

# 十七载征途漫漫，产业新城模式大有可为 买入（首次）

2019年09月24日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	83,799	106,362	133,325	160,954
同比(%)	40.5%	26.9%	25.3%	20.7%
归母净利润(百万元)	11,746	14,526	18,024	21,610
同比(%)	33.8%	23.7%	24.1%	19.9%
每股收益(元/股)	3.91	4.84	6.00	7.20
P/E(倍)	6.92	5.60	4.51	3.76

## 投资要点

- **模式为王，产业新城模式进入壁垒高。**产业新城建设主要包含规划设计与咨询服务、土地整理投资、产业发展服务、基础设施建设、公共配套建设及城市运营服务等方面，其中产业发展服务是产业新城的核心部分。我们对公司落地投资额进行测算，预计2019-2021年产业发展服务收入增速达28%、27%、17%，产业发展服务的高速增长推动公司业绩持续高增。
- **10年探索，7年开拓，产业新城模式终铸成。**公司产业新城模式探究经历17年风雨，大致可分为三个阶段：1) 2002-2012年：与固安共成长，助力固安经济腾飞；2) 2013-2017年，紧抓京津冀红利，由先前的“以房养园”逐渐进入“以园促房”阶段，收入现结构性调整，产业发展服务表现优越。3) 2017年后：异地复制，拓展全国城市群布局，熨平政策周期。不论是深耕固安，还是紧抓京津冀，布局全国，我们认为，公司的产业新城得以成功的主要因素在于：1) 与政府合作，共赢模式均获得了双方认可：只有产业新城带动地方经济增长，企业才会收到相应环节的收益，这使得政府和企业的利益一致。2) 产业新城建设需要公司去垫付大量资金，华夏幸福通过销售住宅减轻了项目前期资金压力。
- **销售结构性改善，短期偿债压力小。**2018年公司实现销售金额1628亿元，2015-2018年平均复合增速达31%；从结构看，公司对环京区域销售依赖度有所下降，积极布局全国城市圈，2017年公司环京以外区域销售面积占比仅34%，金额占比24%，至2018年占比提升了20个百分点。在销售高增的同时，公司保持稳健的杠杆水平，短期偿债压力较小。截至2019年上半年，公司资产负债率达88%，剔除预收后的资产负债率为57%；短期债务占比28%。截至2019年上半年，公司平均融资成本为7.23%。
- **平安战略入股，强强联合，业绩承诺彰显公司发展信心。**2018年7月平安战略入股，同时在2019年2月再次增持股份。截至2019年上半年，平安持股比例上升至25.25%，为公司第二大股东。这表明中国平安对公司产业新城运营模式的充分认可，同时有利于缓解公司现金流压力。此外，平安集团旗下具备平安不动产、平安银行等多个房地产上下游相关子公司，双方未来在业务深度合作深度上值得期待。
- **投资建议：**十年探索，七年开拓，产业新城模式为王；华夏幸福逐渐由“以房养园”进入“以园促房”阶段，走向全国化布局，未来产业发展服务收入增速可观。平安战略入股将增强公司资金实力，未来业务深度合作值得期待。我们预计2019-2021年公司EPS分别为4.84、6.00、7.20元人民币，对应PE分别为5.60、4.51、3.76倍，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示：**行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行；房地产政策大幅收紧；房企资金成本大幅上行。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	27.08
一年最低/最高价	19.64/33.87
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	80524.46

## 基础数据

每股净资产(元)	12.95
资产负债率(%)	88.12
总股本(百万股)	3001.92
流通A股(百万股)	2973.58

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 领先的产业新城运营商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司发展历程 .....	4
1.2. 股权结构情况 .....	5
<b>2. 产业新城新模式，成就行业标杆者</b> .....	<b>6</b>
2.1. 产业新城运营模式研究 .....	6
2.1.1. 政企合作共赢，打造产业新城 .....	6
2.1.2. 盈利来源及规模测算 .....	7
2.2. 产业新城发展三部曲 .....	9
2.2.1. 试点：十年探索，固安模式独步天下（2002-2012 年） .....	9
2.2.2. 聚焦：京津冀协同发展，收入结构化调整（2013-2016 年） .....	13
2.2.3. 开拓：异地复制，产业新城大有可为（2017 年至今） .....	14
<b>3. 杠杆水平可控，短期偿债压力小</b> .....	<b>17</b>
<b>4. 平安入股，业绩承诺彰显公司发展信心</b> .....	<b>18</b>
4.1. 平安入股，资源效用再整合 .....	18
4.2. 三年业绩承诺，彰显业绩增长信心 .....	20
4.3. 吴向东加盟担任高管，定位不动产开发、运营、管理平台 .....	21
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
5.1. 核心假设 .....	22
5.2. 盈利预测 .....	22
5.3. 估值 .....	22
5.4. 投资建议 .....	24
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

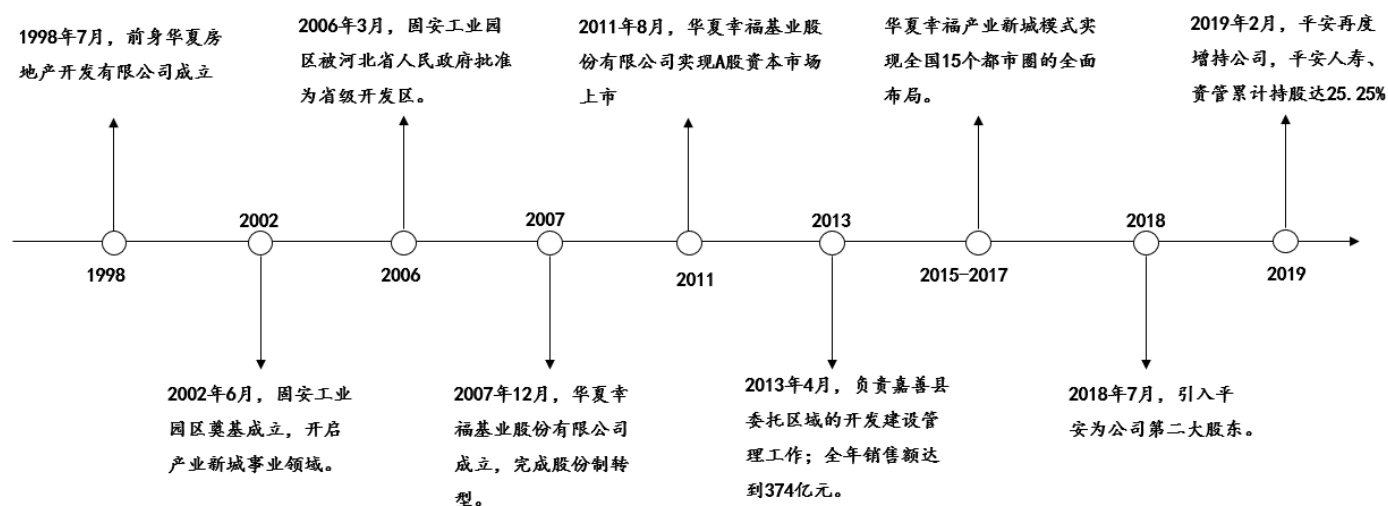
图 1: 华夏幸福发展历程 .....	4
图 2: 2014 年以来公司营业收入 (亿元) 及同比增速 .....	5
图 3: 2018 年营业收入各业务构成部分 .....	5
图 4: 华夏幸福股权结构图 (截至 2019 年 6 月末) .....	5
图 5: 华夏幸福产业新城业务主要内容 .....	6
图 6: 华夏幸福产业新城合作模式 .....	7
图 7: 固安县地方公共财政收入及同比增速 .....	10
图 8: 固安县 GDP (亿元) 及同比增速 .....	10
图 9: 固安产业新城图片 .....	10
图 10: 固安产业新城新增及累计入园企业数 .....	11
图 11: 固安产业新城累计签约投资额 (亿元) .....	11
图 12: 固安县地理位置 .....	11
图 13: 产业新城模式资金流动情况 .....	12
图 14: 京津冀协同发展空间格局 .....	14
图 15: 华夏幸福营业收入区域分布 .....	14
图 16: 华夏幸福营业收入业务分布 .....	14
图 17: 华夏幸福环京内外销售面积占比 .....	15
图 18: 华夏幸福环京内外销售金额占比 .....	15
图 19: 华夏幸福累计签约入园企业数及累计投资额 .....	15
图 20: 华夏幸福园区总数量 (个) .....	15
图 21: 华夏幸福资产负债率及净负债率 .....	17
图 22: 华夏幸福债务结构 .....	17
图 23: 华夏幸福及板块货币对短期债务的覆盖倍数 .....	17
图 24: 华夏幸福平均融资成本 .....	17
图 25: 华夏幸福 2019H1 各渠道融资余额 .....	18
图 26: 华夏幸福 2019H1 各渠道融资成本 .....	18
图 27: 控股股东承诺 2018-2020 年业绩承诺 .....	21
图 28: 华夏幸福多元业务拓展情况 .....	21
图 29: 内地和香港市场房地产板块上市公司 PE 值走势 .....	23
表 1: 华夏幸福产业新城各环节主要内容 .....	7
表 2: 华夏幸福产业发展服务收入测算 .....	8
表 3: 主要园区产业定位及 18 年招商引资情况 .....	16
表 4: 平安两次股权受让情况 .....	18
表 5: 平安集团入股地产公司情况 .....	19
表 6: 2018 年至今公司境内融资情况 .....	19
表 7: 2018 年至今公司境外发行美元债情况 .....	20
表 8: 华夏幸福 2019-2021 年盈利预测 (百万元) .....	22
表 9: 华夏幸福 2019-2021 年分业务收入情况 (百万元) .....	22
表 10: 主要房企估值对比 .....	23

## 1. 领先的产业新城运营商

### 1.1. 公司发展历程

华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或公司）成立于1998年，成立初期公司主业为房地产开发。2002年6月，固安工业园区奠基成立，公司抓住契机转型，开始进入产业新城领域。2011年8月，公司在上交所上市，同年进入沈阳、南京等周边区域。2016年4月，公司布局河南郑州，首进中原城市群。截至目前，公司聚焦核心城市群，在持续深耕京津冀的基础上，成功布局长三角、珠三角、长江中下游、成渝、中原城市群等核心都市圈。

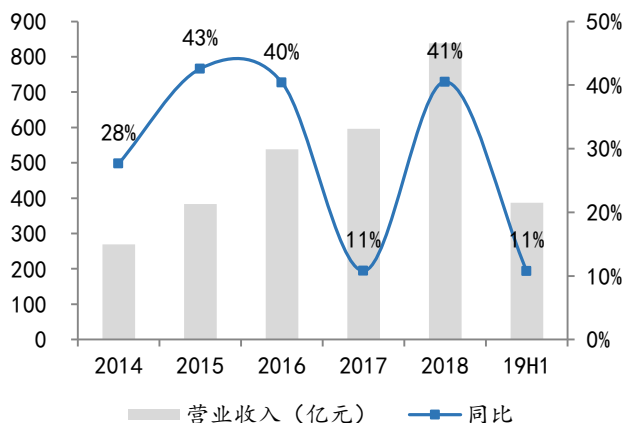
图1：华夏幸福发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

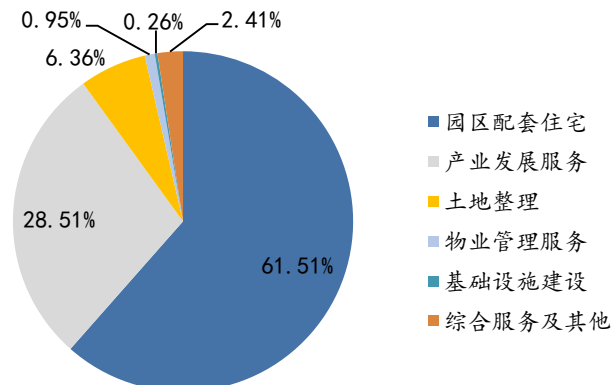
华夏幸福已成长为中国领先的产业新城运营商。公司秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的发展理念，创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”PPP市场化运作模式，在**规划设计、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展、城市运营**等领域，为城市提供全生命周期的可持续发展解决方案。目前公司主营业务分为产业新城业务、产业小镇业务、房地产开发业务三类。2018年，公司实现营业收入837.99亿元，同比增长40.52%；归母净利润117.46亿元，同比增长32.88%。

图 2：2014 年以来公司营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2018 年营业收入各业务构成部分

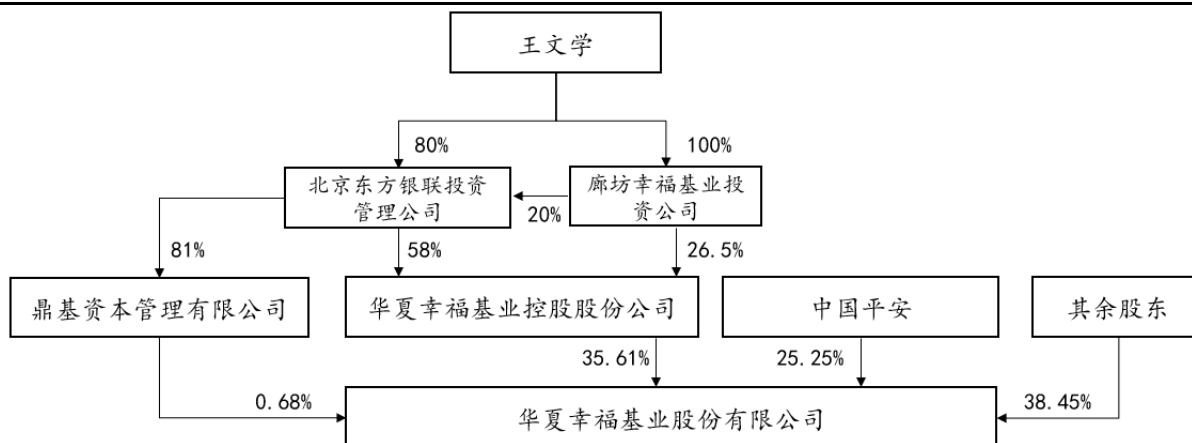


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构情况

华夏幸福公司实际控制人为王文学先生，控股股东为华夏控股。截至 2019 年 6 月末，控股股东华夏控股及一致行动人鼎基资本持有公司 36.30% 股份。中国平安是华夏幸福的重要战略股东，经过两次增持，平安人寿及一致行动人平安资管合计持有公司 25.25% 股份。

图 4：华夏幸福股权结构图（截至 2019 年 6 月末）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 产业新城新模式，成就行业标杆者

### 2.1. 产业新城运营模式研究

#### 2.1.1. 政企合作共赢，打造产业新城

公司的产业新城业务，实质是通过 PPP 合作模式与政府建立合作共同体，在基础设施、公共服务等领域实现共赢。在产业新城中，政府是产业新城规划的审批者、产业项目的决策者和服务质量的监督者；华夏幸福是产业新城项目规划、设计、建设、运营服务的直接提供者。

产业新城业务的内容主要包含规划设计与咨询服务、土地整理投资、产业发展服务、基础设施建设、公共配套建设及城市运营服务等方面，其中产业发展服务是产业新城的核心部分，包括前期的产业定位、产业规划，后期的招商引资等。

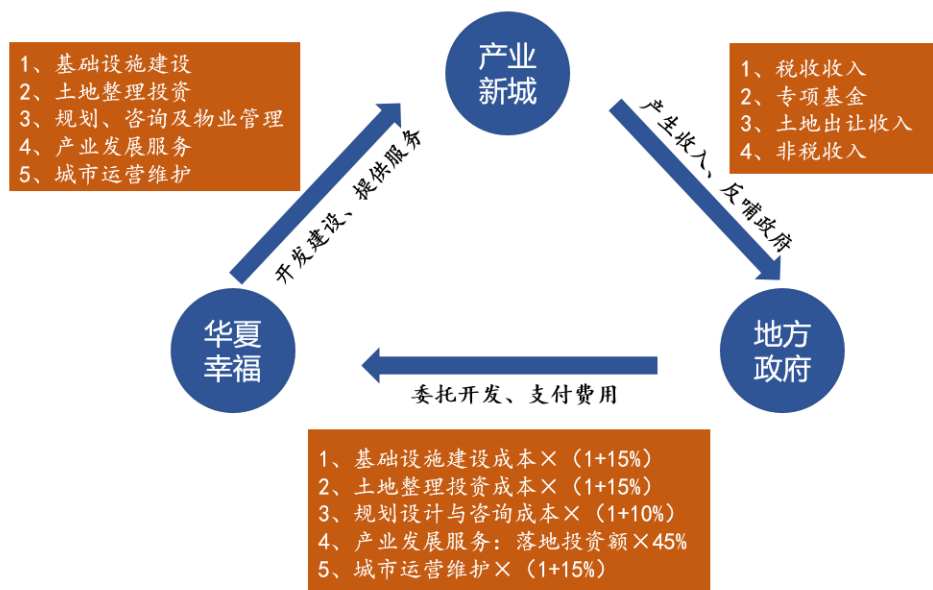
图 5：华夏幸福产业新城业务主要内容



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产业新城模式，从政府角度看，前期基本不需要进行资金和人员投入，而后期各项费用返还取决于新城的发展节奏和税收情况，整体看投入产出比很高。因而政府很有动力去跟华夏幸福进行合作，共同推动产业新城。

图 6：华夏幸福产业新城合作模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：华夏幸福产业新城各环节主要内容

业务环节	内容
土地整理	土地拆迁及整理
城市建设	基础设施建设、公共设施建设、服务配套建设
产业发展服务	产业定位、产业规划、城市规划、招商引资、投资服务
园区综合服务	园区绿化、保洁
城市运营	公共设施运营维护、城市配套运营、产业运营

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.2. 盈利来源及规模测算

区别于传统开发商的盈利模式，华夏幸福可以持续获取因为产业发展带来区域增值的利益，具备很强的持续性。产业新城的收入方式主要依赖建设过程中的不同环节分别计算：

- **产业发展服务费：**按照合作区域内入区项目当年新增落地投资额的 45% 计算；
- **土地整理服务：**土地整理投资收益按土地整理投资成本的 15% 计算；
- **基础设施建设、公共设施建设项目：**投资收益按建设项目的总投资额的 15% 计算；

- **城市运营维护等服务**，该等费用中政府付费部分按照国家定价执行，无国家定价的，按照政府指导价或经双方商定的市场价确定；
- **规划设计与咨询等服务**：服务收益一般按服务成本的 10% 计算。

公司的产业发展服务收入增速在持续扩大，并且相对于土地整理服务、规划设计与咨询等业务而言，后期随着落地投资额的持续增加，项目收益会非常可观。我们对该业务收入规模进行模拟测算。

假设：

- 1) 项目签约投资额中约 45% 可以实际落地。假设项目在第 T 年签约，则在 T、T+1、T+2、T+3、T+4 年分别落地投资额 8%、9%、10%、11%、12%；
- 2) 公司产业园区大规模拓展是在 2013 年以后，2011-2013 年新增签约投资额合计 803.78 亿元，保守假定 2011 年前新增签约投资额的存量值为 255 亿元，则 2014 年前新增签约投资额存量累计达 1058.78 亿元。(备注：假设 1 中的落地投资额比例及假设 2 中的 2011 年前新增签约投资额存量测算均为拟合得出，在此假设下，我们测算出的 2010-2018 年累计产业发展收入与真实值一致，均为 727.2 亿元)
- 3) 公司 2014-2017 年新增项目签约投资额增速均值在 46%，保守估计 2018-2020 年各年新增项目签约投资额增速在 15%；

在此假设下，尽管最终测算的结果较真实值存在一定差异，较真实值更平滑一些，但偏离不大，我们认为公司未来三年产业发展服务收入增速仍然可观，2019-2021 年增速分别为 28%、27%、17%（在后续营收预测中，我们对预测值进行修正，使用预测值增速乘以上年实际数值得到新预测值）。

表 2：华夏幸福产业发展服务收入测算（亿元）

指标名称	新增签约投资额	同比	存量收入	2014 收入	2015 收入	2016 收入	2017 收入	2018 收入	2019 收入	2020 收入	2021 收入	收入预测值	同比	收入实际值
存量估计	1058.78													48.64
2014	502.00		42.88	18.07								60.95		35.68
2015	536.70	6.9%	47.65	20.33	19.32							87.30	43%	63.43
2016	1122.40	109.1%	52.41	22.59	21.74	40.41						137.14	57%	109.72
2017	1650.60	47.1%	57.17	24.85	24.15	45.46	59.42					211.05	54%	230.86
2018	1660.00	0.6%	27.11	26.57	50.51	66.85	59.76					230.79	9%	238.92
2019E	1909.00	15%		28.98	55.56	74.28	67.23	68.72				294.77	28%	



2020E	2195.35	15%	60.61	81.70	74.70	77.31	79.03	373.36	27%	
2021E	2524.65	15%		89.13	82.17	85.91	88.91	90.89	437.01	17%
2022E					89.64	94.50	98.79	102.25		
2023E						103.09	108.67	113.61		
2024E							118.55	124.97		
2025E								136.33		

数据来源：东吴证券研究所（备注：红色值为预测值、蓝色值为实际公告值；2022-2025年的预测只是基于到2021年的新增签约投资额预测）

为更直观理解测算结果，我们以2018年我们预测出的产业发展服务收入为例进行说明：

### 2018年产业发展服务收入

=2018年新增签约落地投资额在2018年产生的收入+2017年新增签约落地投资额在2018年产生的收入+2016年新增签约落地投资额在2018年产生的收入+2015年新增签约落地投资额在2018年产生的收入+2014年新增签约落地投资额在2018年产生的收入

= (2018年新增签约投资额×8%+2017年新增签约投资额×9%+2016年新增签约投资额×10%+2015年新增签约投资额×11%+2014年新增签约投资额×12%)×45%

= (1660×8%+1650.60×9%+1122.40×10%+536.70×11%+502×12%)×45%

=230.79亿元

## 2.2. 产业新城发展三部曲

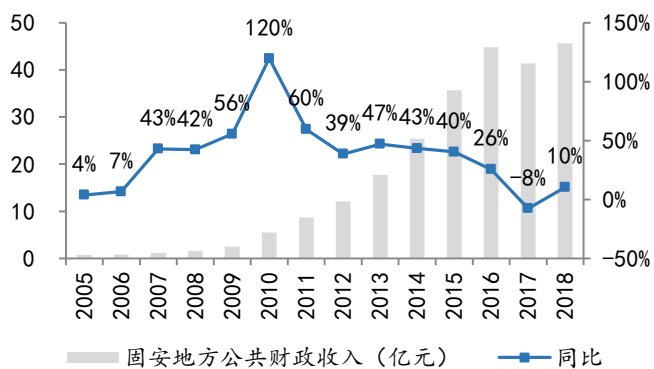
公司从2002年开始开展产业新城新模式，从固安开始从0至1探索突破，再至从1至100成功进行异地复制，公司产业新城模式具备较强的壁垒。区别于传统开发商，华夏幸福的产业新城模式贯穿城镇化建设的多个环节，从一级土地整理至城市建设、产业发展，再至城市运营，每个环节都对产业新城运营商有不同的能力要求。

### 2.2.1. 试点：十年探索，固安模式独步天下（2002-2012年）

**固安模式助力经济腾飞。**2002年6月，固安政府通过公开竞标，引入华夏幸福投资、建设、运营固安工业园区。受益于这一模式，固安从一个发展水平相对落后的小县，发展成为各项指标领先河北的新兴城市。2004年固安县的一般公共预算收入为0.71亿

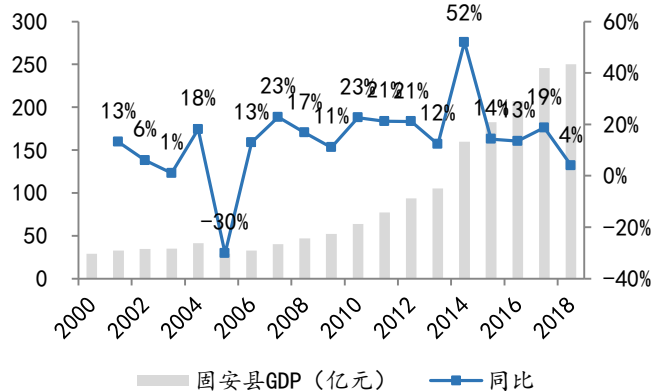
元，2018年攀升至45.60亿元，平均复合增速达35%，总量排名全市第二位，全省第三位。在中国社科院发布的《中国县域经济报告（2018）》中，固安位列2018年全国投资潜力十强县（市）第四位。

图 7：固安县地方公共财政收入及同比增速



数据来源：固安政府官网，东吴证券研究所

图 8：固安县 GDP（亿元）及同比增速



数据来源：固安政府官网，东吴证券研究所

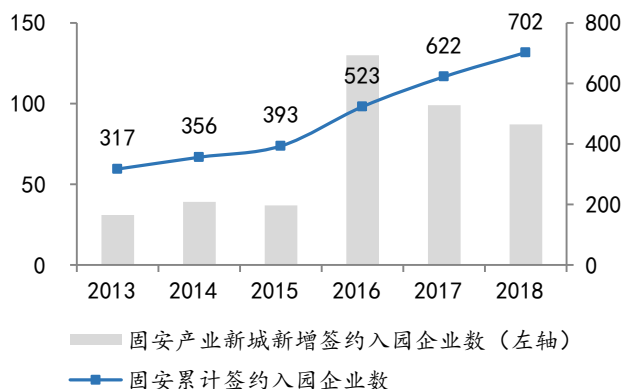
固安产业新城包括固安工业区、固安新兴产业示范区、马庄新区。固安工业区于2006年3月经河北省政府批准成为省级开发区。2015年，固安新兴产业示范区被工信部授予“国家新型工业化产业示范基地”称号。同年，国务院办公厅通报表扬固安PPP模式。固安区域聚焦以科技创新为引领的先进制造业，重点发展新型显示、航空航天、生物医药三大主导产业。目前固安产业新城累计签约入园企业数超600家，累计招商引资额超1400亿元。

图 9：固安产业新城图片



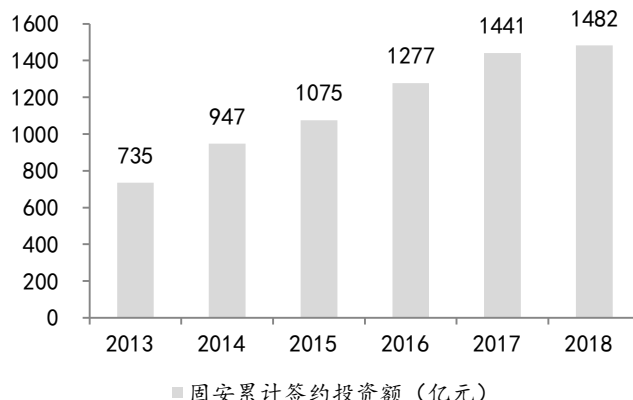
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 10：固安产业新城新增及累计入园企业数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：固安产业新城累计签约投资额 (亿元)



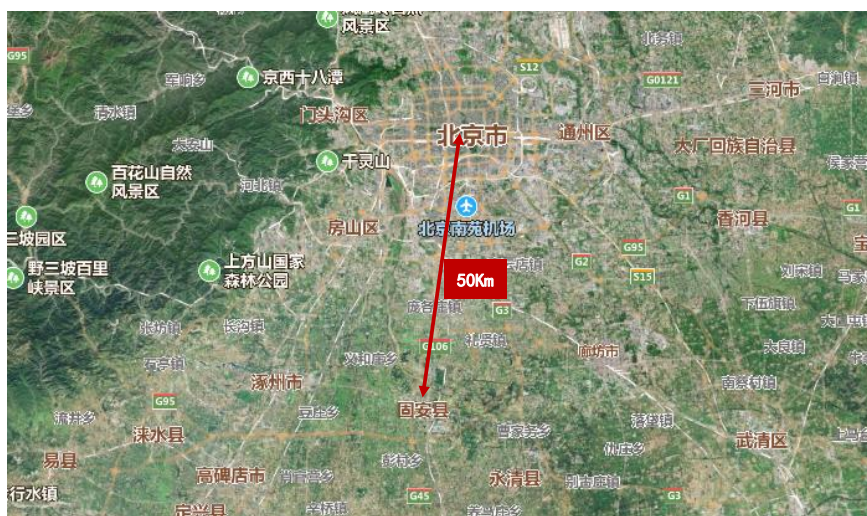
数据来源：固安政府官网，东吴证券研究所

### ➤ 固安模式成功的核心要素

固安模式为何能够取得成功，且这一成功模式难以被其他企业复制？我们认为，这主要汇集了多个核心要素。主要包含固安固有的区位因素、新开拓的 PPP 共赢模式。

**为何选择固安？**这与固安独特的地理优势密切相关。固安园区位于北京天安门正南 50 公里，能够充分受益北京外溢需求的红利。固安县与北京市大兴区隔永定河相望，是首都“零距离”县之一，也是环京区域“1 小时交通圈”的重要节点。从固安县城到北京南三环，车程仅需 30 分钟左右，到北京首都机场 1 小时左右。区域因素使得固安具备较大的升值潜力。

图 12：固安县地理位置



数据来源：百度地图，东吴证券研究所

**为何采用 PPP 合作模式？**我们认为这种模式能够充分提高政府参与其中的积极性，同时以房养园、销售先行又能很好解决房企的资金沉淀问题。

**(1) 共赢模式获政府认可：**合作期间，政府扮演的角色是产业新城规划的审批者、产业项目的决策者和服务质量的监督者；而公司在项目前期的开发模式是住宅开发+产业发展，是产业新城项目规划、设计、建设、运营服务的直接提供者，公司所起的作用政府难以替代。同时，有别于一般的房地产开发，即使公司在前期有一定的物业销售作为支撑，但要想实现项目收益的最大化和可持续性，中后期的产业规划及运营才是项目的关键所在，只有政府获得了项目的区域增值收益，企业才会收到相应环节的收益，这使得政府和企业的利益相对一致，共赢模式推动二者更为密切合作。

**(2) 以房养园，销售先行，减轻前期资金投入压力：**产业新城模式的弊端在于项目前期政府无法获取收益时，从项目引入到落地这一过程中，企业需要垫付一定的资金成本，包括前期需要垫付的土地基础设施费用和工程款以及后续一系列产业发展服务、规划咨询服务、物业管理相关费用等。同时项目开发周期较长，即使区域存在较大潜力，但由于需要时间的转化，因此很多开发商对产业新城望而却步。

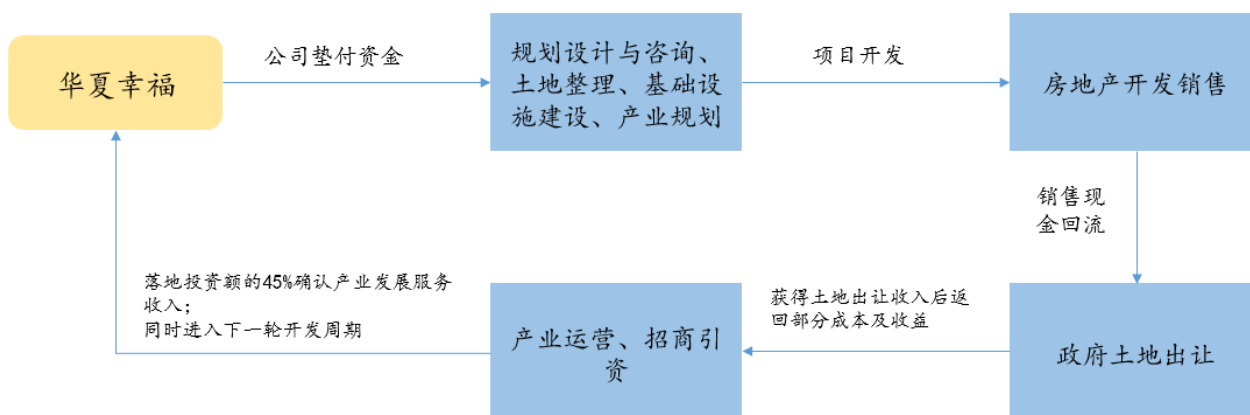
公司通过开发初期部分房地产开发销售的现金回流缓和了前期资金端的压力，同时积极通过银行、债券等方式进行融资。此外，针对单个项目而言，公司滚动进行分期开发。

**(1) 第一阶段：**初始开发阶段，公司垫付资金进行开发，包括规划设计与咨询、土地整理、基础设施建设等环节；

**(2) 第二阶段：**房地产开发项目可以进行销售，同时产生现金回流；同时第一阶段的土地整理实现出让，政府获得土地出让金后返还第一阶段的部分成本和收益；

**(3) 第三阶段：**通过招商引资增加项目的落地投资额，按照落地投资额的 45% 确认为产业发展服务收入；同时进入下一小周期的开发流程。

图 13：产业新城模式资金流动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

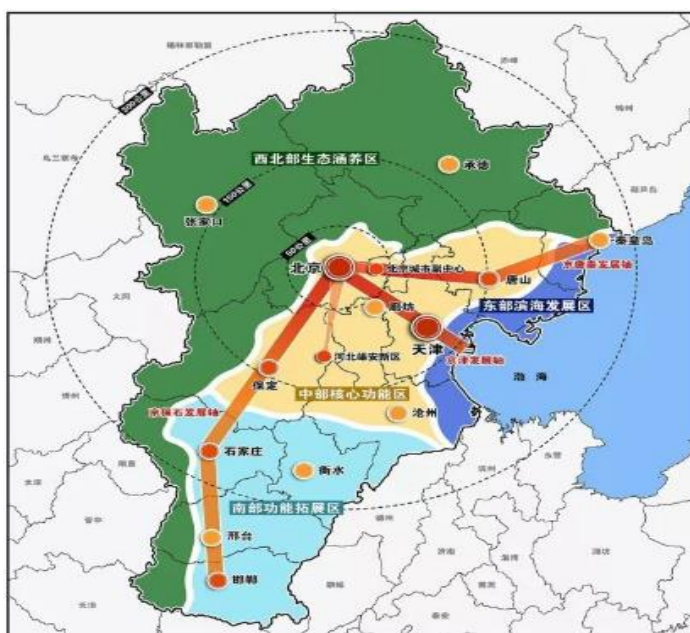
（备注：后续合作持续推进，区域土地出让对象不一定为公司，可能为其他企业获取）

### 2.2.2. 聚焦：京津冀协同发展，收入结构化调整（2013-2016年）

2014年3月，政府工作报告中首次提出京津冀一体化概念，主要是为加强环渤海以及京津冀地区经济协作。京津冀是中国的“首都圈”，其中以北京、天津、保定、廊坊为核心功能区。2015年4月30日，中共中央政治局会议审议通过了《京津冀协同发展规划纲要》，京津冀一体化上升为国家战略。2017年9月27日，北京又发布了《北京城市总体规划（2016年-2030年）》政策方案，方案提及要坚持抓住疏解非首都功能这个“牛鼻子”，紧密对接京津冀协同发展战略，着眼于更广阔的空间来谋划首都的未来。

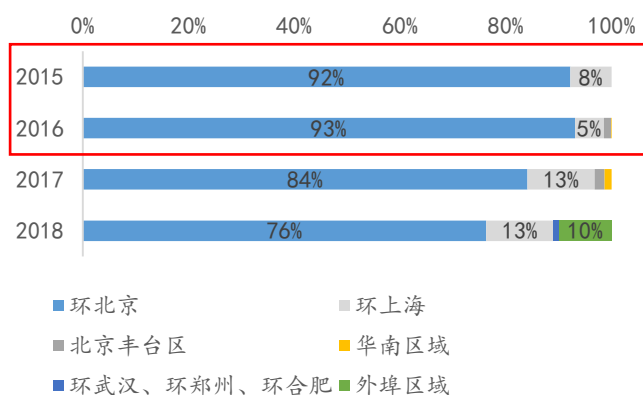
2013-2016年，公司主要收入仍然来自京津冀区域。2016年公司营业收入中有93%来自环北京区域（河北廊坊、张家口、秦皇岛、沈阳等区域）。同时从营业收入组成部分看，园区配套住宅仍然是主要贡献业务，但是产业发展服务收入占比在逐渐提升，从2014年13.27%提升至2017年的38.71%。我们认为，园区配套住宅仍是属于产业新城模式前期的主要收入，项目仍然处于“以房养园”的阶段；但是产业发展服务收入的迅猛提升，表明新进入园区的投资额迅速增长，公司众多项目开始进入到相对成熟期，“以园促房”效果开始彰显。

图 14：京津冀协同发展空间格局



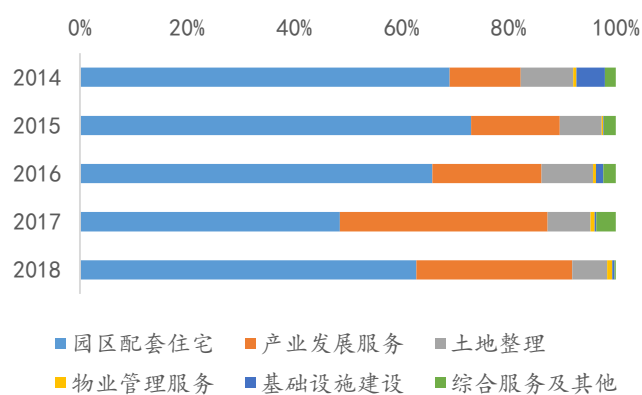
数据来源：《北京城市总体规划(2016年—2035年)》，东吴证券研究所

图 15：华夏幸福营业收入区域分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：华夏幸福营业收入业务分布



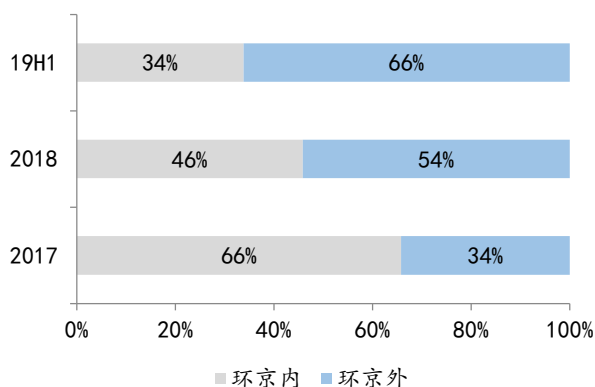
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.2.3. 开拓：异地复制，产业新城大有可为（2017年至今）

随着 10 年的固安模式的艰难探索，公司在产业新城的建设和运营上积累了大量丰富的经验和资源，公司开始走出京津冀，走向全国化布局。

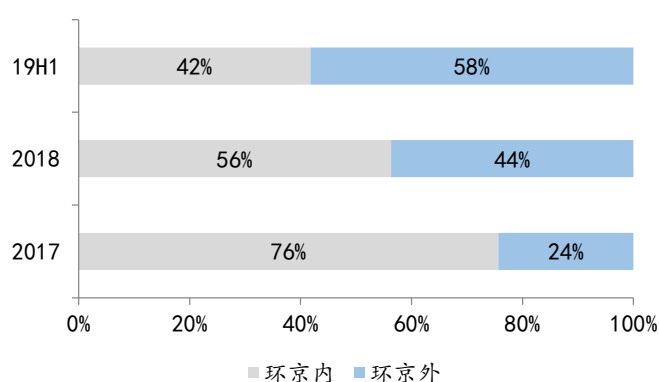
从销售面积区域分布看，2017 年公司环京以外区域销售面积占比仅 34%，金额占比 24%，至 2018 年占比提升了 20 个百分点。继环南京和环杭州区域之后，环郑州区域成为异地复制新的业绩增长极。

图 17: 华夏幸福环京内外销售面积占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

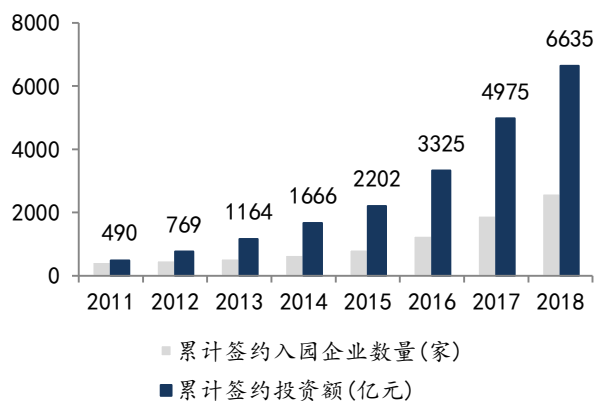
图 18: 华夏幸福环京内外销售金额占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

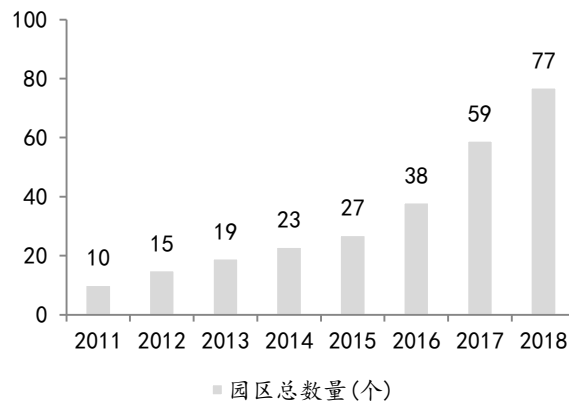
从项目拓展角度看, 公司持续优化产业新城, 提出核心城市群聚焦战略, 2018 年公司新增签署 PPP 项目合作协议 18 个, 全部位于环北京以外区域, 主要位于环杭州、环郑州、环合肥、环武汉、环广州等都市圈内。同时, 公司投资运营的园区新增签约入园企业 702 家, 新增签约投资额约为 1660 亿元, 其中环北京外区域新增入园企业 501 家, 新增签约投资额 1406 亿元, 同比增长 51.84%。

图 19: 华夏幸福累计签约入园企业数及累计投资额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 华夏幸福园区总数量(个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司招商引资能力卓越, 园区引入企业的产业类型多样化, 具备较明显的产业集群效应。2018 年, 公司在固安、嘉善、怀来、溧水、和县和舒城分别完成 87 家、70 家、62 家、47 家、33 家和 26 家企业的签约落地, 新增签约投资额分别为 41.50 亿元、171.00 亿元、124.20 亿元、47.80 亿元、50.00 亿元和 53.90 亿元, 产业定位涵盖科技研发、智能制造、航空航天、生物医药、汽车、健康、农业等多领域。2019 年, 公司与嘉善县政府、以色列企业共同启动“中以大健康示范基地”, 在香河园区搭建了智能技术与机器

人协同创新平台。

表 3：主要园区产业定位及 18 年招商引资情况

区域	园区	产业定位	2018 年招商引资概况
固安	固安工业区、固安新兴产业示范区、马庄新区	新型显示、航空航天、生物医药、智能网联汽车、临空服务、文体康养、都市农业	新增签约入园企业 87 家，新增签约投资额 41.50 亿元
大厂	大厂潮白河工业区、大厂新兴产业示范区	影视文化、总部商务、人工智能	新增签约入园企业 6 家，新增签约投资额 9.50 亿元
怀来	怀来新兴产业示范区	信息技术、航天航空、智能制造	新增签约入园企业 62 家，新增签约投资额 124.20 亿元
苏家屯	苏家屯园区	汽车零部件制造、智能制造装备	新增签约入园企业 17 家，新增签约投资额 8.20 亿元
香河	香河园区	机器人	新增签约入园企业 6 家，新增签约投资额 7.60 亿元
霸州	霸州园区	食品、智能制造、新型显示	新增签约入园企业 14 家，新增签约投资额 26.50 亿元
永清	永清园区	智能控制、临空高新技术	新增签约入园企业 5 家，新增签约投资额 2.40 亿元
无锡	无锡梁溪滨河新城	传感设备、大数据、智慧医疗	新增签约入园企业 12 家，新增签约投资额 21.40 亿元
嘉善区域	嘉善园区	科技研发、影视传媒、商贸服务、软件信息	新增签约入园企业 70 家，新增签约投资额 171.00 亿元
未安区域	未安园区	新型显示、新能源汽车及零部件、智能制造装备	新增签约入园企业 6 家，新增签约投资额 31.00 亿元
溧水区域	溧水园区	新型显示、新能源汽车及零部件、智能制造装备	新增签约入园企业 47 家，新增签约投资额 47.80 亿元
和县区域	和县园区	机器人、集成电路、新能源汽车及零部件、新材料	新增签约入园企业 33 家，新增签约投资额 50.00 亿元
舒城区域	舒城园区	集成电路、新型显示、智能终端	新增签约入园企业 26 家，新增签约投资额 53.90 亿元

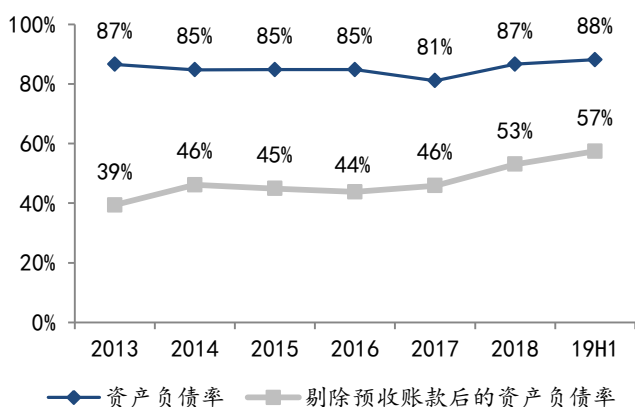
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



### 3. 杠杆水平可控，短期偿债压力小

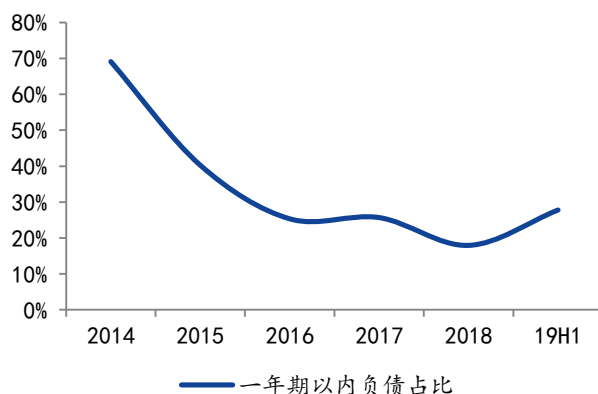
公司杠杆水平可控。截至 2019 年上半年，公司资产负债率达 88%，剔除预收后的资产负债率为 57%；杠杆水平有所提升但仍可控。从债务结构来看，公司短期偿债压力较小，短期债务占比 28%（使用（短期借款+一年内到期的非流动负债）/（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券）计算得出）。我们使用货币保障系数（货币保障系数=货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债））衡量公司的偿债压力。截至 2019 年上半年，公司在手货币资金 552 亿元，短期债务 494 亿元，在手资金规模接近覆盖短期债务规模。截至 2019 年上半年，公司平均融资成本为 7.23%。

图 21：华夏幸福资产负债率及净负债率



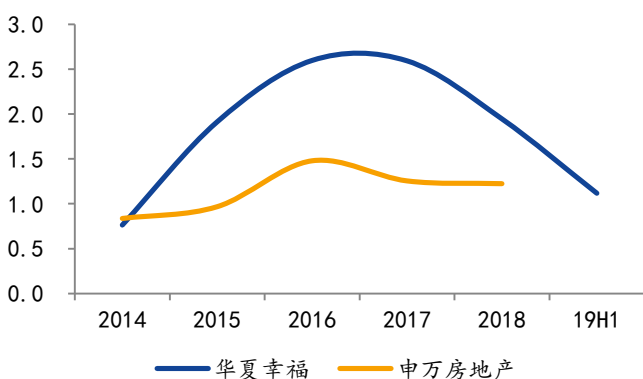
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：华夏幸福债务结构



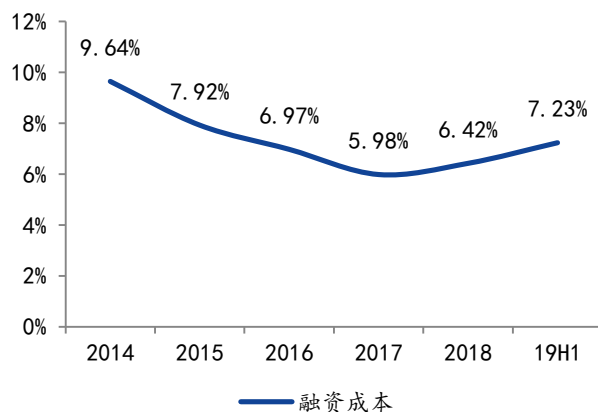
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23：华夏幸福及板块货币对短期债务的覆盖倍数



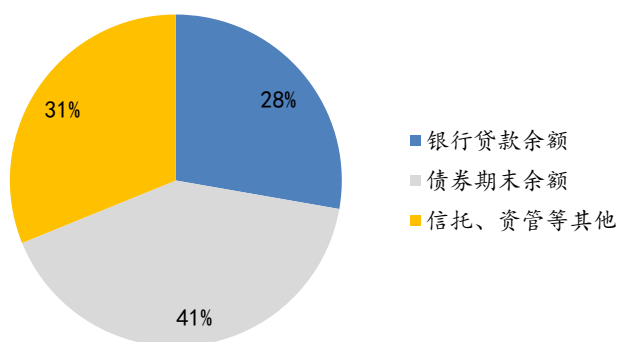
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（货币保障系数=货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债））

图 24：华夏幸福平均融资成本



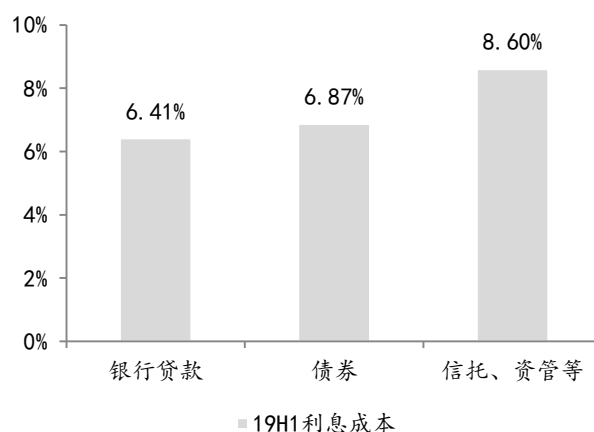
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25: 华夏幸福 2019H1 各渠道融资余额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 26: 华夏幸福 2019H1 各渠道融资成本



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 平安入股, 业绩承诺彰显公司发展信心

### 4.1. 平安入股, 资源效用再整合

2018年7月10日, 公司控股股东华夏控股与平安资管签订《股份转让协议》, 约定华夏控股通过协议转让方式, 向平安资管转让 5.82 亿股公司股份, 占公司总股本的 19.70%。转让价格为 23.655 元/股, 转让价款共计 137.7 亿元。本次权益变动后, 华夏控股及其一致行动人鼎基资本仍为公司第一大股东, 持股比例从 62.37% 下降为 42.67%。9月11日双方正式完成股份过户登记, 平安资管派驻两名董事。2019年2月, 公司继续向平安转让 5.69% 股份, 股权转让价款 42.0 亿元。中国平安持股比例上升至 25.25%, 目前平安为公司第二大股东。

表 4: 平安两次股权受让情况

时间	转让股份数 (百万股)	转让股权占比	转让单价 (元/股)	合计金额 (亿元)
2018年2月	582	19.70%	23.655	137.7
2019年2月	171	5.69%	24.597	42.0
合计	753	25.39%	23.76	179.7

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在平安目前入股的几家地产公司中, 华夏幸福的持股比例是最高的, 表明平安对公司产业新城运营模式的充分认可。公司引入平安有利于改善融资能力。此外, 平安集团

旗下具备平安不动产、平安银行等多个房地产上下游相关子公司，双方未来在业务深度合作深度上值得期待。

表 5：平安集团入股地产公司情况

入股时间	标的企业	目前持有股份（亿股）	持股比例
2015 年 4 月	碧桂园	19.51	9.01%
2015 年 10 月	绿景中国地产	3.00	6.07%
2015 年 11 月	朗诗绿色集团	3.27	6.92%
2017 年 7 月	旭辉控股集团	7.47	9.64%
2019 年 8 月	中国金茂	17.87	15.20%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

平安入股后公司融资端情况有所改善。2018 年公司累计发行超短融、公司债、私募债 183 亿元，平均加权票面利率 7.05%，而 2019 年以来公司累计发行超短融、公司债 35 亿元，票面利率为 5.5%，有明显改善。美元债方面，公司 18 年累计发行规模达 13.7 亿美元，平均 222 加权票面利率 8.15%；19 年至今再次发行 4 笔美元债，总规模达 16.3 亿美元。

表 6：2018 年至今公司境内融资情况

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模（亿元）	票面利率
011800385.IB	18 华夏幸福 SCP001	超短融资债券	2018-03-13	2018-09-09	15.00	6.2%
011800572.IB	18 华夏幸福 SCP002	超短融资债券	2018-03-29	2018-10-11	10.00	6.2%
143550.SH	18 华夏 01	一般公司债	2018-05-30	2022-05-30	24.75	6.8%
143551.SH	18 华夏 02	一般公司债	2018-05-30	2023-05-30	5.25	6.8%
143693.SH	18 华夏 03	一般公司债	2018-06-20	2022-06-20	20.00	7.2%
011801593.IB	18 华夏幸福 SCP003	超短融资债券	2018-08-22	2019-01-31	25.00	6.0%
150683.SH	18 华夏 04	私募债	2018-09-10	2021-09-10	13.00	7.4%
155103.SH	18 华夏 07	一般公司债	2018-12-20	2025-12-20	40.00	8.3%
155102.SH	18 华夏 06	一般公司债	2018-12-20	2023-12-20	30.00	7.0%
011900172.IB	19 华夏幸福 SCP001	超短融资债券	2019-01-18	2019-10-15	25.00	5.5%
155273.SH	19 华夏 01	一般公司债	2019-03-25	2024-03-25	10.00	5.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7：2018 年至今公司境外发行美元债情况

发行时间	类型	规模（亿美元）	发行利率	到期/期限
2018 年 6 月 22 日	美元债	2	9.00%	3 年
2018 年 8 月 1 日	美元债	2	9.00%	3 年
2018 年 9 月 3 日	美元债	1.1	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 9 月 11 日	美元债	1.2	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 10 月 3 日	美元债	1	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 10 月 11 日	美元债	0.7	6.50%	2020 年 12 月 21 日
2018 年 11 月 8 日	美元债	1	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 11 月 19 日	美元债	0.5	6.50%	2020 年 12 月 21 日
2018 年 11 月 30 日	美元债	1	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 12 月 12 日	美元债	0.5	6.50%	2020 年 12 月 21 日
2018 年 12 月 13 日	美元债	0.7	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 12 月 21 日	美元债	1.4	9.00%	2021 年 7 月 31 日
2018 年 12 月 27 日	美元债	0.6	6.50%	3 年
2019 年 2 月 4 日	美元债	1	6.50%	2020 年 12 月 21 日
2019 年 3 月 1 日	美元债	5.3	8.63%	2 年
2019 年 4 月 10 日	美元债	3.5	7.13%	3 年
2019 年 4 月 10 日	美元债	6.5	8.60%	3 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 三年业绩承诺，彰显业绩增长信心

平安入股公司，公司控股股东华夏控股就未来三年业绩增速做了如下承诺：

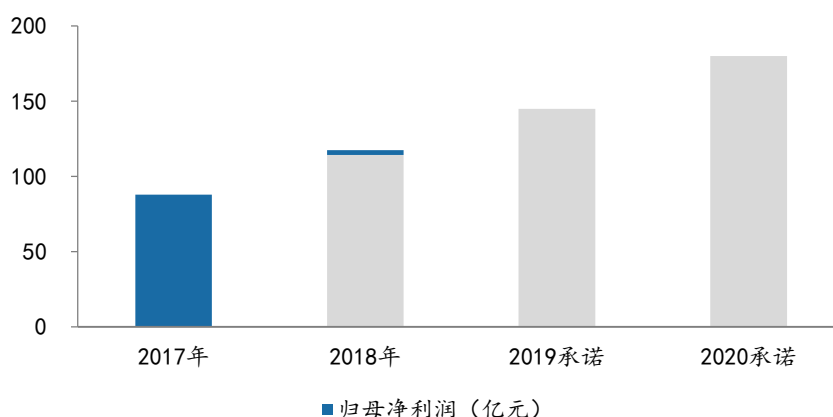
1) 以上市公司 2017 年度归母净利润为基数，华夏幸福 2018 年、2019 年、2020 年归母净利润增长率分别不低于 30%、65%、105%，即归母净利润分别达到不低于 114.15 亿元、144.88 亿元、180.01 亿元。（此次业绩承诺与之前的股权激励的业绩承诺一致，这也充分彰显公司对未来业绩持续高增长的信心）

2) 利润补偿期间（2018-2020 年），如出现任一会计年度的实际净利润小于上述预测利润的 95%，则华夏控股承诺对平安资管进行现金补偿，补偿金额的计算公式为：

当期补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实际净利润数) × 平安资管持有股份 25.25%，利润补偿期限内，已经补偿的金额不冲回。

2018 年公司已超额完成当年业绩承诺，最终实现归母净利润 117.46 亿元，同比增长 34%，未来业绩仍然具备一定保障。

图 27：控股股东承诺 2018-2020 年业绩承诺



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（灰色为承诺值）

### 4.3. 吴向东加盟担任高管，定位不动产开发、运营、管理平台

中国平安入股公司后，公司自身的管理架构也发生了部分调整，引入原华润集团高管吴向东担任首席执行官暨总裁。吴向东先生具备丰富商业运营能力，在 1993 年加入华润后，积极谋求“住宅+自持物业”的商业模式；2004 年 12 月，深圳首个真正意义上的购物中心万象城正式面世。深圳万象城的成功，带动了以万象城为主力品牌和主导产品的城市综合体“华润中心”在全国的复制。吴向东先生的到来，为华夏幸福打造综合不动产开发、运营及资产管理平台奠定了坚实基础。在 2018 年年报中，公司指出，公司在做强产业新城业务的基础上，探索开拓产业新城以外亦属于综合不动产的新业务领域。公司将增加商业办公及相关业务，如写字楼、商场等；并对康养、长租公寓等新型不动产业务保持探索。截至 2018 年末，公司商业运营面积 108 万平方米。

图 28：华夏幸福多元业务拓展情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 核心假设

我们对华夏幸福未来的盈利预测基于以下假设：

2019-2020 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。

华夏幸福在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，华夏幸福 2017、2018 年总预售额分别为 1522、1628 亿元，这些销售的产品将陆续在 2019-2020 年结算。

### 5.2. 盈利预测

我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 4.84、6.00、7.20 元人民币，对应 PE 分别为 5.60、4.51、3.76 倍。

表 8：华夏幸福 2019-2021 年盈利预测（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	83,799	106,362	133,325	160,954
同比	40.5%	26.9%	25.3%	20.7%
归母净利润	11,746	14,526	18,024	21,610
同比	33.8%	23.7%	24.1%	19.9%
每股收益（元）	3.91	4.84	6.00	7.20
P/E	6.92	5.60	4.51	3.76

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 9：华夏幸福 2019-2021 年分业务收入情况（百万元）

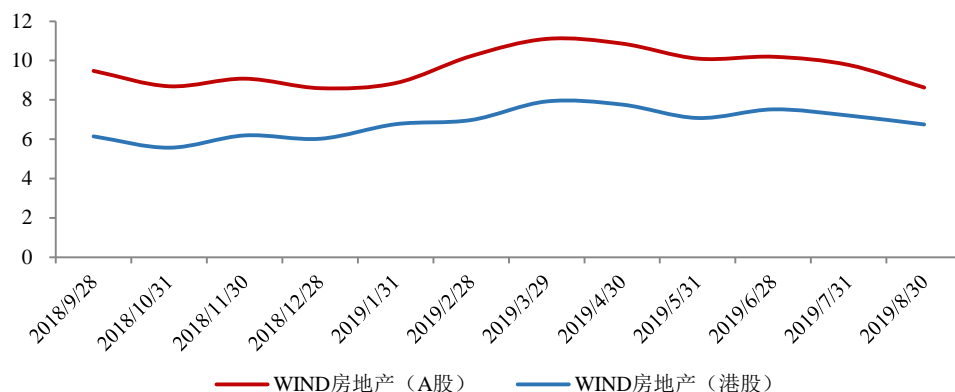
	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	83799	106362	133325	160954
同比	40.52%	26.93%	25.35%	20.72%
房地产开发	51547	66458	84014	103649
产业发展服务	23892	30582	38839	45441
土地整理	5331	5864	6451	7096
物业管理服务	796	1114	1560	2184
综合服务	350	367	386	405
基础设施建设	214	225	236	248
其他	1669	1752	1840	1932

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5.3. 估值

我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 4.84、6.00、7.20 元人民币，对应 PE 分别为 5.60、4.51、3.76 倍。

图 29：内地和香港市场房地产板块上市公司 PE 值走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：市盈率采用历史 TTM、整体法、剔除负债）

表 10：主要房企估值对比

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000002.SZ	万科 A	26.1	3.66	4.31	5.05	7.14	6.06	5.17
600048.SH	保利地产	14.4	2.10	2.63	3.15	6.85	5.47	4.57
001979.SZ	招商蛇口	19.5	2.39	2.87	3.44	8.15	6.79	5.67
600383.SH	金地集团	11.7	2.26	2.80	3.34	5.19	4.19	3.51
600606.SH	绿地控股	7.0	1.12	1.35	1.60	6.26	5.19	4.38
002146.SZ	荣盛发展	8.4	2.23	2.85	3.58	3.78	2.95	2.35
000961.SZ	中南建设	8.1	1.09	1.88	2.47	7.39	4.28	3.26
600466.SH	蓝光发展	6.1	1.13	1.53	1.83	5.40	3.99	3.33
2007.HK	碧桂园	9.9	1.94	2.29	2.63	5.11	4.33	3.78
1918.HK	融创中国	28.2	5.60	7.16	8.76	5.04	3.94	3.22
3333.HK	中国恒大	14.9	2.98	3.52	3.99	5.01	4.23	3.74
0960.HK	龙湖集团	26.3	3.11	3.87	4.76	8.47	6.80	5.53
0884.HK	旭辉控股	3.9	0.90	1.16	1.47	4.37	3.39	2.68

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所（备注：碧桂园、融创中国、中国恒大、龙湖集团盈利预测 EPS 均使用 Wind 一致预期，单位均为人民币。股价数据截至 2019 年 9 月 24 日。）

#### 5.4. 投资建议

十年探索，七年开拓，产业新城模式为王；华夏幸福逐渐由“以房养园”进入“以园促房”阶段，走向全国化布局，未来产业发展服务收入增速可观。平安战略入股将增强公司资金实力，未来业务深度合作值得期待。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 4.84、6.00、7.20 元人民币，对应 PE 分别为 5.60、4.51、3.76 倍，首次覆盖予以“买入”评级。



## 6. 风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

华夏幸福三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>367960</b>	<b>434354</b>	<b>473700</b>	<b>541711</b>	<b>营业收入</b>	<b>83799</b>	<b>106362</b>	<b>133325</b>	<b>160954</b>
现金	47282	55089	59060	62809	减:营业成本	48919	62881	80062	96170
应收账款	34438	36471	41956	45047	营业税金及附加	5360	7516	9485	11233
存货	254523	292273	323585	363344	营业费用	1882	2945	3343	4246
其他流动资产	31718	50521	49100	70511	管理费用	8045	10211	11733	14969
<b>非流动资产</b>	<b>41751</b>	<b>48120</b>	<b>54966</b>	<b>60904</b>	财务费用	963	1058	1026	1137
长期股权投资	4243	4427	4632	4844	资产减值损失	2525	2345	3478	3874
固定资产	5073	9043	13146	16990	加:投资净收益	1614	1935	2337	2569
在建工程	12663	13232	13924	14463	其他收益	101	106	111	117
无形资产	5343	6057	6897	7133	<b>营业利润</b>	<b>17871</b>	<b>21545</b>	<b>26745</b>	<b>32110</b>
其他非流动资产	14429	15361	16367	17473	加:营业外净收支	-440	-79	-110	-177
<b>资产总计</b>	<b>409712</b>	<b>482473</b>	<b>528666</b>	<b>602615</b>	<b>利润总额</b>	<b>17431</b>	<b>21466</b>	<b>26634</b>	<b>31933</b>
<b>流动负债</b>	<b>242595</b>	<b>309904</b>	<b>348491</b>	<b>419073</b>	减:所得税费用	5628	6869	8523	10219
短期借款	4182	4600	5060	5566	少数股东损益	57	70	87	105
应付账款	32938	42079	53434	61297	<b>归属母公司净利润</b>	<b>11746</b>	<b>14526</b>	<b>18024</b>	<b>21610</b>
其他流动负债	205475	263224	289997	352210	EBIT	23391	25076	29660	34357
<b>非流动负债</b>	<b>112401</b>	<b>106862</b>	<b>98834</b>	<b>83175</b>	EBITDA	25157	26607	31745	37018
长期借款	111109	106092	98013	82271					
其他非流动负债	1292	770	821	904	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>354996</b>	<b>416766</b>	<b>447324</b>	<b>502249</b>	每股收益(元)	3.91	4.84	6.00	7.20
少数股东权益	10939	11010	11097	11202	每股净资产(元)	11.58	15.22	20.40	26.70
归属母公司股东权益	43776	54697	70245	89164	发行在外股份(百万股)	3003	3002	3002	3002
<b>负债和股东权益</b>	<b>409712</b>	<b>482473</b>	<b>528666</b>	<b>602615</b>	ROIC(%)	8.8%	8.9%	9.8%	11.0%
					ROE(%)	21.6%	22.2%	22.3%	21.6%
					毛利率(%)	41.6%	40.9%	40.0%	40.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	14.0%	13.7%	13.5%	13.4%
经营活动现金流	-7428	16677	16565	24412	资产负债率(%)	86.6%	86.4%	84.6%	83.3%
投资活动现金流	-5017	-5534	-6126	-5521	收入增长率(%)	40.5%	26.9%	25.3%	20.7%
筹资活动现金流	-6490	-3336	-6467	-15141	净利润增长率(%)	33.8%	23.7%	24.1%	19.9%
现金净增加额	-18600	7807	3971	3749	P/E	6.92	5.60	4.51	3.76
折旧和摊销	1766	1531	2084	2661	P/B	2.34	1.78	1.33	1.01
资本开支	2988	5665	5448	4358	EV/EBITDA	7.22	6.58	5.30	4.14
营运资本变动	-24150	1900	-1860	1968					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

