

买入 维持

华夏幸福(600340)

2014年11月28日

顺应工业 4.0，产业升级最强音 ——“产业联盟”实现跨产业复制

2014年11月27日收盘价：34.06元
6个月目标价：46.2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与北方导航科技集团有限公司为加快推进双方在北斗导航技术、车联网、无人智能装备、军民融合垂直电商等产业领域的全面合作，建立战略合作关系，并签署《战略合作框架协议》。同时，公司审议通过了《关于与北京京东世纪贸易有限公司签署<战略合作框架协议>的议案》。

投资建议：

沿工业 4.0 方向，实现产业升级最强音。我们在今年 5 月发布的公司近 50 页深度报告《幸福三段论：产业制胜，平台为王——关于公司的四个“不一样”理解》（强烈推荐，有信心是现有最好的产业地产报告！）中强调公司目前正处在生产制造类园区发展第二阶段——异地复制，产业升级。**报告认为华夏幸福的产业属性将不断加强，甚至超越地产属性本身。公司年初至今发展与我们此前预期一致。华夏幸福正走在提升产业服务能力、加大与产业公司关联，逐步形成更强市场化竞争力阶段。**从全年至今所引入产业和合作发展方向看，基本涵盖物联网、车联网、智慧物流、低空飞行、北斗导航和跨境电商等领域。**我们认为华夏幸福作为生产制造类园区载体，大力拓展和开发以上工业 4.0 支柱和配套性产业，将有利顺应时代潮流，拓展企业未来发展空间。**

拓展京东、北方导航，园区发展再升级。1) 牵手京东，推动智慧物流。双方战略合作拟未来为制造商、零售商、电子商务企业和第三方物流公司提供基于云计算、大数据、物联网的智慧物流，智能供应链解决方案。同时京东拟在园区（固安、香河）投资建设“京东电商运营中心”项目。各期项目的建设期不得超过两年，一期项目应在 2016 年完成建设。**2) 导入北方导航科技集团，切入车联网、无人智能装备、军民融合电商三大产业。**北方导航集团就发展业务在华夏幸福的产业新城区域内建立产业园区，带动华夏幸福区域产业发展；同时华夏幸福通过发挥自身专业经营优势，盘活北方导航集团全国的土地资源，激活资产，助推其产业发展。

“产业联盟”实现跨产业复制。本次两家企业战略合作是公司继打造通航产业联盟之后，运用产业联盟新方法打造产业集群的成功复制。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；**4) 同盟形成后将更加体现公司市场化属性，形成更强市场化竞争力，促成公司从园区代表向企业代表转型。**

重申公司处海通产业地产估值第二阶段，公司正从地产模式转型为服务模式，未来将持续享受估值溢价。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。

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。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 27 日，公司股价 34.06 元对应 2014 和 2015 年 PE 在 12.43 和 8.85 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 2015 年 12 倍市盈率，对应股价 46.2 元，维持“买入”评级。

主要内容：
1、沿工业 4.0 方向，实现产业升级最强音。

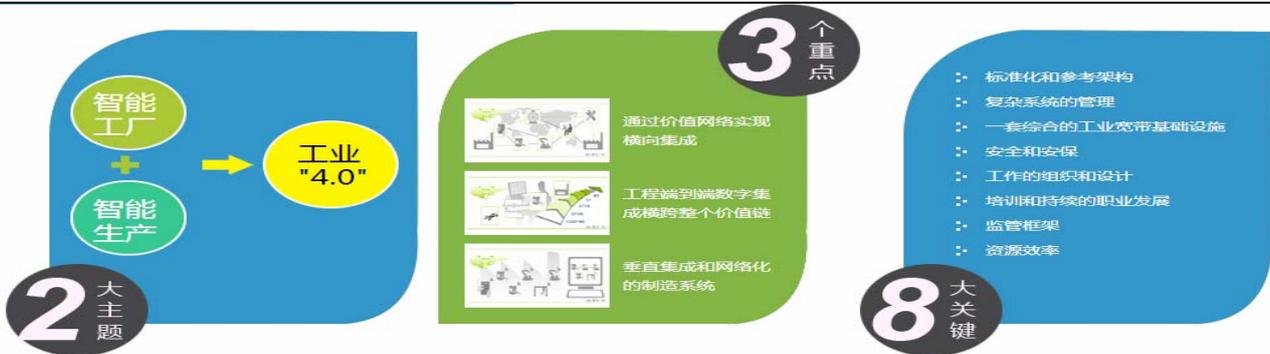
1) 产业属性再度加强。我们在今年五月发布的公司近 50 页深度报告《幸福三段论：产业制胜，平台为王——关于公司的四个“不一样”理解》（强烈推荐，有信心是现有最好的产业地产报告！）中强调公司目前正处在生产制造类园区发展第二阶段——异地复制，产业升级。未来很长一段时间，华夏幸福的产业属性将不断加强，甚至超越地产属性本身。从公司年初至今的重大合作共建项目看，公司发展与我们此前预期一致。华夏幸福正走在提升产业服务能力、加大与产业公司关联，逐步减弱依赖园区管委会市场化发展阶段。

表 1 公司 2014 年重大合作项目

合作企业	合作方向	海通报告和观点
京东	为制造商、零售商、电子商务企业和第三方物流公司提供基于云计算、大数据、物联网的智慧物流，智能供应链解决方案，打造电商行业综合产业园生态圈	《顺应工业 4.0，产业升级最强音》
北方导航科技集团	促成双方在北斗车联网产业、无人装备产业、军民融合垂直电商平台等三个领域内的合作	《顺应工业 4.0，产业升级最强音》
北京通用航空有限公司等 5 家企业	联合发起组建“中国通用航空企业联盟”	《打造通航联盟，经营模式再突破——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。
中国航天科工信息技术研究院	在全国范围内推动航天科工物流、智能交通、北斗导航等相关产业落地、孵化	《牵手航天科工院，导入北斗和智慧物流产业》，
清华发展研究院	运营“清华大学重大科技项目（固安）中试孵化基地”	《签订清华孵化基地，“127 号”文对公司利大于弊》
国能集团	为公司产业新城平台接入和复制基于北斗系统的新能源产业链项目奠定坚实基础	《国能集团战略合作，新能源产业再升级》
园区管委会	共同开发固安卫星导航产业港	《切入卫星导航产业园，产业升级再迈一步》
工业和信息化部国际经济技术合作中心	共同推进位于华夏幸福产业新城园区的跨境电子商务共建试验区建设	《迈向打造全新产业链重要时期——导入工信国际，平台价值突显》
APG-ALARM-ASIA	在无锡（南长）国家传感信息中心共建智能家居产业园	《美国硅谷孵化器成功项目导入，签约 APG-ALARM-ASIA》，本次战略合作是华夏幸福美国硅谷高新科技孵化器，将海外优质高科技项目导入国内产业新城的成功实践，标志着公司产业发展服务能力取得质的飞跃。

资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

2) 沿工业 4.0 方向实现生产制造类园区升级。所谓“工业 4.0”主要指两大主题，一是“智能工厂”，重点研究智能化生产系统及过程，以及网络化分布式生产设施的实现；二是“智能生产”，主要涉及整个企业的生产物流管理、人机互动以及 3D 技术在工业生产过程中的应用等。

图 1 工业 4.0 模式


资料来源：数字化企业网、海通证券研究所

从全年至今所引入产业和合作发展方向看，基本涵盖物联网、车联网、智慧物流、低空飞行、北斗导航和跨境电商等领域。我们认为华夏幸福作为生产制造类园区载体，大力拓展和开发以上工业 4.0 支柱和配套性产业，将有利顺应时代潮流，拓展企业未来发展空间。

2、拓展京东、北方导航，园区发展再升级

1) 牵手京东，推动智慧物流。 双方战略合作拟未来为制造商、零售商、电子商务企业和第三方物流公司提供基于云计算、大数据、物联网的智慧物流，智能供应链解决方案。双方合作打造电商行业综合产业园生态圈，形成平台化电商合作生态系统的产业集群。同时京东拟在园区（固安、香河）投资建设“京东电商运营中心”项目。各期项目的建设期不得超过两年，一期项目应在 2016 年完成建设。

表 2 公司与京东合作情况

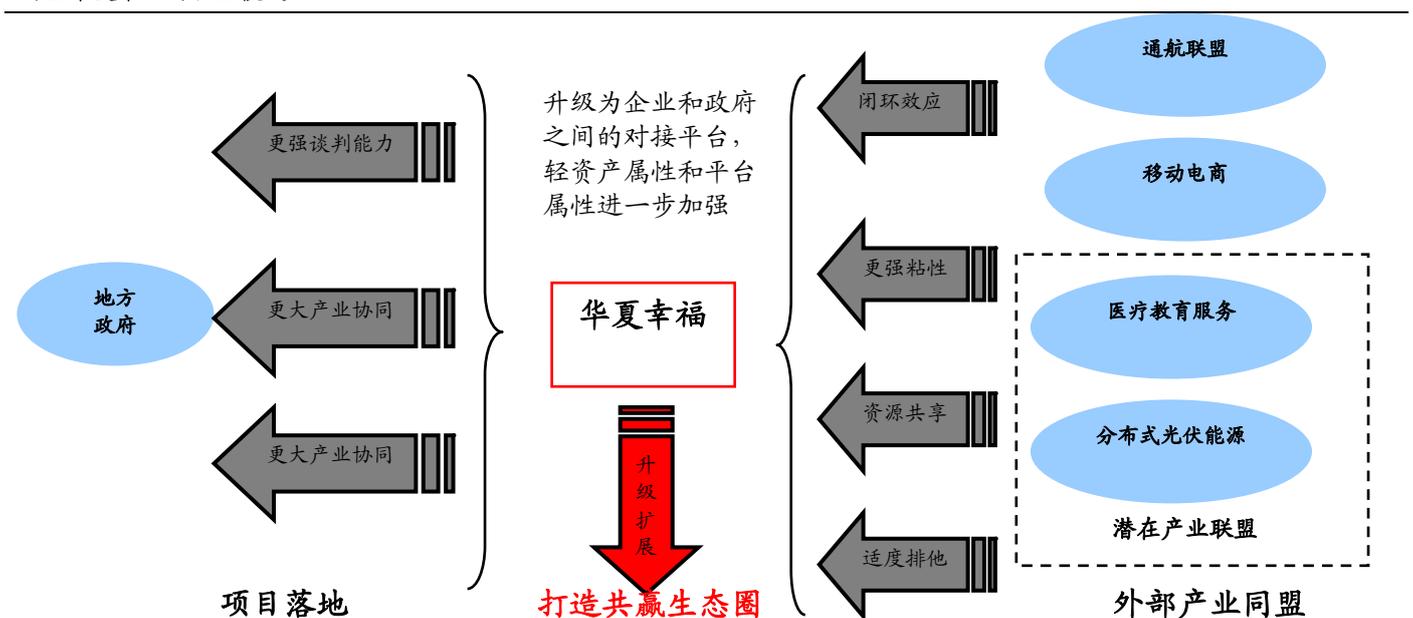
合作宗旨	通过双方多方位的紧密合作，打造诚信、创新、双赢、可持续发展的战略合作伙伴关系
合作目标	通过本次战略合作，甲乙双方可以在传统电商领域探索新的合作模式，树立电商产业新标杆，打造现代化电商综合产业园，形成电商产业集群，创造更大的商业价值。
合作内容	以建设现代化电商智能物流为重要抓手，打造多个专业化“电商综合产业园”。乙方将作为龙头企业率先进驻，并将协助甲方对行业上下游进行整合、招商、产业园入驻，实现产业链合理布局，降低成本，提高收益。
合作方式	双方结为紧密的产业联盟式战略合作伙伴关系，利用各自的资源优势和品牌优势，将上述现代化电商综合产业园在全国范围内进行复制开发，建立智能仓储物流网络。

资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

2) 导入北方导航科技集团，切入车联网、无人智能装备、军民融合电商三大产业。 根据合同约定，双方将在 1) 基于北斗技术的车联网产业；2) 基于无人智能技术的无人装备产业；3) 新型的军民融合垂直电商平台展开合作。公司将支持和配合北方导航集团完善以上合作业务的商业计划书，并形成系统的产业发展方向和业务，北方导航集团就发展业务在华夏幸福的产业新城区域内建立产业园区，带动华夏幸福区域产业发展；同时华夏幸福通过发挥自身专业经营优势，盘活北方导航集团全国的土地资源，激活资产，助推其产业发展。

3、“产业联盟”实现跨产业复制。 本次两家企业战略合作是公司继打造通航产业联盟之后，运用产业联盟新方法打造产业集群的成功复制。公司通过与电商产业龙头企业建立产业联盟式战略合作伙伴关系，能够捆绑式地在公司受托开发区域、京东布局区域以及其他新区域复制开发现代化电商综合产业园，快速聚拢电商产业链上各环节的企业资源，从而高效打造电商合作产业生态圈并快速形成巨大产值，为电商产业链的创新发展提供有力的保障。这一合作充分印证产业联盟的产业发展新模式具有可复制性，未来还有望在更多新兴产业继续复制，并在全国范围进行复制开发。

图 2 华夏幸福的联盟模式

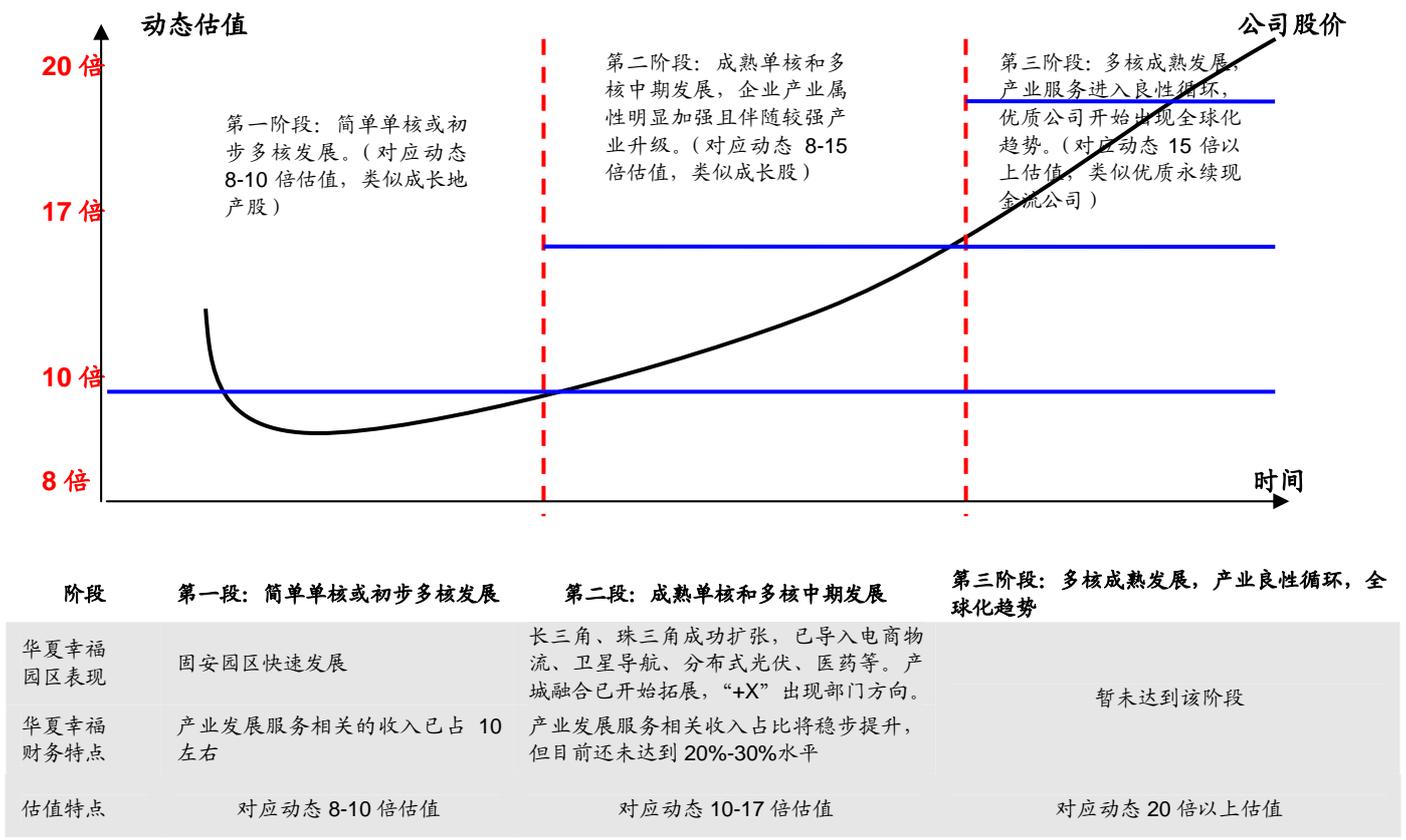


资料来源：海通证券研究所

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；4) 同盟形成后将更加体现公司市场化属性，形成更市场化竞争力，促成公司从园区代表向企业代表转型。

4、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

5、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27日，公司股价34.06元对应2014和2015年PE在12.43和8.85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2015年12倍市盈率，对应股价46.2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	25,980	30,799	36,035
增长率 (%)	55.0	74.4	23.4	18.5	17.0
营业成本	-7,288	-13,939	-14,309	-16,558	-18,320
营业成本/销售收入 (%)	60.3	66.2	55.1	53.8	50.8
毛利	4,789	7,121	11,671	14,241	17,715
毛利率 (%)	39.7	33.8	44.9	46.2	49.2
营业税金及附加	-785	-1,413	-4,142	-4,609	-5,019
营业税金及附加/销售收入 (%)	6.5	6.7	15.9	15.0	13.9
营业费用	-718	-873	-1,081	-1,232	-1,441
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	-1,192	-1,232	-1,582
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	5,257	7,168	9,673
EBIT/销售收入 (%)	20.8	17.5	20.2	23.3	26.8
财务费用	18	-115	-499	-502	-503
财务费用/销售收入 (%)	-0.2	0.5	1.9	1.6	1.4
资产减值损失	-11	-13	0	0	-1,387
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	4,768	6,695	7,813
营业利润率 (%)	20.8	17.0	18.4	21.7	21.7
营业外收支	5	5	0	0	0
税前利润	2,520	3,586	4,768	6,695	7,813
利润率 (%)	20.9	17.0	18.4	21.7	21.7
所得税	-653	-900	-1,097	-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	3,671	5,156	6,016
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	3,628	5,095	5,946
净利率 (%)	14.8	12.9	14.0	16.5	16.5

现金流量表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,867	2,686	3,671	5,156	6,016
少数股东损益	0	0	43	60	70
非现金支出	57	79	17	17	1,403
非经营收益	48	-3	591	571	571
营运资金变动	-1,754	-6,237	-3,615	-5,175	-6,735
经营活动现金净流	218	-3,474	707	628	1,326
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	-210	50	746

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	9,691	9,680	10,356
应收款项	1,412	1,744	1,096	1,283	1,508
存货	32,280	54,058	63,993	70,898	77,945
其他流动资产	2,675	3,603	4,607	4,671	4,597
流动资产	41,924	69,348	79,387	86,533	94,406
流动资产/总资产 (%)	97.1	93.6	94.0	94.5	94.9
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	3.3	3.0	2.7
资产总计	43,193	74,094	84,432	91,568	99,432
短期借款	2,598	9,802	9,802	9,801	9,799
应付款项	28,743	43,707	50,679	52,608	54,409
其他流动负债	605	882	586	638	687
流动负债	31,945	54,390	61,066	63,047	64,894
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	70,790	72,770	74,618
普通股股东权益	4,316	6,650	10,295	15,390	21,336
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	84,432	91,568	99,432

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.348	2.052	2.743	3.852	4.494
每股净资产	4.894	5.027	7.782	11.634	16.128
每股经营现金净流	0.247	-2.626	0.502	0.429	0.949
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	25.4	27.7	31.0
增长率 (%)					
营业总收入增长率	55.0	74.4	23.4	18.5	17.0
EBIT增长率	43.5	46.8	42.7	36.4	35.0
净利润增长率	30.6	52.2	33.6	40.4	16.7
总资产增长率	56.6	71.5	14.0	8.5	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	887.6	1,631.6	1,562.2	1,552.4
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	7.0	2.7	2.2
偿债能力 (%)					
净负债/股东权益	45.8	71.9	54.4	39.5	27.2
EBIT利息保障倍数(倍)	-137.9	32.1	10.5	14.3	19.2
资产负债率	88.5	86.6	83.8	79.5	75.0

信息披露

分析师声明

涂力磊：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。