扩张迅速。子公司与联营企业数量从 2011 年的 32 家拓展到 2016 年的 295 家,总资产规模从 2011 年的 275.8 亿增至 2017 年的 3759 亿,净资产规模从 2011 年的 40.1 亿增至 2017 年的 710 亿。

图 3: 公司总资产规模 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 4: 公司净资产规模 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

业务方面,目前主要开展产业新城业务、产业小镇业务、房地产开发业务三大类业务,公司以“产业高度聚集、城市功能完善、生态环境优美”的产业新城、“产业鲜明、绿色生态、美丽宜居”的产业小镇为核心产品,秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的系统化发展理念,通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的 PPP 市场化运作模式,接受合作区域政府的委托,在规划设计、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展、城市运营六大领域,为区域提供可持续发展的全流程综合解决方案。实践证明,这一市场化运作模式能够推动合作区域的经济、社会和谐、人民幸福,有效提升区域发展的综合价值。

表 2：公司部分产业新城业务介绍

地区	产业园名称	内容
河北廊坊	固安 固安肽谷生物医药孵化港	以治疗性疫苗、抗体、多肽蛋白质药物、体外诊断试剂、高端医疗器械为发展重点的专业科技企业孵化器 34 个企业已正式注册入驻。
河北廊坊	固安 固安航天产业基地	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，已引入中国航天科技集团、中国航天科工集团两大航天科技研发龙头企业，聚集了一批以航天技术民用化、航天技术配套为方向的行业知名企业。
河北廊坊	固安 固安卫星导航产业港	聚焦北斗导航基础产品和终端设备两大产业环节，重点吸引行业内高科技、高成长中小企业，打造产业集聚。预期项目全部建成后可容纳入园企业 90 家左右，截至报告期末已引进 80 余家卫星导航领域相关企业。
河北廊坊	固安 清华大学重大科技项目中试孵化基地	以清华学科齐全、高水平专家聚集为依托，以固安现有产业集群为基础，以华夏幸福丰富的园区运营服务经验为支撑，以导入太库全球创新资源为手段的产学研协同创新平台。目前，园区已完成签约项目 14 家，其中投产项目 5 个。
河北廊坊	固安 电子商务产业港	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，着力培育垂直中小电商、移动电商、电商数字内容、金融后台、传统企业电商、专业市场电商等六大产业方向的电商创新发展战略新高地。
河北廊坊	固安 固安新型显示产业园	意图打造从材料、器件到终端的全链条产业集群。目前已引入鼎材 OLED 有机发光材料产业化项目、京东方“触控一体化显示模组项目”及具有自主知识产权的云谷第 6 代 AMOLED 项目。
河北廊坊	大厂 影视文化产业集群	影视创意孵化产业园、影视制作产业园、电视传媒产业园共 12 万平方米载体实现整体运营，已引入大疆文化、纪中文化、万恒凯业（北京）影视文化有限责任公司、北京银博国际影业有限公司等行业龙头企业，签约项目共 73 个。
河北廊坊	大厂 总部商务产业集群	主动承接北京产业东扩转移，聚焦科技、金融、研发等领域，主抓区域型总部、企业职能总部，高标准载体塑造产业核心。其中太库科技在孵企业 14 家，园区一期 1.6 万平方米已投入运营。
河北廊坊	大厂 智能制造产业集群	聚焦“三智”产业，发力智能硬件、智能汽车、智能装备三大方向，打造智能制造“京东智谷”。报告期内，完成 4.4 万平米闲置资源盘活，签约北京一机床股份有限公司、廊坊合腾汽车零部件有限公司等 5 家企业，实现老工业区产业提档升级。
河北廊坊	香河 机器人产业园	以北方机器人智造标杆为发展愿景，重点发展研发、核心零部件制造、本体制造、系统集成等关键环节，已颇具规模，截至报告期末招商企业数已突破 60 家，投产率达到 77%。
河北廊坊	香河 通航产业集群	以通航运营为核心，以高端制造、通航研发为支撑，以通航培训、通航商务、通航休闲为特色，将构建“1+2+3”的通航全产业链体系目前已储备龙头项目 8 个，预计总投资 89 亿元，包括俄罗斯联合航空集团公司制造维修项目、北汽通航飞机运营制造项目、京东无人机项目等。
河北廊坊	永清 永清园区	围绕高端制造产业，打造智能控制产业港及智能终端产业港，报告期内新增签约企业 7 家，新增签约投资额 40.0 亿。其中，智能控制产业港已于报告期内建成运营并开展招商工作。
河北张家口	怀来 怀来新兴产业示范区	重点打造航天航空、人工智能、信息技术、文旅健康 4 大产业集群。报告期内，怀来工业区新增签约入园企业 6 家，新增签约投资额 30.2 亿元。航空航天产业集群上半年开工航天五院 501 所等一批重点项目，中卫卫星地面站一期项目顺利投产。
辽宁沈阳	苏家屯 苏家屯区域	域重点打造汽车制造与智能制造两大主导产业，坚持依靠龙头项目引领，带动产业链上下游集聚，打造全方位产业服务体系，积极打造宜商宜业、优质的营商环境。报告期内，新增入园企业 5 家，新增签约投资额 5.9 亿元。
江苏无锡	梁溪 滨河新城	传感设备、大数据、智慧医疗三大物联网支撑产业，打造以传感设备产业为“一体”，以大数据产业和智慧医疗、医药产业为“两翼”的“一体两翼”物联网产业集群。已经签约入驻企业近 30 家，签约面积已达总面积的 78%。
浙江嘉兴	嘉善 嘉善区域	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，快速做大规模，形成集聚效应，助力城市产业升级。期内，区域新增签约入园企业 27 家，新增签约投资额 58.9 亿元。
安徽滁州	来安 来安区域	域立足南京，面向长三角地区，强化龙头引领，实施产业链招商，打造集成电路、新型显示、新能源汽车、智能装备制造四大产业集群，报告期内，区域新增签约入园企业 8 家，新增签约投资额 37.5 亿，智能制造产业集群初具规模。

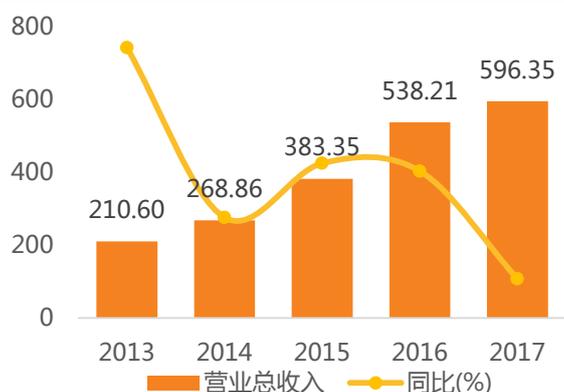
江苏南京	溧水	溧水区域	以打造下一代汽车、智能制造、现代服务业三大主导产业集群为定位，东区打造聚集智能网联汽车研发设计、核心零部件研发制造、高端服务和前沿消费体验的智能网联汽车小镇，树立区域产业名片。报告期内，签约入园企业 6 家，签约投资额 12.7 亿元。
安徽马鞍山	和县	和县区域	承接长三角产业转移，以智能制造装备、集成电路、新材料三大产业集群为主导，以生态文旅产业为辅助，建设国家级智慧制造之都最佳实践区。报告期内，签约入园企业 8 家，签约投资额 15.6 亿元。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 产业发展服务推动业绩增长

2017 年华夏幸福全年营收 596.4 亿，同比增长达 10.8%，归母净利润规模 87.8 亿，同比增长 35.3%。公司自 2011 年上市以来，归母净利润规模稳定增长，从 2011 年的 13.58 亿增至 2017 年的 87.8 亿，CAGR 达到 30.6%，在过去 6 年间行业受到多轮调控，行业整体毛利率水平有所下行的背景下，公司维持了较高的毛利率与净利率水平，主要原因是公司近年来产业发展服务收入逐渐占主导，2017 年产业发展服务结算收入 230.86 亿占总营收比为 38.71%，园区开发运营服务业务已经展开，不再受制于住宅地产业务受调控影响大的瓶颈。

图 5：公司营业收入规模（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

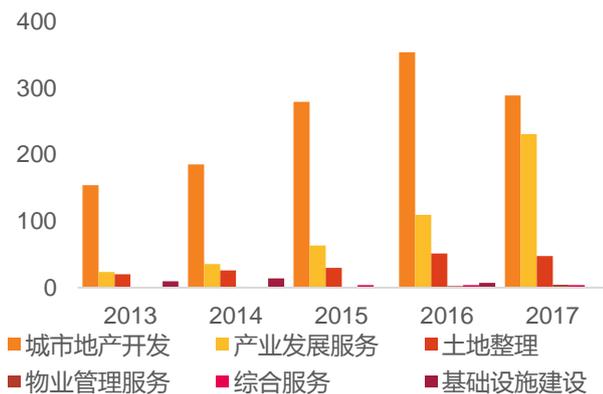
图 6：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

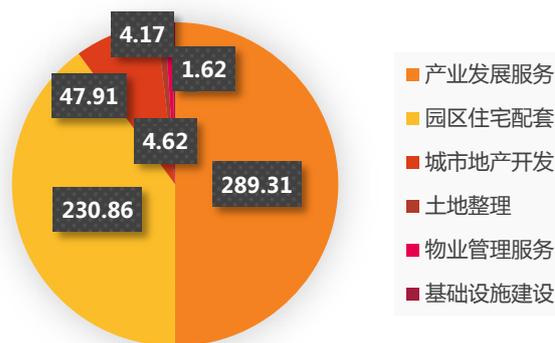
从收入结构看，公司一直以房地产销售为主，在 2017 年上半年，产业发展服务结算收入首次超过了房地产销售收入，从公司战略看，产业运营一直是业务核心，地产销售为产业运营带来现金流，公司产业新城日臻成熟，园区开发体量与引入企业数量不断提升，带来收入的不断提高，从 2017 年上半年来看，产业发展服务收入已占据主导，在主营业务收入里占比达 62%，全年来看也占到了 39%，虽然房地产销售收入受结算节奏影响，下半年结转收入大概率增多从而提高住宅地产业务收入占总营收的比例，但考虑到产业发展服务业务毛利率大幅高于地产业务，2017 年产业发展服务贡献毛利已占据主导地位，达到 212.97 亿，占比 74.51%，可见不再依赖地产业务，产业地产运营能力不断提升。

图 7：公司收入结构情况拆分（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

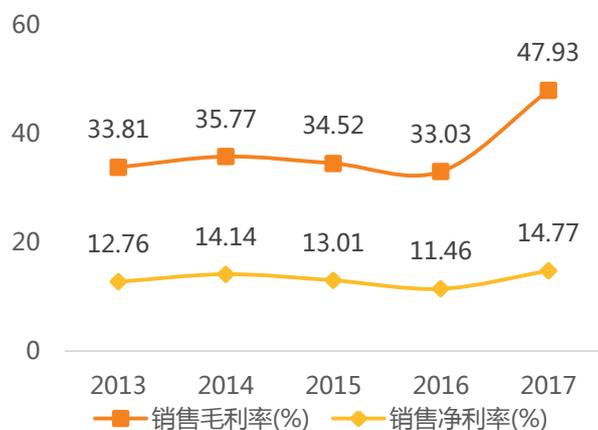
图 8：2017 年公司收入（亿元）分结构占比情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

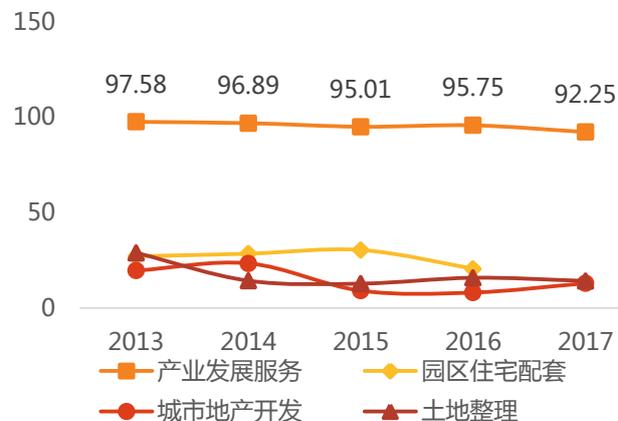
盈利能力方面，公司销售毛利率一直维持在 30%以上，在行业内属于比较高的水平，2017 年销售毛利率 47.93%，同比去年提升 14.9 个百分点，在行业毛利率下行的趋势下，公司毛利率逆势回升。拆分业务来看，公司房地产业务（包括园区住宅配套和城市地产开发）结算毛利率有下行趋势（14 年行业受到调控，销量与价格出现回落），整体毛利率的上升归因于产业发展服务营收规模与占比的提升，产业发展业务毛利率始终维持在 90%以上，2017 年为 92.25%，随着公司产业新城在全国复制落地，预计未来产业发展服务收入会继续维持高基数下高质量增长，公司整体毛利率水平将大概率保持在高位。

图 9：公司销售毛利率与净利率水平（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：公司分业务毛利率情况（%）

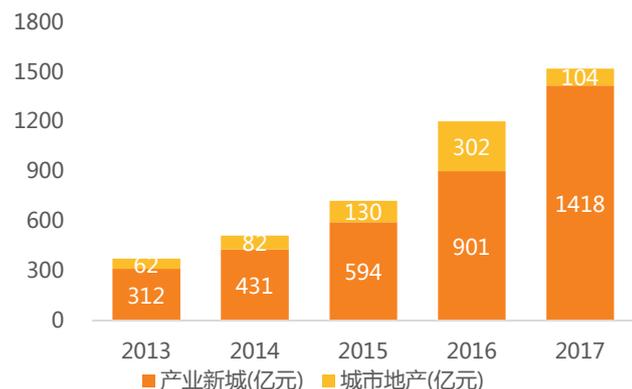


资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 销售略超预期、产品结构优化均价提升

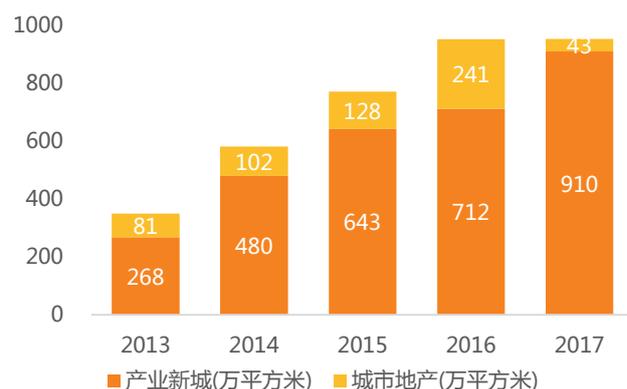
公司全年实现销售金额 1522.12 亿，同比增长 26.5%、房地产业务销售额 1200.51 亿，同比增长 19.4%，销售在政策高压下表现略超预期。2016 年由于房价上涨过快，环京地区陆续出台一系列限购限贷政策，在 17 年“330”新政后调控广度与深度继续加强，由于公司住宅项目开发布局以京津冀地区为主，受调控影响销量增速放缓较为明显，受益于环京地区房价上涨，及伴随产业新城开发带来的园区配套住宅价值提升双重效应，据公告统计，2017 年房地产销售均价 12592 元/平，同比上涨 19.3%，销售额增长主要由均价提升带动。

图 11: 公司销售额 (亿元)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 12: 公司销售面积 (万平方米)



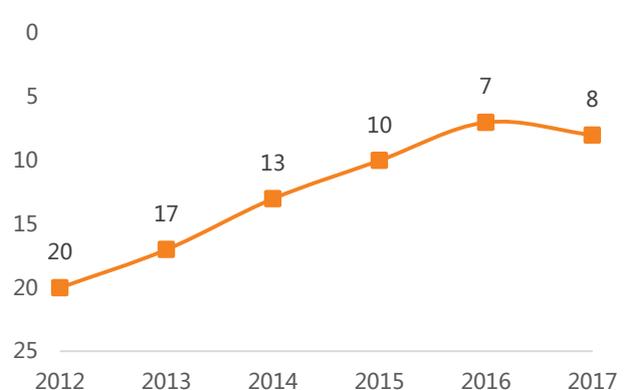
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 13: 房地产业务销售均价 (元/平方米)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 14: 公司权益销售金额排名

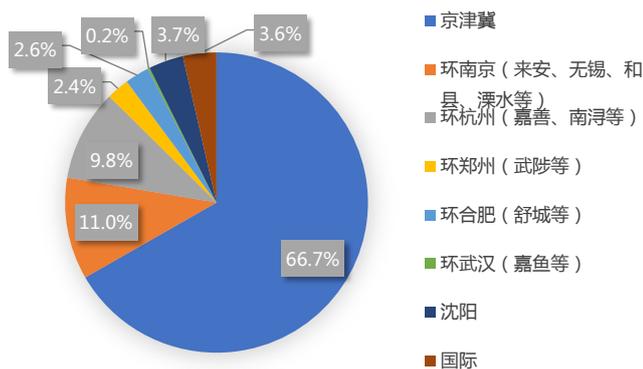


资料来源: CRIC、天风证券研究所

据克而瑞公布的房企销售排名, 公司 2017 年全年权益销售额排全国房企第 8 名, 较去年下降 1 个名次, 在公司主要地产项目位于受调控影响较大地区的形势下, 全年 1450 亿销售目标的完成率为 104.9%, 略超预期。

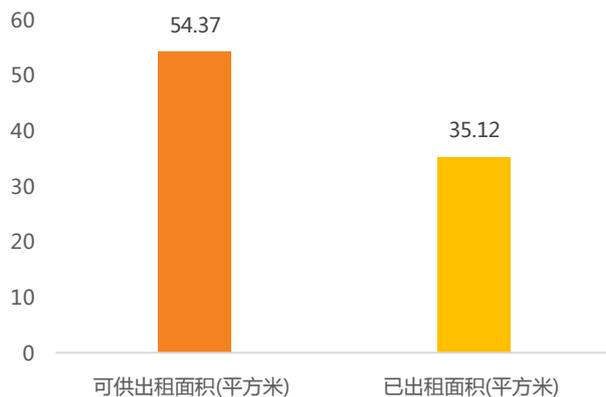
据 1-12 月经营公告, 公司 17 年产业新城销售额 1417.7 亿元, 同比增长 54.97%, 城市地产销售额与占比进一步减少: 从公司战略定位而言, 住宅开发与销售并不是主营业务, 而是产业新城, 房地产销售业务作为实现快速回款的工具为园区开发提供资金支持, 而园区开发带来的整个区域的价值提升也促进配套住宅项目售价的提高, 从而拉高地产销售的利润空间。整体来看, 公司的发展重心与大多数传统住宅开发商不同, 不是依靠快速扩张, 高周转来在行业毛利整体下行背景下保持业绩增长, 而是依托产业新城, 盈利模式主要靠一方面通过与政府合作在基建、土地整理获得收入的同时, 导入产业获取总投资额一定比例 (45%) 的产业服务费等收入, 另一方面, 通过一二级联动开发带来灵活及低成本拿地优势, 配合园区开发带来区域土地增值让配套住宅开发拥有更高利润空间。

图 15: 2017 年销售区域分布



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 16: 2017 年出租面积情况 (万方)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

销售地区分布看, 2017 年全年销售中非京津冀地区占比达到 33.3%, 其中以环南京、杭州、郑州、合肥、武汉等地区为主, 项目结构不再依赖京津冀地区, 有所优化, 销售均价大幅提升, 为未来业绩结算提供保障。持有型物业运营方面, 公司 17 年物业出租率 64.6%, 实现租金收入 8825 万元。

4. 土地储备以京津冀为核心, 拿地力度有所加大

4.1. 新增占地面积 698 万方

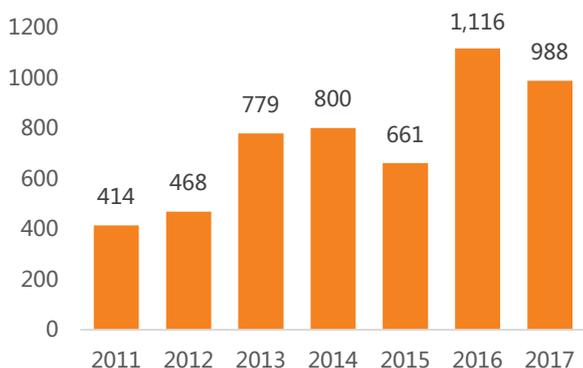
据公告统计, 公司 2017 年全年通过招拍挂、股权收购等方式获取住宅、工业、商业等用地地块共计 196 个, 合计占地面积 698.17 方, 拿地总价 305.11 亿元, 平均获取土地单价 (非楼面价) 4370 元/平; 其中通过招拍挂方式获取占地面积 607.1 万方, 拿地金额 252.75 亿元, 拿地单价 4163.14 元/平; 股权并购拿地 (不含一级开发和海外项目) 91.07 万方, 拿地金额 58.45 亿元, 拿地单价 5749.58 元/平; 股权并购拿地占比 13%, 拿地成本略高于招拍挂拿地, 因为包含一些已拿预售证的成熟项目, 获取成本溢价较高。

表 3: 2017 年全年新增土储统计 (占地面积)

	招拍挂占地面积	股权并购占地面积	合计
面积(万方)	607.10	91.07	698.17
金额 (亿元)	252.75	52.36	305.11
拿地单价 (元/平方米)	4163.14	5749.58	4370.08

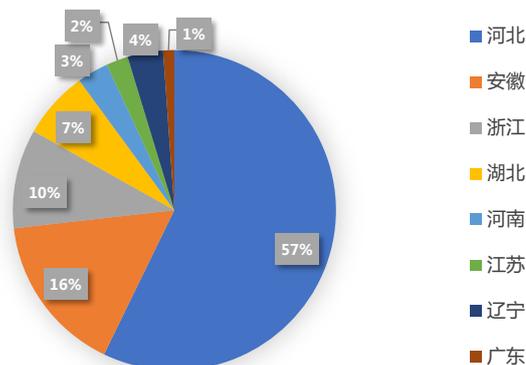
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 17: 公司历年土地储备总规模 (万方)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 18: 2017 年新增土地储备区域分布 (万方)



资料来源: Wind、天风证券研究所

从土储总规模看，据年报披露，截至 2017 年公司土储计容建面 988 万方；土地储备相比其他行业龙头较少，是因为公司作为产业新城建设与运营商，参与整个区域从设计、基建、土地整理、项目开发、产业引入等，具有一二级联动特性，可以根据市场情况来调整自身拿地节奏，从而以相对较低和合理成本拿地，提升项目未来的利润空间，并不急于获取土地，自身通过区域开发已经提前锁定区域范围内的项目。此外，横向对比，公司无论存量土储还是新增土储在京津冀区域与同行相比均处于领先地位。

4.2. 非京津冀地区拿地占比提升至 44%、下半年拿地节奏加快

据公告统计，从地区域分布看，以土地出让面积为准，全年新增土储 698 万方，京津冀地区 387.6 万方占 56%，非京津冀地区 310.7 万方占 44%；具体到省级行政单位来看，河北地区占比为 57%，安徽与浙江地区占比分别为 16%与 10%，其余的分布在湖北、河南、江苏等地，土储相比之前土储 90%位于环京地区，明显有全国化布局的趋势，土储结构得到优化，这与公司产业新城异地复制，将固安模式输出至全国的战略布局相照应，房地产项目开发销售今后在面对区域调控将有更强的抗风险能力。

另从拿地节奏看，上半年获取占地面积 224.59 万方，下半年 473.58 万方，下半年拿地节奏明显加快。

表 4：截至 2017 年公司土地储备情况

序 列	持有待开发区域	所属地区	规划计容建筑面积(平方米)
1	固安区域	京津冀	1,531,466.00
2	永清区域	京津冀	827,960.00
3	任丘区域	京津冀	120,060.00
4	霸州区域	京津冀	1,596,231.00
5	文安区域	京津冀	316,016.00
6	涿州区域	京津冀	794,655.00
7	大厂区域	京津冀	917,914.46
8	香河区域	京津冀	700,576.84
9	安次区域	京津冀	142,667.38
10	廊坊开发区	京津冀	179,998.20
11	空港新区	京津冀	45,320.00
12	怀来区域	京津冀	901,000.00
13	涿鹿区域	京津冀	23,280.30
14	来安区域	非京津冀	35,980.00
15	嘉善区域	非京津冀	203,635.10
16	舒城区域	非京津冀	295,042.18
17	新洲区域	非京津冀	249,666.00
18	嘉鱼区域	非京津冀	63,030.00
19	江门区域	非京津冀	172,570.00
20	北戴河新区	京津冀	139,215.34
21	昌黎区域	非京津冀	349,581.10
22	苏家屯区域	非京津冀	276,876.00
-	合计		9,882,740.90

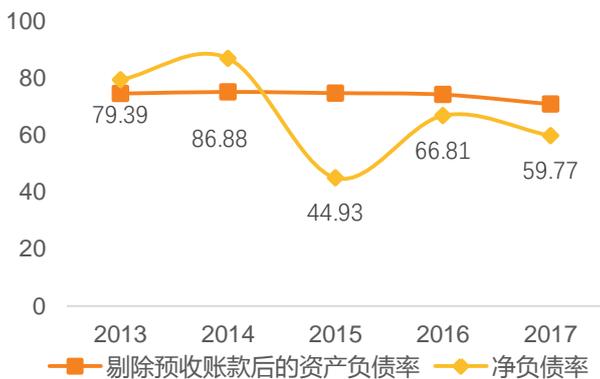
资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 财务稳健、融资渠道多样化

截至 2017 年末，公司剔除预收款后资产负债率 70.82%，比 16 年底下降 3.37 个百分点，净负债率 59.77%，由于货币资金与所有者权益增加，相比 16 年下降 7.04 个百分点，负债水平明显改善，整体负债率在行业内相比不算高，整体可控；期末账上货币资金 681.05 亿，覆盖短期借贷与一年内到期长期借款 262.71 亿压力不大，财务较为健康。

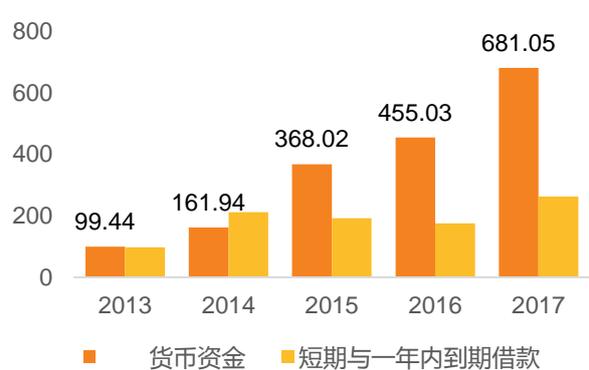
三费方面，公司销售、管理与财务费用自 2013 年以来处于比较稳健的状态，三费总和在 8%-9.5%之间，2017 年有所提升，达到 17.49%，公司 2017 年管理费用大幅提高，同比提升 5.83 个百分点，管理费用率达到 12.56%，归因于员工薪酬，折旧摊销等费用增长幅度较大；财务费用率 2.11%，比 16 年底增加 1.06 个百分点，费用的增加在于 17 年超短融、中票及资产证券化等募资较多，未使用期间按照实际利率法确认的利息费用增加。

图 19：公司负债情况 (%)



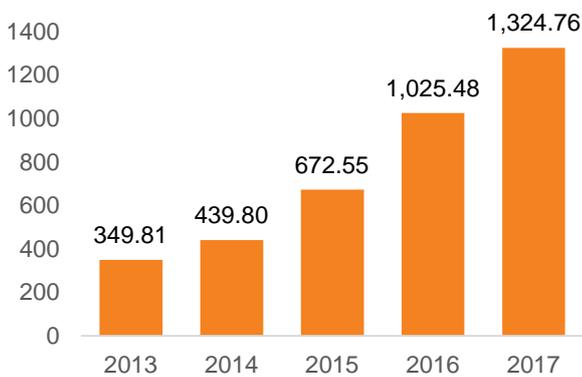
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：公司货币现金与短期借款 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：公司预收账款规模 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：公司销售、管理和财务费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司融资渠道宽广，融资成本持续下降：报告期内，公司及子公司成功发行 16 亿元非公开发行人公司债券，19 亿元中期票据，60 亿元超短期融资券，10 亿元短期融资券及 10 亿美元境外债。2017 年 3 月，公司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完成发行，成为首单完成发行的 PPP 资产证券化项目，为公司增加了新的融资渠道。；2017 年 8 月，“固安新型城镇化 PPP 项目市政物业服务 2017 年度第一期资产支持票据”完成发行，发行规模 2 亿元，是全国首单落地的 PPP 资产支持票据项目及首单园区市政服务类 PPP 资产证券化项目；2017 年 12 月，“固安工业园区新型城镇化 PPP 项目资产支持专项计划”完成发行，发行规模 32 亿元，创新性拓宽了 PPP 项目现有融资途径。

报告期末公司融资总金额 1,105.43 亿，其中银行贷款余额 412.48 亿，债券期末余额 489.55 亿，信托、资管等其他融资余额 203.40 亿。本期公司融资加权平均利率为 5.98%，其中银行贷款的平均利息成本 5.74%，债券平均成本为 5.30%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 7.73%。

表 5：公司 2017 年发行债券情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模	币种	利率类型	票面利率(当期)
17 幸福基业 MTN001	一般中期票据	2017-05-23	2022-05-23	190,000.00	CNY	固定利率	5.80
17 华夏幸福 SCP005	超短期融资债券	2017-07-12	2018-04-08	100,000.00	CNY	固定利率	4.80
17 华夏幸福 SCP004	超短期融资债券	2017-06-29	2018-03-26	150,000.00	CNY	固定利率	4.96
17 华夏幸福 SCP003	超短期融资债券	2017-06-23	2018-03-20	150,000.00	CNY	固定利率	4.99
17 幸福基业 SCP002	超短期融资债券	2017-05-15	2018-02-09	100,000.00	CNY	固定利率	5.07
17 幸福基业 SCP001	超短期融资债券	2017-04-27	2018-01-22	100,000.00	CNY	固定利率	4.82

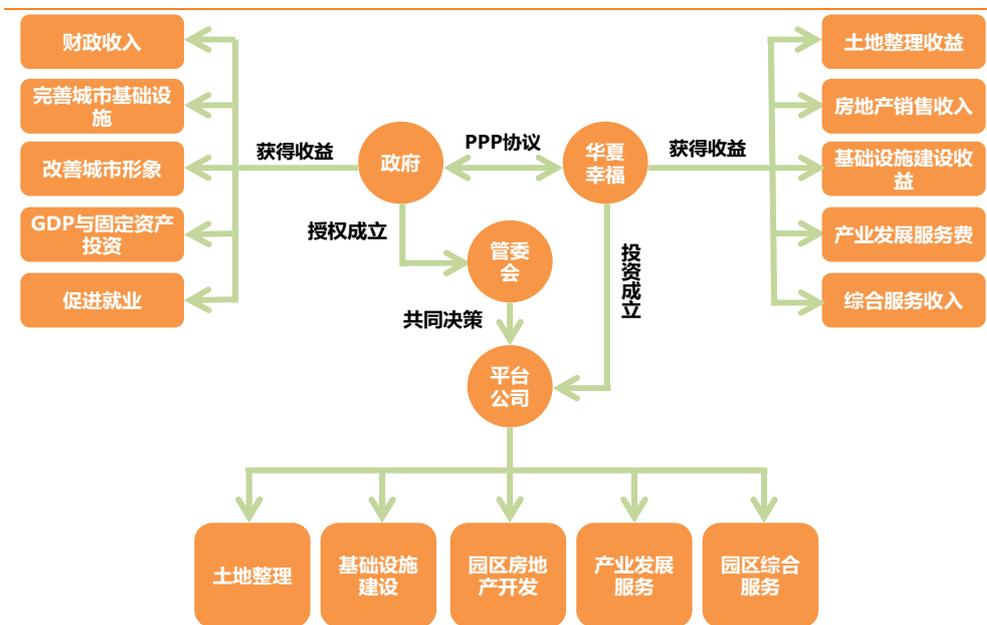
资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 产业新城突破传统地产开发瓶颈、异地复制进程加速

6.1. “园区+地产” 联动，固安首创 PPP 模式获成功

公司成立于 1998 年以开发廊坊市地产起家，之后考虑到住宅地产板块起步已经落后，考虑往产业新城方向发展；公司 2002 年与固安政府签约开发固安工业园区，转型为园区开发企业，协议期 50 年，该园区开发经营模式打开了政府与社会资本合作的窗口，也就是现今的“PPP”模式。

图 23：PPP 市场化运作机制



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司的园区开发与一般意义上的园区开发不同，其建立的是一座产业新城，即包含就业、居住之外，还覆盖娱乐、商业、医疗等一系列配套设施。在政府与公司合作过程中，角色分配是：地方政府与公司各司其职，政府是园区开发建设的决策者，拥有规划、土地等的主导权，对基础设施及公共服务价格、质量实施监管，并专门设立园区管委会，负责与华夏幸福进行相关事务的对接。华夏幸福作为投资开发主体，设立 SPV 公司，负责园区的设计-投资-建设-运营-服务一体化运作，主要包括规划设计、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展、城市运营六大领域。

政企双赢的合作模式

政府层面通过引入社会资本，解决当地基础设施建设缺乏资金与招商引资缺少吸引力的问题，产业新城将为当地带来：1) 更好的基础设施、配套服务与环境； 2) 更多企业入驻带来的就业机会增多以及当地财政收入的增加。

企业层面： 1) 土地整理与基础设施建设可向政府收取 110%-115%的建设成本费； 2) 招商引资可收取 45%的投资额作为产业发展服务费及其他咨询费用，之后可在长期物业持有环境收取服务费； 3) 园区配套住宅开发业务通过一二级联动将以相对更低廉价格获得土地的同时，随着园区开发的深入，基础设施的改善会直接提升园区内土地的价值。

固安产业新城

固安区域位于河北省廊坊市，包括固安工业区、固安新兴产业示范区、马庄新区。固安工业区于 2006 年 3 月经河北省政府批准成为省级开发区。2015 年，固安新兴产业示范区被工信部授予“国家新型工业化产业示范基地”称号。同年，国务院办公厅通报表扬固安 PPP 模式，国家发展和改革委员会推出 13 个 PPP 示范案例，固安工业园区新型城镇化项目再次榜上有名，成为河北唯一入选项目。2016 年，“河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发 PPP 项目”入选第三批政府和社会资本合作示范项目名单。

图 24：固安县财政收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：固安县 GDP（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：固安产业新城



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 27：固安产业新城中央公园地区



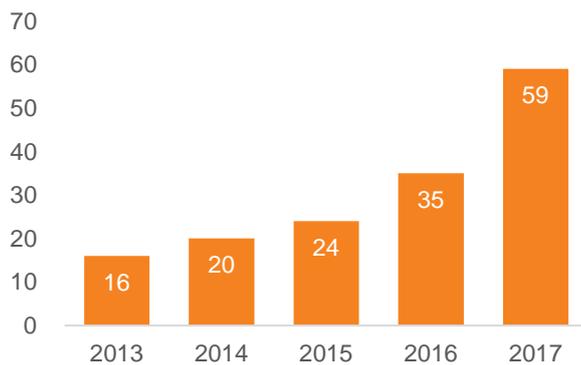
资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司深耕固安十余年，固安县的 GDP 与财政收入持续快速提升，其产业新城模式取得阶段性成功，在 2008 年的一系列文件中，河北省商务部评定固安工业园区为全省市场化运作成功案例；在 2015 年 7 月，固安工业区被选入国家发改委 PPP 项目库，作为典型案例，这也是产业新城首次入选；2017 年 3 月，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完成发行，成为首单完成发行的 PPP 资产证券化项目。

6.2. 产业新城成功开发运营经验快速复制至全国

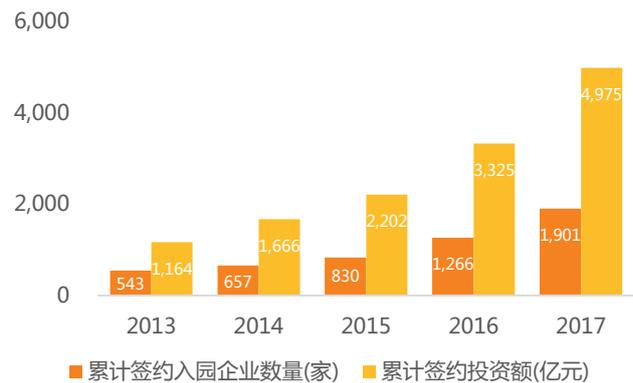
公司自 2002 年起深固安积累丰富的产业园区建设运营经验后，一方面可以看到公司继续在固安地区持续完善商业、教育、医疗等配套设施，如大湖商业街、香河文化艺术中心、沈阳幸福学校、嘉善新西塘水街、幸福医院等；同时深化环京地区拿地布局的同时，另一方面把在固安产业新城开发运营的十余年经验，把已有的标准化设计、开发及运营流程，快速复制到拓展新园区。报告期内，公司投资运营的园区新增签约入园企业 635 家，新增签约投资额约为 1650.6 亿元，新增结算为产业发展服务收入的落地投资额 545.2 亿元，为公司新增产业服务收入 230.9 亿元。

图 28: 累计签约园区数量 (个)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29: 累计入园企业数量 (个) 与累计投资额 (亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司在 2011 年首次走出廊坊，在沈阳取得三个园区开发项目。

进入长三角地区：2012 年进军无锡和镇江，2013 年与环上海与杭州地区的嘉善签署园区开发协议，2015 年拓展到环南京地区的来安；从开发与经营情况来看，据公司公告，16 年嘉善园区新签入园企业 60 家，新增签约投资额 42.7 亿，17 年新签入园企业 93 家，新签投资额 135.98 亿；16 年来安园区签约入园企业 17 家，新增投资额 45.3 亿，17 年新签入园企业 19 家，新增项目投资额 80.25 亿。

进入中原与珠三角地区：2016 年打开中部地区大门，相继签约武陟、新郑、长葛、郑州等园区开发项目；同时，又在江门、惠州、佛山、中山等地签订合作备忘录。从整体布局来看，公司的产业新城已实现广泛的异地复制，从单一的环京地区开发，到深耕环京地区，同时兼顾开发位于长三角、珠三角地区等承接一线城市产业转移及人口溢出的环一二线周边城市。

图 30：大厂产业新城



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 31：香河产业新城



资料来源：公司官网、天风证券研究所

表 6：2017 年新签约 PPP 项目汇总

公告时间	涉及项目名称
2017/1/12	蒲江县工业区管委会蒲江产业新城 PPP 项目
2017/2/15	南京市江宁区湖熟街道新市镇开发 PPP 项目
2017/3/11	嘉鱼产业新城 PPP 社会资本采购项目
2017/4/1	武汉国家航天产业基地 PPP 项目
2017/4/29	新郑产业新城 PPP 项目
2017/7/29	浙江德清雷甸产业新城 PPP 项目
2017/8/12	浙江嘉兴科技城产业新城 PPP 项目
2017/9/16	湖北团风县产业新城 PPP 项目
2017/10/14	安徽省六安经济技术开发区产业新城 PPP 项目
2017/10/17	开封市祥符产业新城 PPP 项目
2017/11/28	南京市高淳经开区北部片区开发 PPP 项目
2017/11/10	河南省新乡市获嘉产业新城 PPP 项目
2017/11/10	湖南省湘潭市雨湖产业新城 PPP 项目
2017/12/9	安徽省马鞍山市含山县产业新城 PPP 项目
2017/11/22	湖北省武汉市黄陂区前川产业新城 PPP 项目
2017/11/29	湖南省株洲市云龙产业新城 PPP 项目
2017/12/2	安徽省巢湖产业新城 PPP 项目
2017/12/6	河北省承德县高新技术产业开发区六沟园区整体开发 PPP 项目
2017/12/7	安徽省合肥市长丰产业新城 PPP 项目
2017/12/16	河南省郑州市新密产业新城 PPP 项目
2017/12/19	安徽省马鞍山市博望区产业新城 PPP 项目
2017/12/27	湖北省武汉市青山北湖生态新城环保产业小镇 PPP 项目

资料来源：公司公告、天风证券研究所

6.3. 响应国家号召开发特色小镇、继承产业新城开发经验优势得天独厚

2016 年国家住房城乡建设部、发改委、财政部联合发出的《关于开展特色小城镇培育工作的通知》中提到，到 2020 年，争取培育 1,000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇，从国家层面给予了政策支持。同年 10 月，国家住房城乡建设部会同国家发改委、财政部发布了国内第一批共 127 个特色小镇名单。

国家发改委在《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》中指出，发展美丽特色小（城）镇是推进供给侧结构性改革的重要平台，是深入推进新型城镇化的重要抓手，有利于推动经济转型升级和发展动能转换，有利于促进大中小城市和小城镇协调发展，有利于充分发挥城镇化对新农村建设的辐射带动作用。

公司发挥 PPP 模式领先的优势，利用深厚的城镇建设经验，在产业小镇委托规划区域内开展产业园区投资、开发、建设、招商和运营等工作，并在区域土地整理、基础设施建设、公共设施建设、规划设计、综合运营管理、生活配套建设等方面，为政府提供高效的一站式解决方案。公司已成功打造出一系列产业小镇，如大厂影视小镇、香河机器人小镇、嘉善人才创业小镇等已初具规模并广受认可。

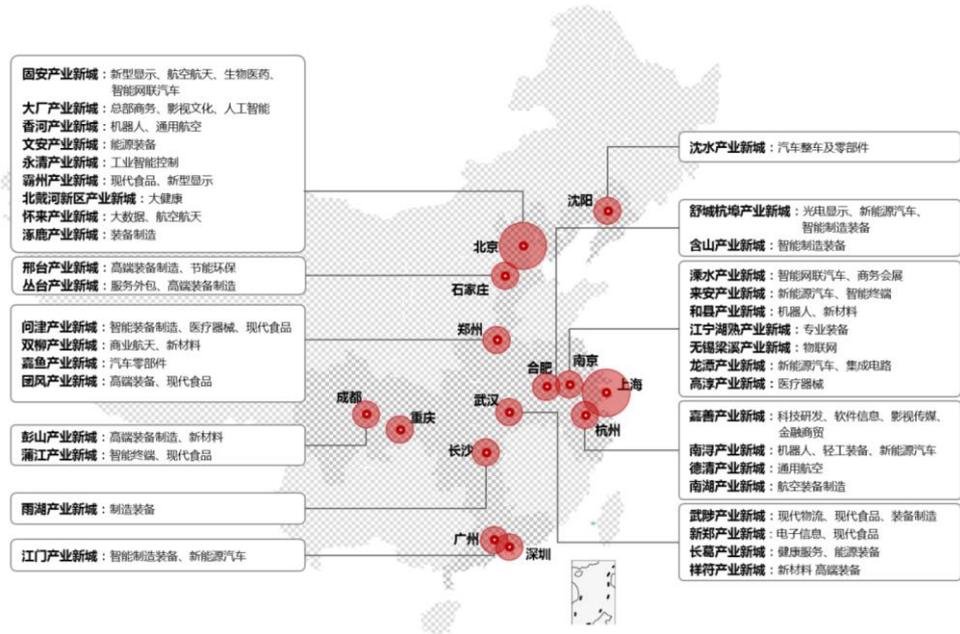
表 7：2017 年公司新签约特色小镇项目汇总

公告时间	涉及项目名称	摘要
2017/1/12	河南省郑州市上街区人民政府《合作备忘录》(产业小镇)	公司与河南省郑州市上街区人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河南省郑州市上街区约定区域的合作备忘录》，委托区域占地面积约为 11.42 平方公里。
2017/1/20	广东省佛山市高明区人民政府《合作备忘录》(产业小镇)	公司与广东省佛山市高明区人民政府签署《关于整体合作开发建设经营广东省佛山市高明区约定区域的合作备忘录》，合作区域占地面积约为 57 平方公里
2017/1/20	昌黎县旅游产业小镇	公司与河北省秦皇岛市昌黎县人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河北省秦皇岛市昌黎县旅游产业小镇的合作备忘录》，委托区域占地面积约为 6.58 平方公里
2017/1/20	昌黎县干红产业小镇	公司与河北省秦皇岛市昌黎县人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河北省秦皇岛市昌黎县干红产业小镇的合作备忘录》，委托区域占地面积约为 48 平方公里
2017/1/20	昌黎县葡萄产业小镇	公司与河北省秦皇岛市昌黎县人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河北省秦皇岛市昌黎县葡萄产业小镇的合作备忘录》，委托区域占地面积约为 39 平方公里
2017/1/20	昌黎县诗词产业小镇	公司与河北省秦皇岛市昌黎县人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河北省秦皇岛市昌黎县诗词产业小镇的合作备忘录》，委托区域占地面积约为 15 平方公里
2017/3/16	航天智慧小镇	公司与合肥市蜀山区西部新城建设指挥部签署《合作备忘录》，合作区域占地面积约为 5 平方公里。
2017/5/9	汤山产业小镇	公司间接全资子公司九通基业投资有限公司与南京汤山温泉旅游度假区管理委员会签订南京市江宁区汤山产业小镇投资意向书，项目一期占地面积约为 210 亩，二期合作区域由双方另行协商确定。
2017/6/6	萧山区衙前镇智造产业新城（小镇）	公司拟与杭州市萧山区衙前镇人民政府签订整体合作开发建设经营杭州市萧山区衙前镇智造产业新城（小镇）合作备忘录，项目总开发周期计划为 15 年，合作区域占地面积约为 9.4 平方公里。
2017/6/6	航天产业小镇	公司与长沙雨花经开区管理委员会签订整体合作开发建设经营长沙市雨花经开区航天产业小镇合作备忘录，合作区域占地面积约为 1200 亩
2017/6/6	健康产业小镇	公司与长沙雨花经济开发区管委会签订整体合作开发建设经营长沙市雨花区健康产业小镇合作备忘录，合作区域占地面积约为 2.2 平方公里
2017/10/10	安徽省肥东机器人小镇 PPP 项目	公司近日取得《中标通知书》。 中标费率：1、基础设施及公共设施投资建设费用的投资回报率为 15%；2、当年产业发展服务费占入区项目当年新增落地投资额的比例为 45%；3、规划设计、咨询等服务费投资回报率为 10%。
2017/10/17	南京空港会展小镇 PPP 项目	公司近日取得《中标通知书》 中标价格：1、土地整理投资、基础设施及公共设施投资建设费用的投资回报率为 15%；2、规划设计、咨询等其他服务费的投资回报率为 10%。
2017/10/21	河南省开封市祥符影视产业	公司近日取得《成交通知书》。

	小镇 PPP 项目	成交条件：1、合作期限：25 年；2、土地整理投资、基础设施及公共设施投资建设费用的投资回报率为 15%；3、当年产业发展服务费占入区项目当年新增落地投资额的比例为 45%；4、规划设计、咨询等其他服务费的投资回报率为 10%。
2017/11/18	河南省开封市祥符影视产业小镇 PPP 项目	公司签订整体合作开发建设经营河南省开封市祥符区影视产业小镇 PPP 项目合作协议及其专项结算补充协议，合同履行期限 25 年。
2017/12/9	安徽省肥东机器人小镇 PPP 项目	公司签订整体合作开发建设经营安徽省肥东县机器人产业小镇 PPP 项目合作协议，协议履行期限 15 年。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：公司国内产业新城与产业小镇主要分布图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

6.4. 首次开放全面合作：业绩提升催化剂，产业新城异地扩张复制或超预期

公司此前一直坚持独立开发，近期决定加大合作力度。公司首届产业新城合作伙伴大会于 18 年 1 月 31 日在京召开，会议致力于寻求合作伙伴、共同搭建合作平台、推进产业新城模式的异地复制与全面布局。此次会议有利于公司在金融服务、配套建设、产业发展、提供公共服务等领域多方面的能力聚合。此前 1 月 25 日-1 月 27 日，公司先后与东原集团、旭辉集团和阳光城 3 家同行签订战略合作协议，未来或将在拿地、开发等多层面开展合作，合作开发有利于公司提升运营能力、加快销售与周转速度。

7. 迎京津冀一体化、雄安新区及一带一路建设机遇，享三重利好

公司主要房地产开发及园区建设运营项目位于河北地区，且拥有大量土储及可通过一二级市场联动方式获取的潜在土地资源，区位优势明显。雄安新区设立加速京津冀一体化进程，环渤海地区作为一带一路东部的起点，同时依靠产业园区的异地复制，积极布局长江沿岸地区，尽享国家三大战略之红利。一方面可获得受政策支持得到快速开发，房价快速上升带来毛利空间提升的优势，另一方面其产业园区业务也能在产业导入与承接环节得到超预期的收益。

7.1. 国家三大战略之一——京津冀一体化

京津冀地区指我国首都圈，包括北京市、天津市以及河北省的保定、唐山、廊坊、石家庄、秦皇岛、张家口、承德、沧州、邯郸、邢台、衡水等 11 个地级市，是中国北方经济规模最大、最具活力的地区。相比于长三角与珠三角，京津冀地区发展较为缓慢。从发展历程来看，最初天津从 1986 年开始发起环渤海地区经济联合市长联席会；而后 2004 年发改委于 2004 年 11 月正式启动京津冀都市圈区域规划的编制工作，提出区域发展规划按照“8+2”的模式制订，让京津冀作为区域经济合作的发展被提升到一定的高度；2011 年，河北省提出打造“环首都绿色经济圈”，重点发展环首都 13 个县市，做好北京产业转移和经济外溢服务功能，北京提出打造全国的政治和文化中心；同年 3 月，“推进京津冀区域经济一体化发展，打造首都经济圈，推进河北沿海地区发展”，推进京津冀区域经济一体化发展的理念正式写入国家级规划。

表 8：京津冀落实期协同发展事件汇总

出台时间	事件
2013 年 8 月	习近平主席在北戴河主持研究河北发展问题时，首次提出要推进京津冀协同发展
2014 年 2 月	习近平主持召开座谈会，京津冀协同发展升级为重大国家战略
2014 年 5 月	京津冀三地农科院共同签署了《京津冀协同发展农业科技合作协议》
2014 年 5 月	京津冀签订警务航空合作机制框架协议
2014 年 5 月	海关总署出台《京津冀海关区域通关一体化改革方案》，率先在北京海关、天津海关启动实施通关的一体化改革
2014 年 7 月	天津出台《天津市贯彻落实〈京津冀协同发展规划纲要〉实施方案(2015—2020 年)》
2014 年 9 月	印发《京津冀及周边地区秸秆综合利用和禁烧工作方案(2014-2015 年)》
2015 年 4 月	《京津冀协同发展规划纲要》审议通过
2015 年 6 月	财政部制定《京津冀协同发展产业转移对接企业税收收入分享办法》
2015 年 7 月	北京制定《中共北京市委北京市人民政府关于贯彻〈京津冀协同发展规划纲要〉的意见》
2015 年 11 月	《京津冀协同发展交通一体化规划》印发，区域快速铁路网链接所有地级及以上城市
2015 年 12 月	《京津冀协同发展生态环境保护规划》发布
2016 年 2 月	《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》印发实施，全国第一个跨省市的区域“十三五”规划
2016 年 2 月	最高人民法院制定《最高人民法院关于为京津冀协同发展提供司法服务和保障的意见》
2016 年 6 月	《京津冀产业转移指南》发布，以北京中关村、天津滨海新区等 5 地区为依托，建成京津冀产业升级转移重要引擎
2016 年 7 月	京津冀综合运输服务一体化提速
2016 年 9 月	京津冀国家级开发区产业人才联盟成立
2016 年 11 月	《京津冀民政事业协同发展合作框架协议》启动
2016 年 12 月	京津冀大数据综合试验区正式启动建设，三地将打造以北京为创新核心、天津为综合支撑、河北做承接转化的全球大数据产业创新高地
2017 年 1 月	京津冀开通异地就医直接结算，河北燕郊居住的北京市参保人员在河北燕郊医院就医可持医保卡直接结算
2017 年 2 月	北京市发展改革委、天津市发展改革委、河北省物价局等三家反价格垄断执法机构正式签署了《京津冀反价格垄断工作备忘录》
2017 年 7 月	《京津冀人大立法项目协同办法》通过施行
2017 年 8 月	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
2017 年 8 月	《京津冀地区快递服务发展“十三五”规划》发布
2017 年 9 月	京津冀产业协同发展投资基金进入实质性投资运作
2017 年 11 月	国家发展改革委、民航局印发《推进京津冀民航协同发展实施意见》
2017 年 11 月	京津冀资产管理合作联盟成立，深入开展不良资产管理与处置、资产重组与盘活等合作，构建京津冀三地信息互联互通体系
2017 年 12 月	京津冀三省市地质矿产勘查开发局共同发起推动京津冀地质工作全面合作倡议，并签订全面合作框架协议

资料来源：国务院新闻办公室、新华网、发改委、环境部、财政部、最高人民法院、天风证券研究所

2015 年协同发展纲要提出，正式进入实质发展期

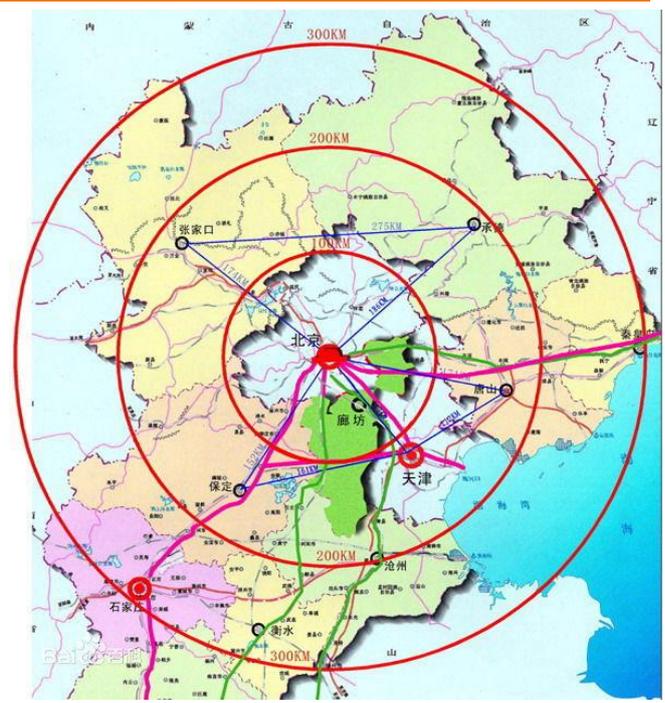
2014 年 2 月 26 日习主席在北京主持召开座谈会，专题听取京津冀协同发展工作汇报，强调实现京津冀协同发展是国家战略；2015 年 4 月 30 日，中共中央政治局召开会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，会议要求，要探索出一种人口经济密集地区优化开发的模式，形成新增长极；要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。京津冀协同发展迎来实质发展期。

图 33：京津冀一体化产业承接布局



资料来源：INTERNATIONAL BUSINESS NEWS、天风证券研究所

图 34：京津冀一体化城市群 1 小时交通圈



资料来源：闽南网、天风证券研究所

京津冀区域整体定位：疏解北京非首都功能、承接产业转移

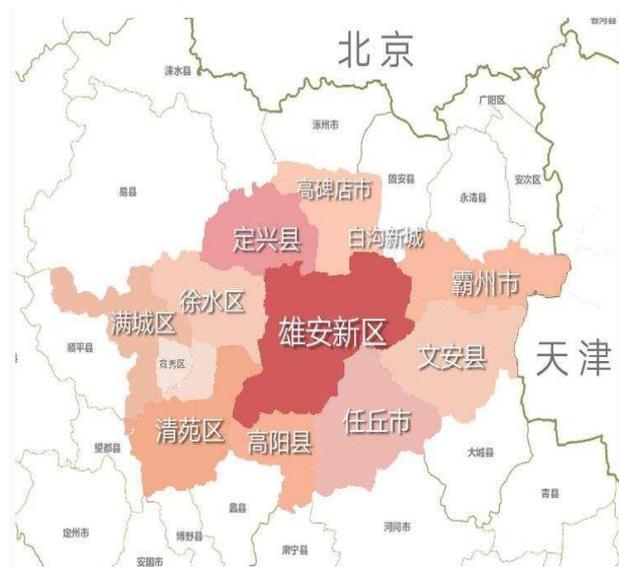
2015 年 4 月 30 日中共中央政治局审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》指出，京津冀整体定位是“以首都为核心的世界级城市群、区域整体协同发展改革引领区、全国创新驱动经济增长新引擎、生态修复环境改善示范区”。三省市定位分别为，北京市“全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心”；天津市“全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区”；河北省“全国现代商贸物流重要基地、产业转型升级试验区、新型城镇化与城乡统筹示范区、京津冀生态环境支撑区”，京津冀地区协同发展的顶层设计基本完成，推动实施这一战略的总体方针已经明确。

7.2. 京津冀协同加速与深化：雄安新区的设立，比肩深圳特区上海新区

2017年4月1日，中共中央、国务院决定在此设立的国家级新区。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，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。

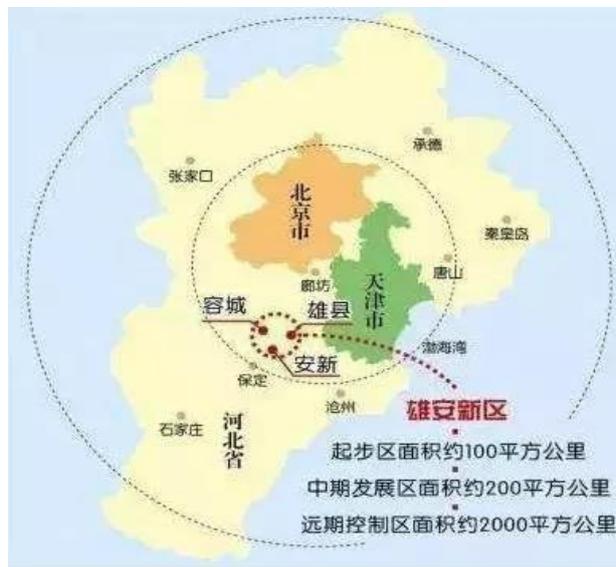
雄安新区位于中国河北省保定市境内，地处北京、天津、保定腹地，规划范围涵盖河北省雄县、容城、安新等3个小县及周边部分区域，对雄县、容城、安新3县及周边区域实行托管。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2000平方公里。区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。

图 35：雄安新区地理位置



资料来源：MSHISHANG、天风证券研究所

图 36：雄安新区区域规划



资料来源：人民论坛网、天风证券研究所

雄安新区定位承载北京非首都功能的现代化四区与“两翼”布局中的一翼

雄安新区定位为北京非首都功能疏解集中承载地，在河北适合地段规划建设一座以新发展理念引领的现代新型城区。既要着力打造绿色生态宜居新城区、创新驱动引领区、协调发展示范区、开放发展先行区，还将与北京中心城区、北京城市副中心错位发展，形成北京新的两翼。从整体规划来看，到2020年，四大功能定位的新城雏形将初步显现，骨干交通网络基本建成，起步区基础设施建设和产业布局框架基本形成。到2030年，一个绿色低碳、信息智能、宜居宜业的现代化新城显露活力，成为具较强竞争力和影响力城市新星。

从功能上看，雄安新区的设立致力于探索解决“大城市病”新模式，一方面打造规模与环境承载力进行产业导入缓解北京地区压力，另一方面承接北京非首都功能的产业转移。

7.3. 国家三大战略之二——发展“一带一路”

2013年9月7日，习主席在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表演讲时首次提出共同建设“一带一路”，即“丝绸之路经济带”与“21世纪海上丝绸之路”的构想；同年11月，十八届三中全会“一带一路”上升为国家战略；2014年12月中央经济工作会议将“一带一路”与京津冀协同发展、长江经济带建设共同列为国家三大战略；在2016年3月列入“十三五”时期主要目标任务和重大举措，而后各项工作加速推进。

图 37：一带一路沿线地区



资料来源：搜狐网、天风证券研究所

京津冀的内陆与环渤海地区兼顾一带与一路，同为东端的起点，相关省市相继出台了对外开放，鼓励外资投入重点领域，打造产业转型升级试验区，吸引高端人才等一系列政策。2017年6月，河北省出台的《河北省人民政府关于落实国务院扩大对外开放积极利用外资若干措施的意见》强调对外资引进放宽条件的同时，鼓励外资投向产业转型升级实验区、新型城镇化与城乡统筹示范区、京津冀环境支撑区“三区一基地”建设等项目，与公司京津冀园区战略相吻合。此外，天津市17年12月出台的《天津市“一带一路”科技创新合作行动计划（2017—2020年）》强调了对国际化创新创业园区的支持，承接技术转移，借助自由贸易试验区、自主创新示范区国际化人才、金融政策优势，开展科技成果转化等创新创业活动，这又与公司一揽子产业设计、运营方案相匹配。

7.4. 三大战略齐聚京津冀，公司“园区+地产”双核超频

京津冀一体化加速推进、雄安新区的设立与未来规划以及建设一带一路步入正轨，若各战略规划按期落实，京津冀地区在未来3-5年将迎来诸多政策支持与发展机遇。公司主营业务房地产开发以及产业园区设计、建设与运营，从近3年的项目获取情况来看，依旧以河北为主，在环京地区亦有大量土地储备。公司将在京津冀地区在这三大战略协同发展中持续收益，一方面相应区域的快速开发将带来土地升值与市场繁荣，公司在河北地区的大量储备已抢占先机，另一方面各方政策支持也会为产业转移与产业导入提供强力支撑。

图 38：华夏幸福 15-17 年土地储备情况分地区统计



资料来源：Wind、天风证券研究所

8. 盈利预测与估值

公司主营业务为房地产开发与产业新城建设运营，盈利预测假设如下：

- 1) 公司园区配套住宅与城市地产保持稳定增长：**我们预测房地产开发相关业务 18-20 年收入分别为 376 亿 (+ 30.0%)、489 亿 (+30.0%)、611 亿 (+25.0%)。依据是：由于地产公司结算滞后于销售，从近两年销售情况看，房地产开发项目销售维持高增速，未来将结转营业收入：15-17 年产业新城配套住宅签约金额分别为 495 亿、724 亿、1121 亿，分别同比增长 39.53%、46.08%、54.97%；城市地产签约销售 15-17 年分别为 121 亿、282 亿、79 亿，分别同比增长 60.47%、133.47%、-71.94%，17 年城市地产销售大幅下滑受京津冀地区调控加深，同时公司城市地产项目大部分位于该地区影响，但随着全国化布局展开，后续城市地产销售预计趋于稳定。
- 2) 产业发展服务业务结算符合预期：**我们保守预测产业发展服务业务 18-20 年收入分别为 312 亿 (+ 35.0%)、421 亿 (+35.0%)、568 亿 (35.0%)。随着固安产业园区复制成功，新入园企业增多，落地投资额放量。截至 2017 末，累计落地投资额 4975 亿元，按 35%-45%比例收取产业发展服务费来看，可获利超 1740 亿，截至年报已结转近 520 亿，尚有 1200 亿可结转。随着各园区产业导入提速、京津冀协同发展加快以及园区异地复制的成功推进，产业发展服务收入的高增长在未来将继续维持。

表 9：18-20 年公司主营业务收入拆分（亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
城市地产开发	289	376	489	611
增长率	-18.2%	30.0%	30.0%	25%
产业发展服务	231	312	421	568
增长率	110.4%	35.0%	35.0%	35.0%
土地整理、物业、基建与综合服务	76	80	88	101
增长率	1.9%	5.0%	10.0%	15%
营业收入合计	596.4	767.8	997.7	1,280.4
增长率	10.8%	28.7%	29.9%	28.3%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据我们的假设，预计公司 18-20 年实现营业收入分别为 767.8 亿、997.7 亿、1280.4 亿，实现归母净利润分别为 118.0 亿、150.1 亿、196.7 亿，EPS 分别为 3.99、5.08、6.66 元/股。

公司估值

绝对估值：作为地产开发商兼产业运营商公司难以用现金流折现法测算绝对估值和用于地产开发商的 RNAV 测算，由于公司通过园区开发一二级联动锁定土地，拿地节奏较为灵活，并不依赖招拍挂或并购直接后去大量土储，而是选取最优时间节点拿地，账面上土地储备无法完全体现公司现有与潜在的土地储备和其对应的价值。

相对估值：公司一方面作为住宅地产开发龙头房企之一，进行住在配套项目开发，可以参考房地产行业龙头与典型公司 PE 估值做横向对比；同时公司作为园区开发商，并为 PPP 模式先导，产业发展服务业务贡献业绩占比逐年提升，让公司整体估值无法参考传统地产开发商与运营商，结合公司历史 PE，保守估计给予 18 年 12 倍 PE 估值。

表 10：可比公司 PE 估值（股价以 4 月 2 日收盘价为基准，预测 PE 为 Wind 一致预期）

股票名称	总市值	实际 PE	2018E	2019E
万科 A	3697.01	13.18	10.56	8.38
华侨城 A	668.63	7.93	6.23	5.10
阳光城	316.31	21.30	15.49	10.86
招商蛇口	1719.14	14.07	11.23	9.01
荣盛发展	436.56	7.57	5.85	4.57
保利地产	1617.49	10.31	8.26	6.62
华夏幸福	974.84	11.10	8.63	6.60
金地集团	519.18	7.57	7.49	6.38
绿地控股	890.71	9.94	8.02	6.72
新城控股	802.73	13.31	9.79	7.39

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：华夏幸福历史 PE 估值



资料来源：Wind、天风证券研究所

9. 投资建议

调控下公司 17 年全年销售额依然实现涨幅 26.5%；盈利能力维持高位，截至 2017 年毛利率 47.93%；此外，公司拿地力度增加结构更为优化，新增土储非京津冀地区拿地占比 44%；我们看好公司作为产业新城与地产开发双龙头在京津冀提速、雄安建设等多政策红利支持下实现稳定且持续的业绩增长。预计公司 18-20 年实现归母净利润分别为 117.97 亿、150.10 亿、196.67 亿，EPS 分别为 3.99、5.08、6.66 元/股，对应 PE 为 8.26X、6.49X、4.96X，首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月内目标价 47.88 元，对应 18 年 12 倍 PE。

风险提示：

- 1) 园区招商引资不及预期：**招商引资是产业新城的核心，公司收入主要靠产业发展服务与配套住宅，招商引资能给公司带来项目落地投资额 45%收入与地区土地升值利好，与营收及利润增速关系密切。
- 2) 落地投资额结转不及预期：**随着产业发展服务利润贡献占比占大头，落地投资额结转收入的确定性与持续性重要性与日俱增。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,503.09	68,104.88	57,581.69	74,824.92	96,026.66
应收账款	16,437.52	29,497.62	2,065.68	41,166.50	20,717.35
预付账款	3,551.33	1,620.45	4,083.26	2,431.12	7,967.90
存货	147,344.75	229,794.39	247,390.09	335,812.49	386,605.68
其他	10,724.49	19,468.95	15,632.62	14,895.51	14,749.28
流动资产合计	223,561.17	348,486.28	326,753.33	469,130.53	526,066.88
长期股权投资	1,182.15	4,038.43	4,898.43	6,487.59	8,256.07
固定资产	2,670.13	2,842.17	3,087.52	3,207.03	3,310.96
在建工程	3,338.49	4,266.77	5,201.46	6,195.69	7,148.09
无形资产	6,140.03	5,193.04	5,032.49	4,228.20	3,744.09
其他	13,011.37	11,038.02	8,831.76	8,380.84	6,452.26
非流动资产合计	26,342.16	27,378.43	27,051.66	28,499.34	28,911.47
资产总计	249,903.33	375,864.71	353,804.99	497,629.87	554,978.35
短期借款	300.00	6,845.78	27,600.72	29,772.78	33,221.35
应付账款	30,980.55	42,056.12	22,649.65	63,997.99	54,010.24
其他	128,418.70	179,161.79	167,626.51	265,124.83	278,685.27
流动负债合计	159,699.25	228,063.69	217,876.87	358,895.60	365,916.86
长期借款	20,291.38	37,073.98	34,460.87	25,409.62	51,169.30
应付债券	31,341.66	38,967.06	30,259.44	30,692.52	39,475.98
其他	539.33	727.43	271.78	177.56	385.40
非流动负债合计	52,172.37	76,768.47	64,992.10	56,279.70	91,030.68
负债合计	211,871.62	304,832.16	282,868.97	415,175.30	456,947.54
少数股东权益	12,670.79	33,937.53	34,436.76	35,583.99	37,913.37
股本	2,954.95	2,954.95	2,954.95	2,954.95	2,954.95
资本公积	5,882.26	3,437.31	3,590.95	3,615.58	3,503.27
留存收益	21,161.35	25,141.18	33,544.31	43,915.63	57,162.49
其他	(4,637.64)	5,561.59	(3,590.95)	(3,615.58)	(3,503.27)
股东权益合计	38,031.71	71,032.55	70,936.02	82,454.57	98,030.81
负债和股东权益总	249,903.33	375,864.71	353,804.99	497,629.87	554,978.35

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,168.12	8,806.57	11,797.11	15,010.88	19,666.66
折旧摊销	791.24	1,480.59	654.49	668.85	684.84
财务费用	804.25	1,215.38	1,405.85	1,070.56	639.16
投资损失	(414.97)	(734.48)	(472.68)	(545.13)	(626.98)
营运资金变动	(2,270.28)	(14,886.76)	(23,001.16)	10,345.79	(30,424.23)
其它	2,684.71	(12,109.03)	499.23	1,147.23	2,329.38
经营活动现金流	7,763.06	(16,227.73)	(9,117.15)	27,698.18	(7,731.16)
资本支出	5,049.06	3,930.70	2,129.63	1,072.52	1,049.23
长期投资	1,051.18	2,856.29	860.00	1,589.16	1,768.48
其他	(31,162.57)	(26,816.90)	(1,782.57)	(4,065.37)	(2,506.67)
投资活动现金流	(25,062.32)	(20,029.91)	1,207.06	(1,403.69)	311.04
债权融资	69,153.99	102,312.09	113,497.70	110,156.56	145,837.40
股权融资	6,379.61	4,329.30	(10,251.10)	(1,045.93)	(751.47)
其他	(50,139.85)	(49,543.06)	(105,859.71)	(118,161.88)	(116,464.06)
筹资活动现金流	25,393.75	57,098.32	(2,613.11)	(9,051.25)	28,621.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,094.50	20,840.68	(10,523.20)	17,243.23	21,201.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	53,820.59	59,635.42	76,775.58	99,766.56	128,035.55
营业成本	36,045.15	31,051.80	40,515.66	52,488.23	68,439.62
营业税金及附加	3,134.77	5,183.80	6,854.92	8,710.31	11,375.30
营业费用	1,875.22	1,962.93	3,110.60	4,161.22	5,455.92
管理费用	3,622.76	7,487.50	7,439.82	9,854.32	10,606.28
财务费用	563.02	980.03	1,405.85	1,070.56	639.16
资产减值损失	176.36	832.25	526.13	613.99	499.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	414.97	734.48	472.68	545.13	626.98
其他	(829.94)	(1,475.17)	(945.35)	(1,090.26)	(1,253.96)
营业利润	8,818.27	12,877.80	17,395.28	23,413.05	31,646.35
营业外收入	198.09	71.15	270.00	243.20	294.29
营业外支出	40.85	149.86	57.10	64.33	71.55
利润总额	8,975.52	12,799.08	17,608.18	23,591.92	31,869.09
所得税	2,807.40	3,992.51	5,311.84	7,433.81	9,873.04
净利润	6,168.12	8,806.57	12,296.34	16,158.11	21,996.05
少数股东损益	(323.46)	25.77	499.23	1,147.23	2,329.38
归属于母公司净利润	6,491.58	8,780.81	11,797.11	15,010.88	19,666.66
每股收益(元)	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	40.40%	10.80%	28.74%	29.95%	28.34%
营业利润	27.74%	46.04%	35.08%	34.59%	35.17%
归属于母公司净利润	35.22%	35.26%	34.35%	27.24%	31.02%
获利能力					
毛利率	33.03%	47.93%	47.23%	47.39%	46.55%
净利率	12.06%	14.72%	15.37%	15.05%	15.36%
ROE	25.60%	23.67%	32.32%	32.03%	32.71%
ROIC	21.27%	20.73%	14.84%	14.65%	21.48%
偿债能力					
资产负债率	84.78%	81.10%	79.95%	83.43%	82.34%
净负债率	153.62%	136.86%	189.49%	135.58%	234.82%
流动比率	1.40	1.53	1.50	1.31	1.44
速动比率	0.48	0.52	0.36	0.37	0.38
营运能力					
应收账款周转率	4.20	2.60	4.86	4.62	4.14
存货周转率	0.43	0.32	0.32	0.34	0.35
总资产周转率	0.26	0.19	0.21	0.23	0.24
每股指标(元)					
每股收益	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66
每股经营现金流	2.63	-5.49	-3.09	9.37	-2.62
每股净资产	8.58	12.55	12.35	15.86	20.34
估值比率					
市盈率	15.02	11.10	8.26	6.49	4.96
市净率	3.84	2.63	2.67	2.08	1.62
EV/EBITDA	9.15	9.78	9.02	6.14	5.24
EV/EBIT	9.73	10.41	9.33	6.30	5.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com