

# 1.1 概述：华夏幸福收入构成

营业收入构成	14上半年	2013年	2012年	2011年
园区住宅	44.3	131	67	38.5
土地整理	22.9	20.5	20.6	22.6
城市地产	9.2	23.4	17.1	4.2
<b>产业发展服务</b>	<b>36</b>	<b>23.7</b>	<b>15.5</b>	<b>9.5</b>

主要以一二级联动业务为主的地产公司

理解华夏幸福关键所在

地产销售	14上半年	2013年	2012年	2011年
园区住宅	161.3 (13上半年92.8)	236	145	109
城市地产	29.2 (13上半年31.1)	59.2	35.2	19.5

单位：亿元

# 1.2 概述：基本商业模式示意

一级开发完毕

住宅部分：  
华夏自行拿地开发与销售

工业部分：  
不拿地，但由华夏负责招商

政府支付招商服务收入  
(产业发展服务收入)

- 扮演固安、大厂等地招商局功能
- 中国PPP模式龙头

住宅：自行拿地开发

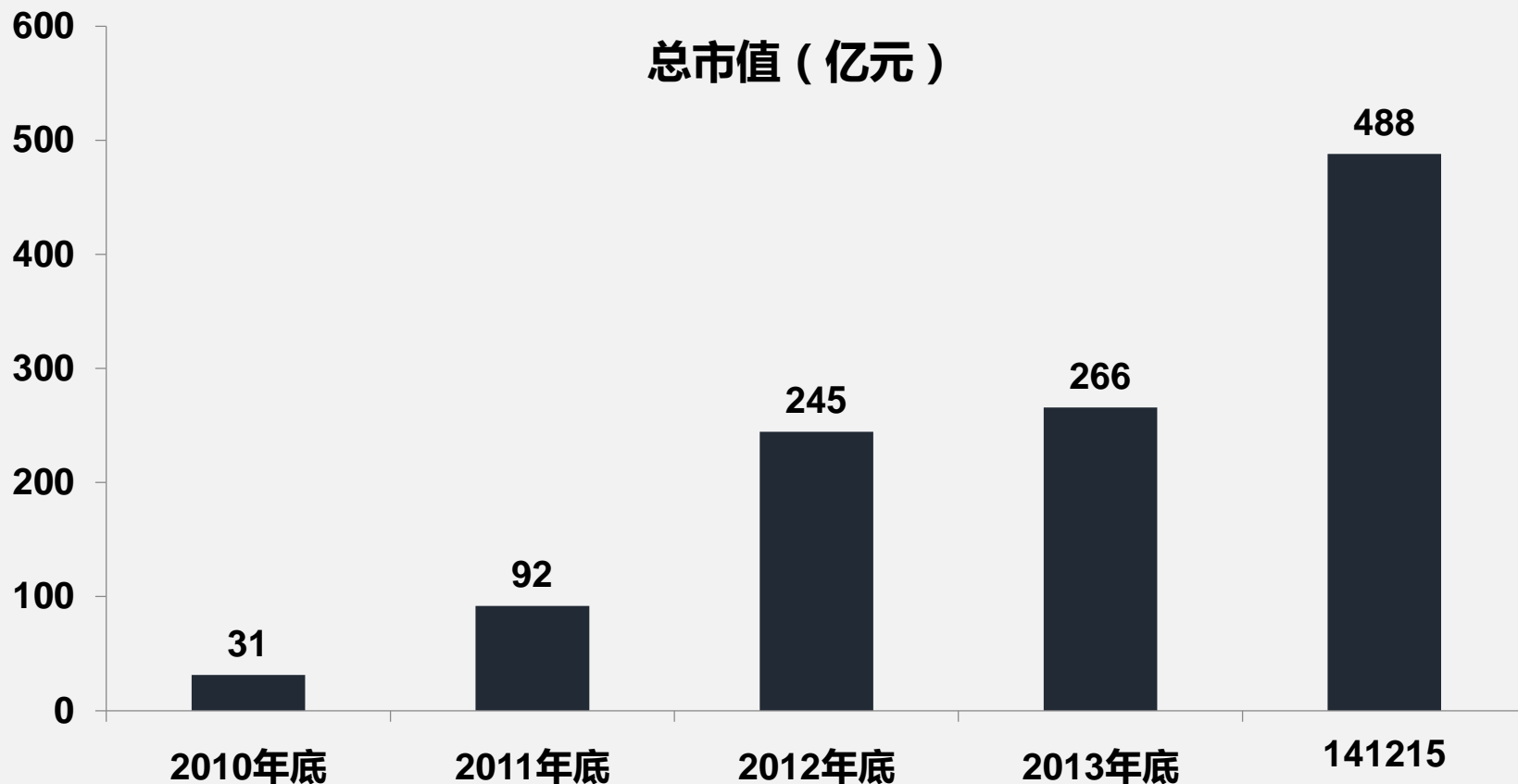
工业：不拿地，仅招商

整体一级开发

# 1.3 概述：委托开发面积222万亩，环北京203万

经济圈	区域	园区	签约时间	委托面积（平方公里）
环北京	廊坊固安	固安工业园	2002	86
		固安新兴产业示范区	2012	
	廊坊大厂	大厂潮白河工业园	2007	83.2
		大厂新兴产业示范区	2011	
	张家口怀来	怀来园区区	2008	121.7
	廊坊文安	文安园区	2011	21
	承德滦平	滦平金山岭园区	2010	225
	廊坊广阳	广阳园区	2010	15
	廊坊霸州	霸州园区	2013	20
	廊坊永清	永清园区	2013	18
	廊坊香河	香河园区	2013	41
	北京房山	房山园区	2014	119
	河北保定	保定园区	2014	300
	沧州任丘	任丘园区	2014	240
	张家口逐鹿	逐鹿园区	2014	64
		小计		1354.6(折合203万亩)
环上海	无锡	无锡园区	2012	3.5
	镇江	镇江园区	2012	2.5
	嘉兴嘉善	嘉善园区	2013	12
	南京溧水	溧水园区	2014	10
			小计	
环沈阳	沈阳	沈北蒲河智慧产业园	2011	10
	沈阳	于洪园区	2011	34.9
	沈阳	苏家屯园区	2012	35
			小计	
环武汉	武汉	葛店园区	2014	18
		小计		18 (折合2.7万亩)
		所有园区合计		1481 (折合222万亩)

# 1.4 概述：华夏幸福总市值变化



# 1.5 概述：固安产业园工业部分鸟瞰



# 1.6 概述：固安产业园住宅部分鸟瞰



## 2.1 招商服务收入的核算及其本质

**招商收入结算公式**  
(报表称为产业发展服务收入)



**落地投资额\*45%**

**落地投资额定义**



**招商园区企业已实际发生的投资额，包括但不限于入园企业所占土地的价格、厂房投资、设备投资等能测算的投资**

**说明：**

- 1. 不是返还，土地整理收入才可以称为返还，招商服务收入，并没有直接支出，是一种“无端”的收入，是一种奖励。**
- 2. 政府为何愿意？**

## 2.2 招商服务业务的模式

### 1000人招商团队分组拓客

组建强大招商团队



1. 按行业划分客户群，招商团队专业对接；
2. 依托北京，辐射大型央企、跨国企业、各类民企

营造庞大客户网络



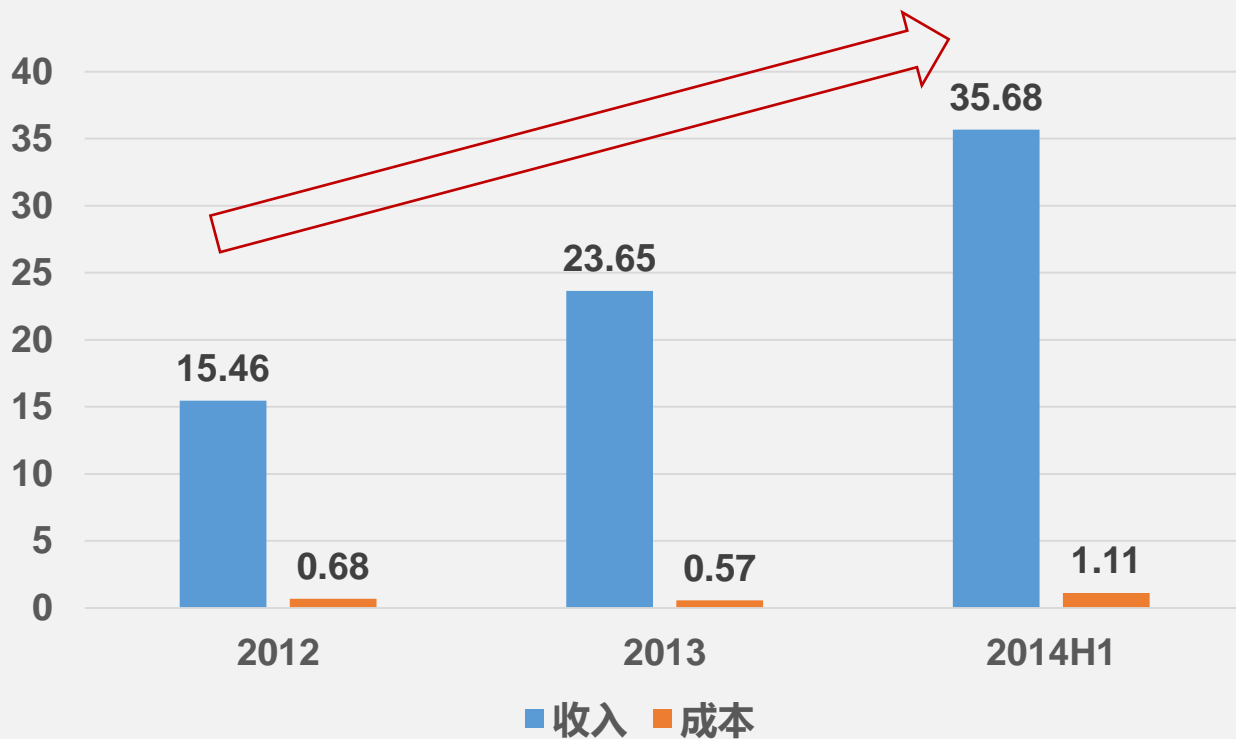
企业护城河，核心竞争力



## 2.3 招商服务收入毛利率96%以上

招商服务收入高速增长，毛利率稳定于96-97%

华夏产业服务收入（招商服务收入）近年来变化（亿元）



收入高速增长

直接成本极低

毛利率超96%

## 2.4 招商服务收入净利率高达约50%，且越来越高

服务性收入



极少直接成本



主要投入体现在费用上

项目	14上半年	13年	12年	两年半合计
总销售费用	2.8	8.7	7.2	18.7
<b>总管理费用</b>	<b>6.6</b>	<b>11.5</b>	<b>7.8</b>	<b>25.9</b>
两项费用合计	9.4	20.2	15.0	44.6
<b>50%费用摊占</b>	<b>4.7</b>	<b>10.1</b>	<b>7.5</b>	<b>22.3</b>
招商服务收入	36	23.7	15.5	75.2
<b>直接成本</b>	<b>0.68</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>2.4</b>
所得税前净利	30.6	13.0	6.9	50.6
<b>净利</b>	<b>23.0</b>	<b>9.8</b>	<b>5.2</b>	<b>37.9</b>
净利率	64%	41%	33%	50%

## 2.5 招商服务业务所蕴含的价值

有效协议投资额	➔	1164亿
实际签约投资额	➔	698亿元（6折）
落地投资额	➔	559亿元（8折）
招商服务收入	➔	251亿（落地投45%）
14年前已结	➔	51亿
14年及以后将结	➔	200亿
本项业务待结净利润	➔	100亿

- 另外值得关注的是，这个池子规模仍处于爆发式增长的状态：历年累计协议投资额1164亿，但仅12年当年就达279亿、13年一年更达395亿。

- 因此，看到的有数的是100亿净利润，但这项业务的价值评估可能远不止于此。

## 2.6 典型的成功招商案例



京东方A[000725.SZ] - 上市以来募资统计  
历年融资结构统计

	金额①
<b>上市以来累计募资</b>	<b>10,068,729.68</b>
<b>直接融资</b>	<b>7,187,570.00</b>
首发	100,800.00
股权再融资	7,086,770.00
发债券融资	--
<b>间接融资(按增量负债计算)</b>	<b>2,881,159.68</b>
累计新增短期借款	173,926.06
累计新增长期借款	2,707,233.62
<b>间接融资(按筹资现金流入)</b>	--
累计取得借款收到的现金	--

单位：万元



## 2.7 招商服务收入的结算节奏

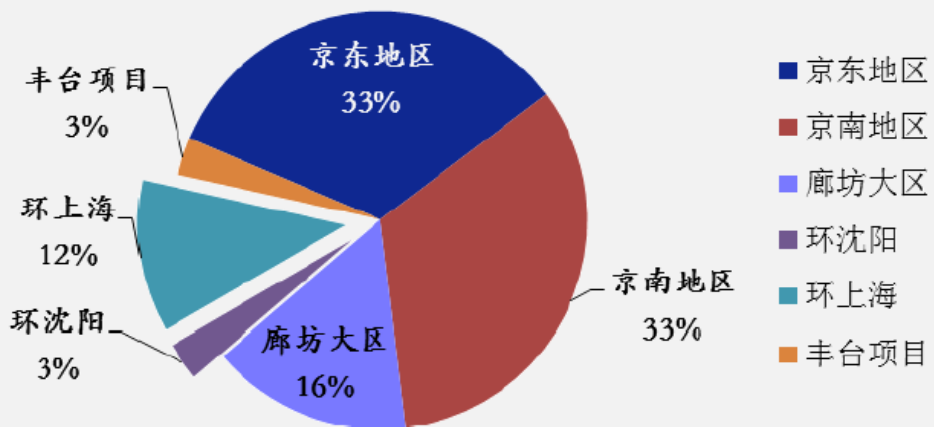
### 结算节奏：

1. 本年度结算上一年度园区企业落地投资额的招商服务收入；
2. 可以一次性支付，也可以分期支付给华夏幸福，但不超过5年。
3. 与土地整理收入（结算情况说明）一起，逐渐形成一个对政府应收账款的“收入池子”。
4. 应收账款池子用来干什么？

# 3. 重点布局环北京，异地扩张雷声大雨点小

## 2014年可售货值70%位于环北京区域

### 华夏2014年可售货值分布



### 历年招商签约投资额分布

区域	新增签约投资额 (亿)		
	2011N	2012N	2013N
固安	85	127	260.9
大厂	24	6	74
怀来	13	21	4.8
文安	-	34	26.4
昌黎	-	2	2.9
苏家屯	-	22	9
其他	8	67	
合计	130	279	395

异地扩张



环上海、环沈阳、环武汉布局  
以签订委托协议为主，未见大规模销售收入和落地投资结算

## 4. 依托整体委托协议，按需拿地

一级开发保护，按需摘牌，存销比较高

同等量级公司储备与销售的对比

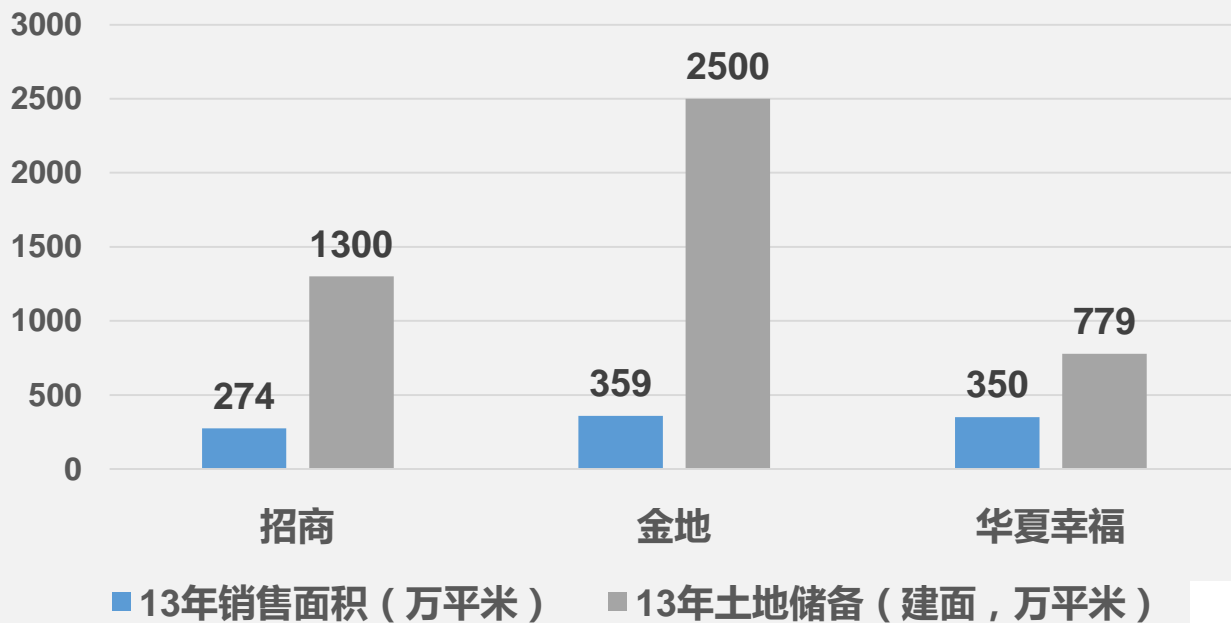
存销比



招商 21%

金地 14%

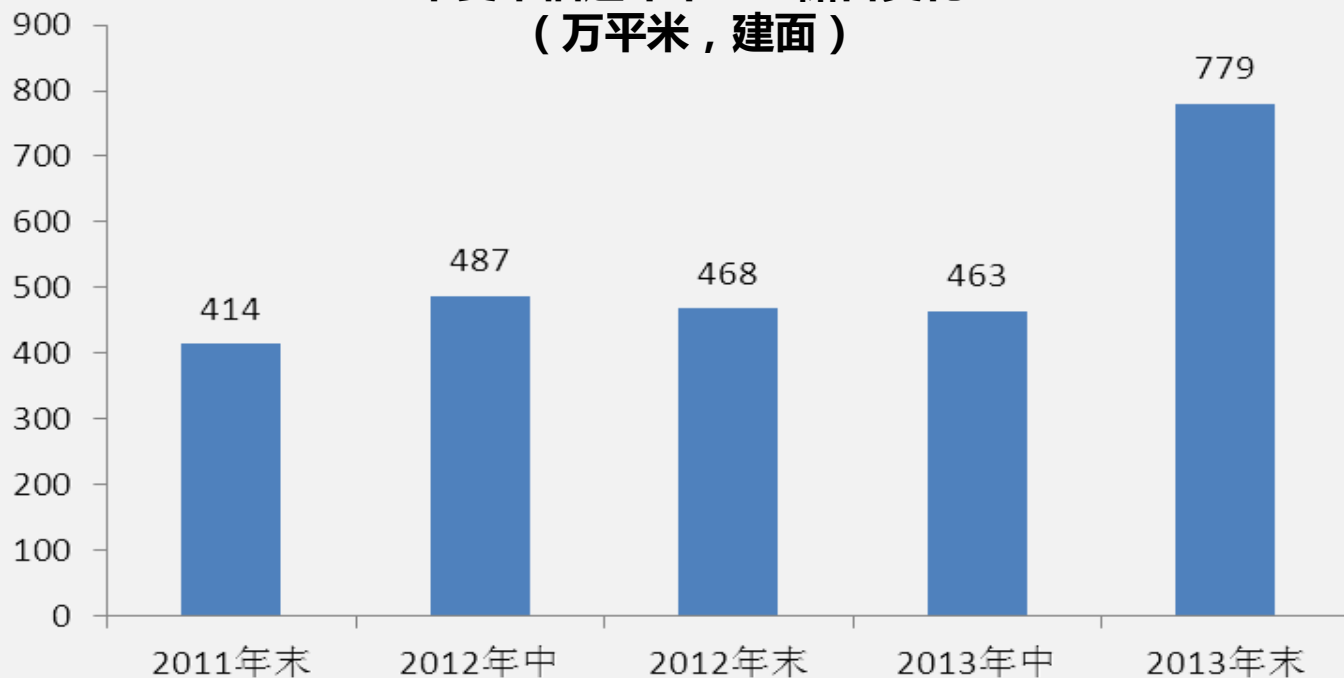
华夏 45%



## 4. 依托整体委托协议，按需拿地

按需拿地，存销比实际上更低

华夏幸福近年来土地储备变化  
(万平方米，建面)





## 5. 债务急剧膨胀，两年半总举债规模高达450亿，利息较



**庞大融资主要用来干什么？  
为什么有信托融资？**

## 6. 经营紧绷，大成大败

总体属于重资产模式



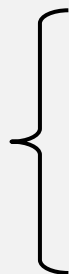
一级开发重资产，住宅开发、招商服务轻资产  
但二者密不可分，总体属于重资产模式

园区住宅的销售



成败之关键  
(住宅土地出让金→招商服务费，“自买自卖”)

楼盘价格波动剧烈



园区住宅销售均价：  
6516(12年)→8805(13年)→7787(14H1)

晚上亮灯率1-3%

# 7. 对我司的启示

A. 在特大城市周边寻找合适距离区位，做精做强1-2个类似华夏的地产+产业园大项目

整体视角合并测算



一级开发投入 + 招商服务费回收 + 住宅地产发展

关注各项收支时间分布



客观仔细核算，整体视野评价

客观分析尚存需求



住宅需求 + 产业园需求，以需定投

# 7. 对我司的启示

## B. 与华夏幸福合作，让它提供面粉，我们做面包

我司



品牌 + 高速开发 + 军团式销售

华夏



招商能力