

买入 维持

华夏幸福(600340)

2014年11月12日

打造通航联盟，经营模式再突破 ——构建产业共赢生态圈

2014年11月11日收盘价：28.15元
6个月目标价：38.36元

房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

华夏幸福基业股份有限公司间接全资子公司华夏幸福航空产业投资有限公司拟与北京通用航空有限公司、山东通用航空服务有限公司、湖北蔚蓝国际航空学校有限公司、上海捷德航空技术有限公司及北京华商创想科技有限公司建立“中国通用航空企业联盟”并签署《战略合作框架协议》。

投资建议：

打造通航战略联盟。华夏幸福本次牵手另5家企业，联合发起组建“中国通用航空企业联盟”。该联盟旨在快速实现通用航空全产业链布局，在各自领域中力争发展成为龙头企业，打造成为中国通航产业链中链条最完整、专业性最强、服务范围最大的通航服务和运营平台。

1) 通航产业前途广大。通用航空是指采用民用航空器进行公共航空运输以外的民用航空活动，低空空域（3000米以下）是通航飞行的主要范围，除公务飞行所使用的小型喷气式飞机外，其它通航业务所采用的飞机均飞行在低空空域。2010年起，我国在9个试点区域试行了将低空空域划分为管制空域、监视空域和报告空域三类的做法，目前改革试点工作正在进行中。根据中国科协、中国航空学会、通用航空专家委员会预测：未来10年我国通用航空飞机需求量约10000架。中国现有通航机场仅399个，未来10年对于通航机场的需求将达到3000个。

2) 产业持续升级，中长期成长能力优越。我们在此前报告中反复强调公司发展特点不仅仅是外延式区域扩张，内涵式产业升级将成为后期华夏幸福重要发展亮点。年初至今，公司已连续导入工信国际、卫星导航产业港、电商物流和北斗导航产业等。本次牵手构建通航联盟将为华夏幸福后期切入高端制造和军工产业奠定坚实基础。本次同盟形成后，华夏幸福下属20个园区如何与联盟成员有效对接将成为后期焦点。

联盟模式，构建产业共赢生态圈。与产业上下游龙头企业相互建立产业联盟属公司首次尝试，有利于形成闭环生态并加速异地复制。我们认为该模式核心意义在于：1) 具备闭环效应，同盟内和同盟外成员在信息交换、资源共享和协同发展等问题上具备差异；以上差异将使得公司和企业之间保持更强粘性；2) 进一步强化华夏幸福平台属性和轻资产特征。我们认为同盟建立之后，幸福将更大程度成为企业和政府之间的对接平台。公司面向政府和非同盟企业的谈判能力将极大程度加强；3) 同盟模式具备可复制性。一旦该模式成熟后，预计公司将在多产业链进行推广，从而造成较强进入比例。

重申对华夏幸福未来发展强烈看好。投资建议：维持“买入”评级。公司基本面优异，不仅销售明显超市场预期，而且优于同业企业。产业新城业务方面，公司战略布局顺应国家区域发展规划的主导方向，坚持聚焦大北京，做大环上海，战略布局环沈阳，与国家重点区域振兴规划和发展战略完全符合。一旦未来相关政策落实，公司将进入新一轮成长快车道。公司同时属“沪港通”主题中产业新城唯一标的。考虑海外资金对产业地产关注度不断升温，公司股东结构有望进一步改善。公司前三季度销售优异，全年500亿销售有望顺利完成。以上基本面事实使得公司具备较强估值切换能力。预计公司2014和2015年每股收益分别是2.74和3.85元。截至11月11日，公司股价28.15元对应2014和2015年PE在10.27和7.31倍。考虑公司产业地产模式A股唯一，业绩锁定增速和锁定程度业内排名优异，给予公司2014年14倍市盈率，对应股价38.36元，维持“买入”评级。

主要内容：

1、打造通航战略联盟。华夏幸福本次牵手另 5 家企业，联合发起组建“中国通用航空企业联盟”。该联盟旨在快速实现通用航空全产业链布局，在各自领域中力争发展成为龙头企业，打造成为中国通航产业链中链条最完整、专业性最强、服务范围最大的通航服务和运营平台。

表 1 公司本次框架协议合作内容

协议各方	华夏幸福航空产业投资有限公司	致力于航空产业园的投资开发与建设发展
	北京通用航空有限公司	北京市发展通用航空产业的实体公司
	山东通用航空服务有限公司	国内优秀民营通航运营企业，以农业和林业的农化作业为主，兼有航拍航测、森林防火、紧急救援等通航运营业务。
	湖北蔚蓝国际航空学校有限公司	国内第二大飞行员培训学校
	上海捷德航空技术有限公司	航空器销售、租赁、专业人员培训、通航运营支持、航材航油设备及相关配套服务销售
	北京华商创想科技有限公司	整合航空行业资源的专业信息化企业，长期经营信息化服务和电子商务领域业务
合作宗旨	1. 联合打造通航全产业链布局	协议各方联合发起组建“中国通用航空企业联盟”，快速实现通用航空全产业链布局，在各自领域中力争发展成为龙头企业，打造成为中国通航产业链中链条最完整、专业性最强、服务范围最大的通航服务和运营平台。
	2. 联合打造通航产业园区与通航小镇	联盟成员合作寻求通航产业联合落脚点，围绕北京通用航空区域制造交付中心项目，联盟成员企业合作建设并入驻地方性通航产业园
合作内容	1. 内部相互支持	联盟成员企业间内部资源共享。联盟成员共同合作的项目的选址及具体合作方式将由联盟成员企业共同协商，兼顾各方利益，实现相互支持，共赢发展。
	2. 共享发展政策	联盟争取获得针对通航项目的土地、税收、阶段性补贴及国家和当地政府对产业、人才等相关政策的支持。
	3. 建设通航园区	计划在 2015 年至 2020 年间，在全国范围内开发、建设和运营集飞机制造、交付、销售、维修、运营、服务等一体化的通航产业园区。
	4. 打造通航网络	共同打造覆盖全国的通用航空运营业务体系
组织机构和议事机制	联盟设立理事会，由联盟各成员企业各指派 2 人组成，主要负责推动联盟日常内外事务。	

资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

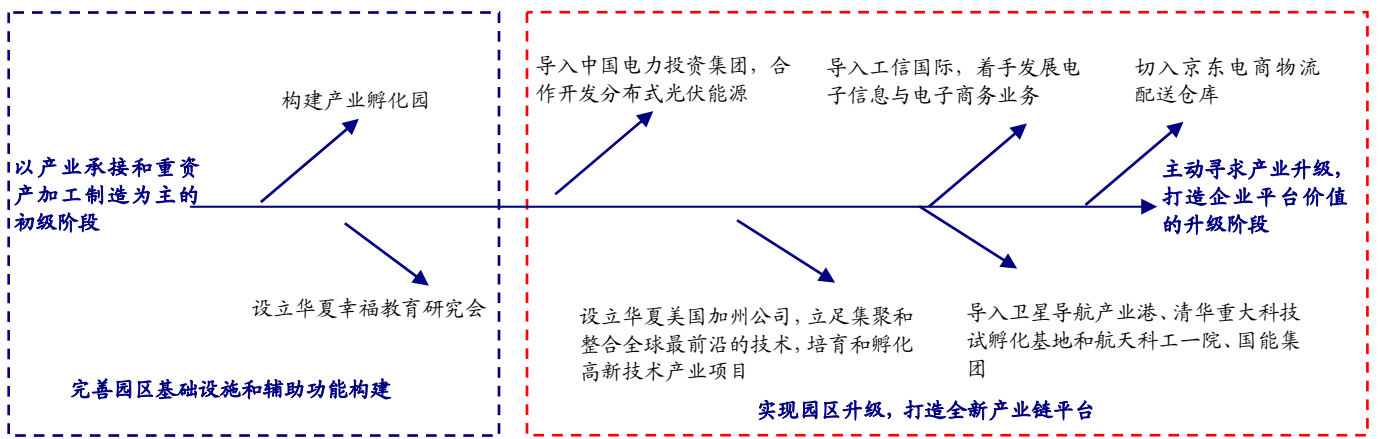
我们认为联盟成员企业间建立长期、稳定、全面的战略合作伙伴关系，有利于未来开展多种合作模式，实现相互支持和优势互补。此外，在优化配置地方政府、民航局及资本市场等要素资源；在品牌提升、市场推广、业务拓展及专业人才培养等方面联盟成员可以实现合作共赢，力争在中国通航网络建设和产业发展中起主导作用。

1) 通航产业前途广大。通用航空是指采用民用航空器进行公共航空运输以外的民用航空活动，低空空域（3000 米以下）是通航飞行的主要范围，除公务飞行所使用的小型喷气式飞机外，其它通航业务所采用的飞机均飞行在低空空域。2010 年起，我国在 9 个试点区域试行了将低空空域划分为管制空域、监视空域和报告空域三类的做法，目前改革试点工作正在进行中。

根据中国科协、中国航空学会、通用航空专家委员会预测：未来 10 年我国通用航空飞机需求量约 10000 架。中国现有通航机场仅 399 个，未来 10 年对于通航机场的需求将达到 3000 个。除此之外，北京已编制完成北京市通用航空发展规划，要在未来五至十年内将北京打造成为具有国际先进水平的通用航空研发高地和高端制造的重要承载区，形成经济规模达 3000 亿元的战略性新兴产业。我们认为通航领域属市场发展方向，公司尽早切入将抢占战略制高点。

2) 产业持续升级，中长期成长能力优越。我们在此前报告中反复强调公司发展特点不仅仅是外延式区域扩张，内涵式产业升级将成为后期华夏幸福重要发展亮点。年初至今，公司已连续导入工信国际、卫星导航产业港、电商物流和北斗导航产业等。本次牵手构建通航联盟将为华夏幸福后期切入高端制造和军工产业奠定坚实基础。

图 1 公司处在产业升级，平台构建的加速阶段

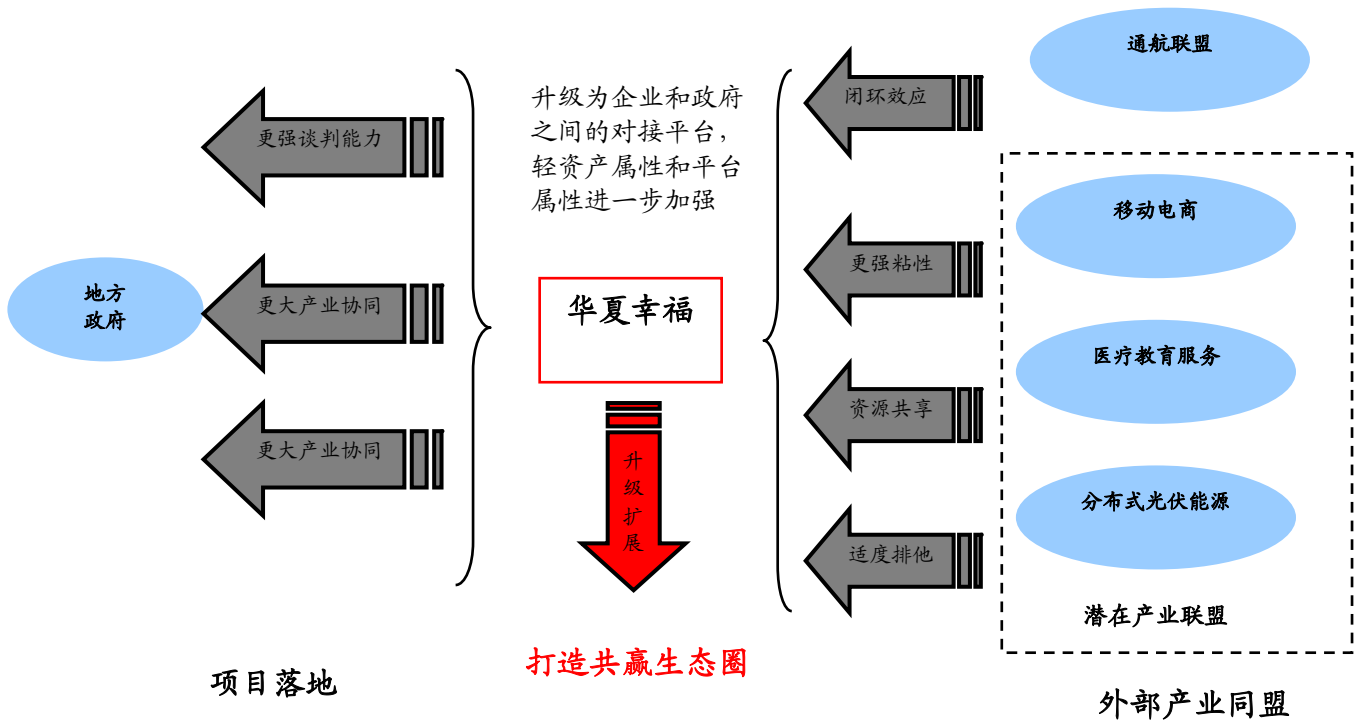


资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

本次同盟形成后，华夏幸福下属 20 个园区如何与联盟成员有效对接将成为后期焦点。

2、联盟模式，构建产业共赢生态圈。与产业上下游龙头企业相互建立产业联盟属公司首次尝试，有利于形成闭环生态并加速异地复制。我们认为该模式核心意义在于：1) 具备闭环效应，同盟内和同盟外成员在信息交换、资源共享和协同发展等问题上具备差异；以上差异将使得公司和企业之间保持更强粘性；2) 进一步强化华夏幸福平台属性和轻资产特征。我们认为同盟建立之后，幸福将更大程度成为企业和政府之间的对接平台。公司面向政府和同盟企业的谈判能力将极大程度加强；3) 同盟模式具备可复制性。一旦该模式成熟后，预计公司将在多产业链进行推广，从而造成较强进入比例。

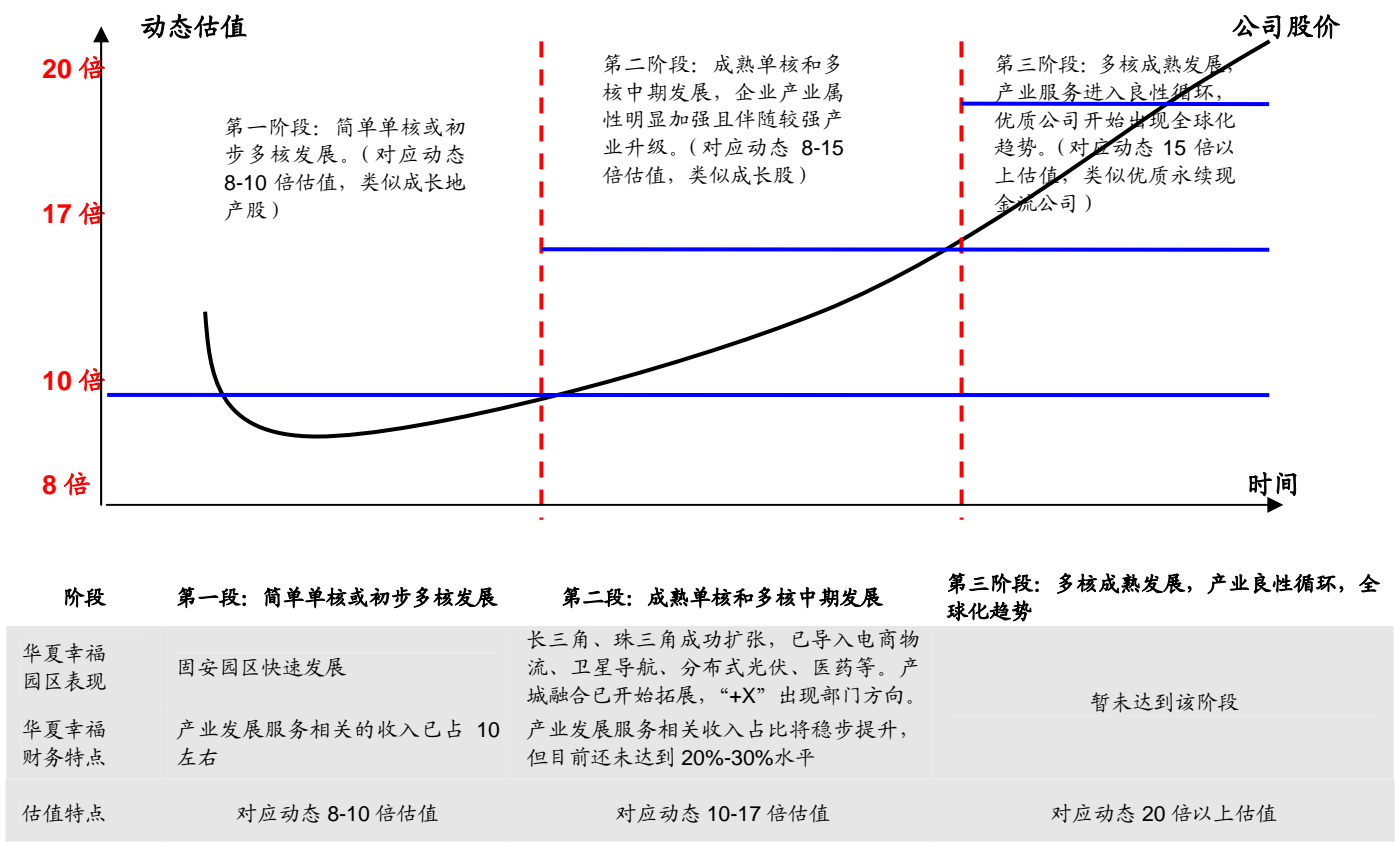
图 2 华夏幸福的联盟模式



资料来源：海通证券研究所

3、重申公司处海通产业地产估值第二阶段。根据海通证券产业地产估值三阶段模型。我们认为认为华夏幸福处于产业地产第二阶段中期，即成熟单核和多核发展起步、异地复制成功、产业升级开始。此外公司属于产城融合模式，较单纯产业地产应享受一定溢价。公司平台属性是超越产业地产第二阶段的关键，10到17倍之间估值属于合理范围。

图3 海通产业地产估值模型中华夏幸福所处阶段



资料来源：海通证券研究所

4、投资建议：维持“买入”评级。公司基本面优异，不仅销售明显超市场预期，而且优于同业企业。产业新城业务方面，公司战略布局顺应国家区域发展规划的主导方向，坚持聚焦大北京，做大环上海，战略布局环沈阳，与国家重点区域振兴规划和发展战略完全符合。一旦未来相关政策落实，公司将进入新一轮成长快车道。公司同时属“沪港通”主题中产业新城唯一标的。考虑海外资金对产业地产关注度不断升温，公司股东结构有望进一步改善。公司前三季度销售优异，全年500亿销售有望顺利完成。以上基本面事实使得公司具备较强估值切换能力。预计公司2014和2015年每股收益分别是2.74和3.85元。截至11月11日，公司股价28.15元对应2014和2015年PE在10.27和7.31倍。考虑公司产业地产模式A股唯一，业绩锁定增速和锁定程度业内排名优异，给予公司2014年14倍市盈率，对应股价38.36元，维持“买入”评级。

风险提示：行业基本面下行风险。

损益表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	12,077	21,060	26,571	30,651	36,636
增长率 (%)	55.0	74.4	26.2	15.4	19.5
营业成本	-7,288	-13,939	-15,917	-17,804	-20,301
营业成本/销售收入 (%)	60.3	66.2	59.9	58.1	55.4
毛利	4,789	7,121	10,654	12,847	16,335
毛利率 (%)	39.7	33.8	40.1	41.9	44.6
营业税金及附加	-785	-1,413	-3,075	-3,238	-3,604
营业税金及附加/销售收入 (%)	6.5	6.7	11.6	10.6	9.8
营业费用	-718	-873	-1,105	-1,226	-1,465
营业费用/销售收入 (%)	5.9	4.1	4.2	4.0	4.0
管理费用	-777	-1,151	-1,220	-1,226	-1,608
管理费用/销售收入 (%)	6.4	5.5	4.6	4.0	4.4
息税前利润 (EBIT)	2,509	3,684	5,254	7,157	9,657
EBIT/销售收入 (%)	20.8	17.5	19.8	23.3	26.4
财务费用	18	-115	-499	-490	-465
财务费用/销售收入 (%)	-0.2	0.5	1.9	1.6	1.3
资产减值损失	-11	-13	0	0	-1,410
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	25	10	30	30
投资收益/税前利润 (%)	—	0.7	0.2	0.4	0.4
营业利润	2,515	3,581	4,765	6,697	7,812
营业利润率 (%)	20.8	17.0	17.9	21.8	21.3
营业外收支	5	5	0	0	0
税前利润	2,520	3,586	4,765	6,697	7,812
利润率 (%)	20.9	17.0	17.9	21.8	21.3
所得税	-653	-900	-1,096	-1,540	-1,797
所得税率 (%)	25.9	25.1	23.0	23.0	23.0
净利润	1,867	2,686	3,669	5,157	6,015
少数股东损益	83	-29	43	60	70
归属于母公司的净利润	1,784	2,715	3,626	5,096	5,945
净利率 (%)	14.8	12.9	13.6	16.6	16.2

现金流量表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,867	2,686	3,669	5,157	6,015
少数股东损益	0	0	43	60	70
非现金支出	57	79	17	17	1,426
非经营收益	48	-3	591	571	571
营运资金变动	-1,754	-6,237	-2,376	-2,591	-5,417
经营活动现金净流	218	-3,474	1,944	3,213	2,666
资本开支	453	714	2	6	7
投资	-2,187	-1,987	-324	0	0
其他	0	-374	10	30	30
投资活动现金净流	-2,640	-3,076	-316	24	23
股权募资	0	3,198	0	0	0
债权募资	5,158	9,659	0	-1	-2
其他	-997	-1,752	-601	-601	-601
筹资活动现金净流	4,161	11,105	-601	-602	-603
现金净流量	1,738	4,554	1,027	2,635	2,086

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	5,556	9,944	10,928	13,503	15,519
应收款项	1,412	1,744	1,121	1,277	1,533
存货	32,280	54,058	62,627	67,058	72,709
其他流动资产	2,675	3,603	4,963	4,860	4,875
流动资产	41,924	69,348	79,639	86,698	94,635
流动资产/总资产 (%)	97.1	93.6	94.0	94.5	95.0
长期投资	134	236	342	342	342
固定资产	913	2,098	278	270	263
固定资产/总资产 (%)	2.1	2.8	0.3	0.3	0.3
无形资产	86	352	73	70	68
非流动资产	1,270	4,745	2,752	2,741	2,732
非流动资产/总资产 (%)	2.9	6.4	3.2	3.0	2.7
资产总计	43,193	74,094	84,685	91,733	99,661
短期借款	2,598	9,802	9,802	9,801	9,799
应付款项	28,743	43,707	50,916	52,765	54,619
其他流动负债	605	882	603	647	707
流动负债	31,945	54,390	61,321	63,213	65,125
长期贷款	5,228	7,304	7,304	7,304	7,304
其他长期负债	1,059	2,420	2,420	2,420	2,420
负债	38,235	64,139	71,044	72,936	74,848
普通股股东权益	4,316	6,650	10,293	15,389	21,334
少数股东权益	642	3,305	3,348	3,408	3,478
负债股东权益合计	43,193	74,094	84,685	91,733	99,661

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.348	2.052	2.741	3.853	4.494
每股净资产	4.894	5.027	7.780	11.633	16.127
每股经营现金净流	0.247	-2.626	1.437	2.383	1.962
每股股利	0.230	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)					
净资产收益率	41.3	40.8	35.2	33.1	27.9
总资产收益率	4.1	3.7	4.3	5.6	6.0
投入资本收益率	35.3	21.8	27.0	32.4	37.1
增长率 (%)					
营业总收入增长率	55.0	74.4	26.2	15.4	19.5
EBIT增长率	43.5	46.8	42.6	36.2	34.9
净利润增长率	30.6	52.2	33.6	40.5	16.7
总资产增长率	56.6	71.5	14.3	8.3	8.6
资产管理能力(天)					
应收账款周转天数	15.3	13.6	14.2	14.0	14.0
存货周转天数	2,455.4	957.6	1,435.5	1,374.1	1,306.8
应付账款周转天数	61.9	53.2	46.1	38.5	31.0
固定资产周转天数	6.3	8.4	6.8	2.7	2.1
偿债能力 (%)					
净负债/股东权益	45.8	71.9	45.3	19.2	6.4
EBIT利息保障倍数(倍)	-137.9	32.1	10.5	14.6	20.8
资产负债率	88.5	86.6	83.9	79.5	75.1

信息披露

分析师声明

涂力磊、谢盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。