

买入 维持

华夏幸福(600340)

2015年1月7日

## 联合清华，打造中国“斯坦福+硅谷”模式

2015年1月6日收盘价：42.67元

6个月目标价：53.9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：

1月5日，华夏幸福基业股份有限公司与清华大学签署了《战略合作协议》，明确了公司与清华大学的合作关系及双方合作对接单位。在该协议的基础上，公司与清华大学委派的对接单位清华大学（技术转移研究院）就联合建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”签署《联合建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”合作协议书》。

## 投资建议：

再度牵手清华大学，打造“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”。双方以联合研究中心为载体，在节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等领域开展科技攻关合作，华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育。

打造中国的“斯坦福+硅谷”模式。本次与清华大学在产业技术研究与转化、产业政策研究合作、人才培养等方面建立战略合作关系和长效合作机制，将大力提升华夏幸福的自主创新能力，促进科研成果转化和创新型人才引进，加速推进产业发展服务业务模式向创新孵化型升级。

1) 合作是公司产业发展服务业务模式向创新孵化升级的重要体现。华夏幸福的产业发展服务已逐步优化形成传统转移类、产业联盟类和创新孵化类的多层次业务模式。从2014年2月美国硅谷孵化器开园，到2014年5月清华大学重大科技项目中试孵化基地落户固安，到2014年12月在北京、上海、深圳和河北分别设立太库孵化器经营管理公司，再到2015年1月清华大学与华夏幸福签署战略合作协议，华夏幸福已经构建了一个融合国内外院校、企业资源的孵化创新生态体系，创新孵化正在成为华夏幸福业务的一个新增长极。

2) 有利扩大公司产业升级。考虑华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育，公司对于研究方向和具体项目的筛选具有话语权，对孵化出的项目具有优先实施权。我们预计不排除会有更多高新技术成果优先在华夏幸福所属产业园区进行产业化，推动节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等战略性新兴产业的发展壮大，并在全国20多个产业新城快速复制。

3) 有望继续扩大高校合作。美国的斯坦福大学与硅谷，已成为世界范围内大学与高科技园区相互作用最成功的典范。以斯坦福大学为代表的大学研究机构与企业的交互作用成为硅谷企业成长的主要动因。在2014年初远赴美国与硅谷亲密接触后，华夏幸福再度牵手中国的斯坦福——清华大学，将朝着“斯坦福+硅谷”的方向打造产、学、研互融互通的校企产业创新平台。本次合作标志着公司与清华大学优势互补的战略合作进入全新发展阶段，可进一步探索华夏幸福与清华大学及其他国内外顶尖高校之间深度合作机制。

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1月6日，公司股价42.67元对应2014和2015年PE在15.57和11.08倍。根据海通证券产业地产估值三阶段模型。我们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。给予公司2015年14倍市盈率，对应股价53.9元，维持“买入”评级。

风险提示：行业基本面下行风险。

## 主要内容：

**1、再度牵手清华大学，打造“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”。**本次战略合作协议是公司续前期引入清华大学孵化基地后再次与清华大学牵手合作。本次联合研究中心的建设目标是充分利用合作双方的优势，共同打造一个以科学技术为主的跨学科国际合作创新与人才培养平台，推动科技成果向生产力的有效转化，为中国产业升级转型贡献力量。华夏幸福将与清华大学合作建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”。双方以联合研究中心为载体，在节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等领域开展科技攻关合作，华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育。

**表 1 本次战略合作协议主要条款**

合作内容	科技交流与合作	搭建合作平台 华夏幸福与清华大学合作建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”。双方以联合研究中心为载体，在节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等领域开展科技攻关合作，华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育。
	推动科技成果转化	清华大学通过多种方式向华夏幸福推荐高技术含量的科研成果、专业管理和技术人才，华夏幸福提供资金、场地及专业化的公司运营方式，双方共同搭建有效的科技成果转化平台，推动科技成果向生产力转化。
	产业政策研究合作	双方发挥各自在宏观政策、产业发展、技术创新等领域的研究优势，针对区域协同发展政策、产业发展思路进行专题研究，推动政府、企业和高校科研院所所在产业发展领域的全面合作。
	人才培养合作	包括：1) 共建研究生社会实践基地；2) 教育培训合作；3) 就业创业合作

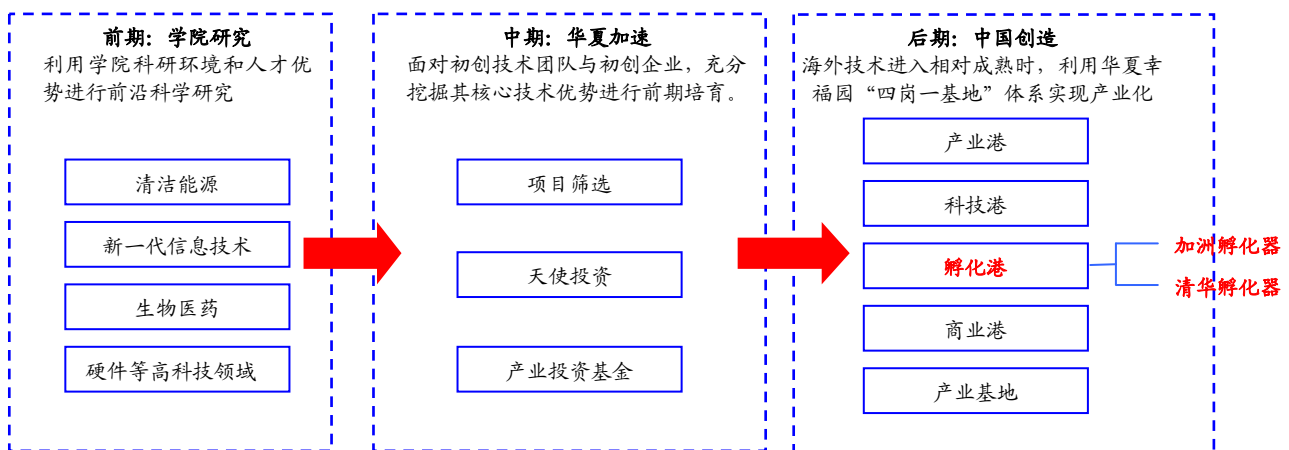
资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

按照清华大学校长陈吉宁介绍，XIN 中心属面向未来的国际化平台，中心将面向全球聘请致力于创新研究与教育的学者和专家加盟，建立“创新生态园”，让学者与企业家联手，共同指导学生开展前沿技术创新性研究，并将其转化为尖端科技应用成果。本次华夏幸福与清华大学共同成立产业技术联合研究中心是实现创新科研成果转化的又一举措。

## 2、产业升级再进一步，“四港一基地”不断完善。

**1) 合作是公司产业发展服务业务模式向创新孵化升级的重要体现。**华夏幸福的产业发展服务已逐步优化形成传统转移类、产业联盟类和创新孵化类的多层次业务模式。从 2014 年 2 月美国硅谷孵化器开园，到 2014 年 5 月清华大学重大科技项目中试孵化基地落户固安，到 2014 年 12 月在北京、上海、深圳和河北分别设立太库孵化器经营管理公司，再到 2015 年 1 月清华大学与华夏幸福签署战略合作协议，华夏幸福已经构建了一个融合国内外院校、企业资源的孵化创新生态体系，创新孵化正在成为华夏幸福业务的一个新增长极。

**图 2 华夏幸福海外孵化器**



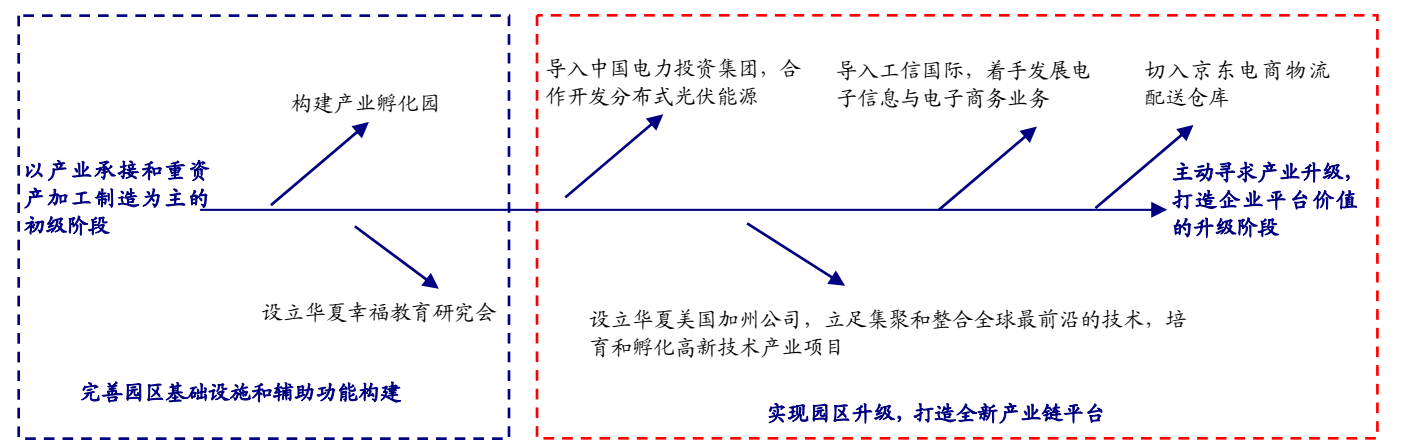
资料来源：海通证券研究所

本次与清华大学在产业技术研究与转化、产业政策研究合作、人才培养等方面建立战略合作关系和长效合作机制，将大力提升华夏幸福的自主创新能力，促进科研成果转化和创新型人才引进，加速推进产业发展服务业务模式向创新孵化型升级。

**2) 有望继续扩大高校合作。**美国的斯坦福大学与硅谷，已成为世界范围内大学与高科技园区相互作用最成功的典范。以斯坦福大学为代表的大学研究机构与企业的交互作用成为硅谷企业成长的主要动因。在 2014 年初远赴美国与硅谷亲密接触后，华夏幸福再度牵手中国的斯坦福——清华大学，将朝着“斯坦福+硅谷”的方向打造产、学、研互融互通的校企产业创新平台。本次合作标志着公司与清华大学优势互补的战略合作进入全新发展阶段，可进一步探索华夏幸福与清华大学及其他国内外顶尖高校之间深度合作机制。

**3) 有利公司未来产业升级。**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、电商物流等。华夏幸福本次与清华大学合作建立“清华大学-华夏幸福 XIN 产业技术联合研究中心”后，双方有望以联合研究中心为载体，在节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等领域开展科技攻关合作。

图 3 公司处在产业升级，平台构建的加速阶段

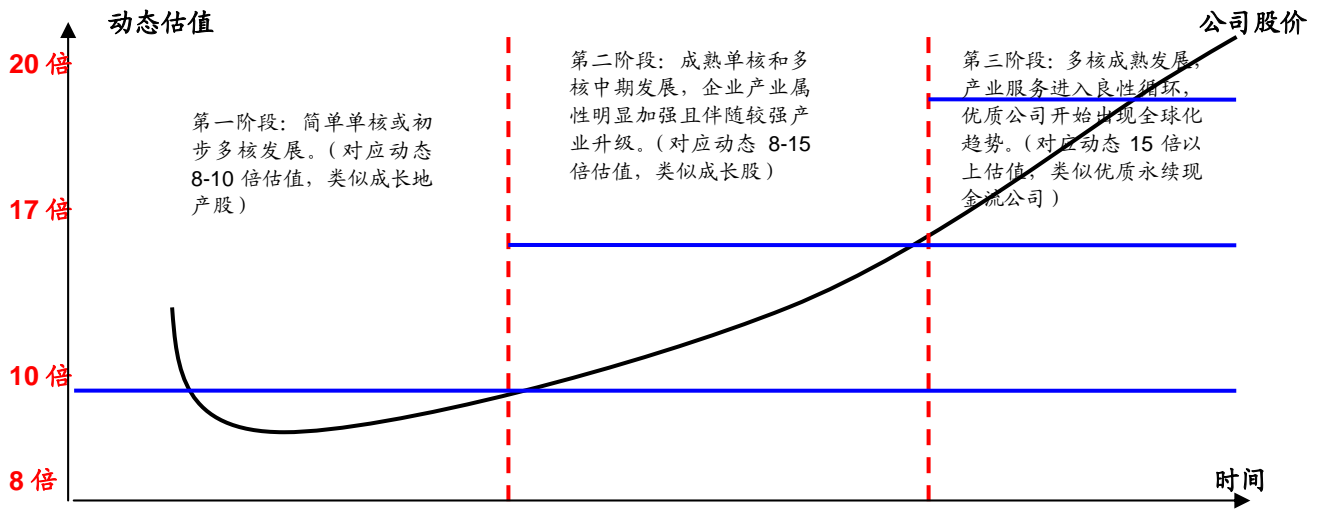


资料来源：公司项目合作公告、海通证券研究所

考虑华夏幸福出资支持联合研究中心的建立和技术项目的培育，公司对于研究方向和具体项目的筛选具有话语权，对孵化出的项目具有优先实施权。我们预计不排除会有更多高新技术成果优先在华夏幸福所属产业园区进行产业化，推动节能环保、新材料、新能源汽车和智慧城市等战略性新兴产业的发展壮大，并在全国 20 多个产业新城快速复制。

**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 4 海通产业地产估值模型中华夏幸福所处阶段



阶段	第一阶段：简单单核或初步多核发展	第二阶段：成熟单核和多核中期发展	第三阶段：多核成熟发展，产业良性循环，全球化趋势
华夏幸福园区表现	固安园区快速发展	长三角、珠三角成功扩张，已导入电商物流、卫星导航、分布式光伏、医药等。产城融合已开始拓展，“+X”出现部门方向。	暂未达到该阶段
华夏幸福财务特点	产业发展服务相关的收入已占 10 左右	产业发展服务相关收入占比将稳步提升，但目前还未达到 20%-30%水平	
估值特点	对应动态 8-10 倍估值	对应动态 10-17 倍估值	对应动态 20 倍以上估值

资料来源：海通证券研究所

**4、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 1 月 6 日，公司股价 42.67 元对应 2014 和 2015 年 PE 在 15.57 和 11.08 倍。根据海通证券产业地产估值三阶段模型。我们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。给予公司 2015 年 14 倍市盈率，对应股价 53.9 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
<b>营业总收入</b>	<b>12,077</b>	<b>21,060</b>	<b>26,571</b>	<b>30,651</b>	<b>36,636</b>
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	<b>2,520</b>	<b>3,586</b>	<b>4,765</b>	<b>6,697</b>	<b>7,812</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,784</b>	<b>2,715</b>	<b>3,626</b>	<b>5,096</b>	<b>5,945</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>218</b>	<b>-3,474</b>	<b>1,944</b>	<b>3,213</b>	<b>2,666</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,640</b>	<b>-3,076</b>	<b>-316</b>	<b>24</b>	<b>23</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,161</b>	<b>11,105</b>	<b>-601</b>	<b>-602</b>	<b>-603</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,738</b>	<b>4,554</b>	<b>1,027</b>	<b>2,635</b>	<b>2,086</b>

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
<b>资产总计</b>	<b>43,193</b>	<b>74,094</b>	<b>84,685</b>	<b>91,733</b>	<b>99,661</b>
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
<b>负债</b>	<b>38,235</b>	<b>64,139</b>	<b>71,044</b>	<b>72,936</b>	<b>74,848</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,316</b>	<b>6,650</b>	<b>10,293</b>	<b>15,389</b>	<b>21,334</b>
少数股东权益	642	3,305	3,348	3,408	3,478
<b>负债股东权益合计</b>	<b>43,193</b>	<b>74,094</b>	<b>84,685</b>	<b>91,733</b>	<b>99,661</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>回报率 (%)</b>					
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
<b>增长率 (%)</b>					
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
<b>资产管理能力(天)</b>					
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
<b>偿债能力 (%)</b>					
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：房地产行业  
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

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	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；
行业投资评级	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。