

# 雪球访谈

华夏幸福半年报有哪些亮点？未来前景如何？

2019年08月21日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



## 访谈嘉宾



慕陶生



每天一个新发现 V 资深财务分析达人

## 访谈简介

\$华夏幸福(SH600340)\$日前发布财报表示，2019年上半年公司净利润84.8亿元，同比增长22.4%；营业收入387.3亿元，同比增长10.7%；总资产4570.7亿元，同比增长11.6%。

期内公司货币资金551.85亿元，预收款项1402.85亿元，累计土储达1058.08万方。回款率也由去年同期的46%大幅跃升至今年的62%。

公司以产业新城业务及商业办公业务为主营业务，中国平安入股后，夏幸福全国化布局有了哪些变化？为什么地产开发与产业新城业务毛利率齐升？非京区域占比提升，异地复制如何了？

本期访谈请到了地产行业研究达人@慕陶生和资深财务分析达人@每天一个新发现来和大家聊聊\$华夏幸福(SH600340)\$中报及公司运营发展。速来提问吧！

利益披露：@慕陶生持有\$华夏幸福(SH600340)\$，@每天一个新发现不持有\$华夏幸福(SH600340)\$

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：华夏幸福(SH600340)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 幸福平安定投:

关于[\\$华夏幸福\(SH600340\)\\$](#)，对[@每天一个新发现](#) 说:从财务角度分析一下华夏幸福，你不持有是因为您看到了哪些风险？等什么情况出现你会买入华夏幸福？

[答] 每天一个新发现:

股权质押比例较高，有息负债率达到了340%（有息负债/股东权益），万科、保利会更优秀稳健点。

[问] 老李是湘潭人:

关于[\\$华夏幸福\(SH600340\)\\$](#)，对[@慕陶生](#) 说:如果非要将长江电力和华夏幸福 作个比较，您更看好哪个，为什么？

[答] 慕陶生:

两个公司都是本行业内的翘楚，长期经营上长江电力更稳健，确定性极高，华夏幸福增速更快但路途中会受到政策等大环境的短期影响。我个人两个都配置。

今年华夏幸福有两个短期看点，一个是环京以外园区的大规模拿地（这个直接和回款相关），另一个是南方二总部的业务落地。在今年上半年，这两个看点都稍逊于我自己去年的预期，主要原因并不是公司不积极，而是贸易战和国家的大力去房地产库存这两个经济大环境因素的影响。直到最近出了中报才都基本落实。

[问] skyedge:

关于[\\$华夏幸福\(SH600340\)\\$](#)，对[@慕陶生](#) [@每天一个新发现](#) 说:华夏现有的80个产业新城，每天都在吞噬大量现金流，您认为未来现金流能转正并贡献长期利润的有多少个？判断依据是？

[答] 慕陶生:

公司的签约新城各自所处的发展阶段不同，关于各园区现金流情况公司没有单独列

出，但我个人估计肯定已有成熟的园区一直在贡献正向现金流了，比如无锡，这个园区签约面积不大，时间较早，容易被人忽略，但应该早就转正了。至于公司整体，稳健一点发展我个人觉得3年内基本可以转正。做过实体生意的都知道，想卖货赚钱必须先花钱买货，这两年环京限购，公司不能等死，王老板打通融资环节积极异地扩展，我本人非常认可。

[问] lxq泉：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：华夏幸福什麼時候可以經營現金流轉正

[答] 慕陶生：

稳健一点发展我个人觉得3年内基本可以转正。一个大型水电站一修都是8年10年的，投产了才有现金流，我已经习惯了这种等待了。

[问] 金刚散财童子：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：华夏幸福未来可以产生自由现金流吗？如果可以的话，产生自由现金流的业务是哪几块？

[答] 慕陶生：

公司目前经营的业务都可以产生自由现金流的。关键还是看公司的经营规模扩张速度。

[问] 不要难过啦抱抱：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：根据目前披露的信息来看，平安对华夏幸福绝对不是简单的财务投资。根据目前来看，是把华夏作为自己的白手套，参与到一些项目的建设和运营。那么为什么平安会选中华夏幸福而不是其他房企，未来还会有哪些更进一步的合作。

[答] 慕陶生：

平安每年有大量的现金要投出去，目标是6~8%收益率的稳定回报资产包。除了城市核

心区商办以外，华夏的园区基建也可以通过金融创新生成大量平安需要的资产包，这些资产包背后是地方政府信用（白条），简单粗暴一定可以理解为平安可以通过华夏获得大量优先级地方政府债。这个其他传统大型地产商那没有。未来进一步的长期合作之一，我很看好中心城市周边园区的康养长租公寓，这个业务在海外发达国家已经相当成熟了，随着中国老龄化的进程加快，这个业务空间巨大。

[问] 成功靠情商：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：1、华夏2016-2018大举签订新产业园，按3年建设新产业园实现当年现金流回正，2016年、2017年开建的产业园2020年应该能回正，2020年华夏整体经营现金流是否能回正？2021年预估能实现经营现金流多少？后期华夏是不是就能实现稳定的现金流流入？如是，是否会投入到商业地产转为自持？2.华夏目前最大的问题是环京地产冰冻，估计何时能缓解？3.平安现在借助华夏平台大力投资商业地产，据说目前跟进项目多达30个，武汉项目有望近期落定，预估商业地产项目5年内能达到多大规模？华夏能获得多少利益？这部分如何估值？4.随着华夏产业园规模的不断扩大，应收款不可避免会不断滚大，这部分应收款未来如何流动起来？5.两位是如何对华夏幸福进行估值，未来三年你们对华夏的合理估值能达到多少？

[答] 慕陶生：

现金流的问题前边已经定性的说了，定量的精确预测我觉得太难了，没有意义。长期投资不争朝夕。

[问] 不值一割的韭菜：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：今年产业新城业务回款正常吗？

[答] 慕陶生：

今年回款很不错，公司中报上有披露。

[问] 衍一度心:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 如何看待公司的产业基金运作模式? 有没有前途

[答] 慕陶生:

我个人觉得那个产业基金前期更多是为了撬动企业的落地投资, 就是个杠杆而已。

[问] 不值一割的韭菜:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 根据以往经验, 产业新城业务当季签约额要到3年后结算, 16年签约额1122亿, 对应的19年结算额为505亿, 但是根据19年半年报结算额仅为118.75亿, 与预期相差太大, 这种情况是怎么造成的?

[答] 慕陶生:

我觉得3年后结算这个事儿不是必然的, 可能只是之前数字上的一种巧合。

[问] 估值的救赎:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 请问一下两位大神, 华夏幸福的产业新城中属于科技创新型符合四新经济(新技术、新产业、新业态、新模式)的产业新城有几个, 占比大不大? 华夏幸福与中国平安的合作是不是会帮助园区企业实现商业银行、投资银行、投资入股等形式的融资?

[答] 慕陶生:

戴帽的园区有些, 但其实没什么实际意义, 噱头的东西我不看重。平安是来拿园区基建资产包的, 对入园企业的创新型金融支持目前看不到。

[问] 琴台知音87:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: @慕陶生是什么硬逻辑支持您不停的融资加仓华夏幸福, 能详细谈谈吗? @每天一个新发现



华夏幸福的财务是否健康？如果是，表现在哪些方面？

[答] 慕陶生：

平安入股后会促进公司分红比例稳定可预期，公司治理逐渐向稳定的大型公司模式靠拢。在此前提下，结合公司的经营业绩承诺的成长性，现阶段股价对应的今后数年股息率很好，符合我的高息滚动融资套路。

[问] 幸福平安定投：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 说：华夏幸福的战略布局是否只是情怀和讨好地方政府？假如你是管金融的领导，会害怕华夏幸福倒闭吗？你买入华夏幸福，最看重的是什么？

[答] 慕陶生：

和情怀无关，也不必讨好政府。我要是领导也不害怕它倒闭，我买入华夏是看重中国未来的都市圈发展大方向，要继续发展，一线大城市核心区和远离大都市的边远县域都不是投资效率最高的地区。

截至目前，中国的传统地产开发还是个很舒服的行业，但所有人都明白，最好得日子已经临近终结。地产行业头部公司按体制分为两个阵营，民企和国企。

先说民企，他们确实效率高但融资成本也高，老板们都在为将来的可持续经营发展找出路，各种转型，但不论是万达还是恒大，只要跨出了地产界立刻变得平庸甚至失败，我个人认为主要问题是地产行业赚钱太容易，才能让民企老板们在这么高的融资成本面前依旧可以快速扩张发展，一旦出了这个圈子，恶劣的营商环境叠加民企的融资成本就让他们玩不转了。

再说国企，他们融资成本优势极大，但因为国资背景，注定了他们不能真正跨出地产行业去做别的（其他行业的国企也是国家亲儿子，分工要明确），最多只能在业内挖潜腾挪，这种小打小闹我自己不认可是真转型。

华夏幸福本质上并不是传统的地产公司，它只是在园区开发前期借助地产回款而已，百城战略圈地完成，经营天花板高不见顶，平安入股后融资成本已脱离民企阵营逼近国企。所以市场给它现在这个估值是错误的。

[问] 好运waiketom:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 请评估一下华夏幸福的内在价值。

[答] 慕陶生:

我给15倍PE。

[问] Damonable:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 吴向东团队在华夏幸福战略上的作用? 为何不直接参与华夏幸福核心的产业新城的建设? 这和去年提及的聚焦战略是否冲突? 如何理解华夏幸福的轻资产战略是通过平安协助实现的, 未来华夏幸福的轻资产战略也会这样进行吗, 难点在哪里? 华夏幸福如何才能逐渐摆脱政府的应收压顶, 形成更好的回款模式?

[答] 慕陶生:

吴向东团队在华夏幸福战略上的作用是开辟轻资产经营的新战场, 华夏幸福签约产业新城的相应自持物业项目体量太小价格太低, 目前和平安的需求无法匹配。我个人认为平安的轻资产新业务其实很多公司都可以做, 但华夏作为平安的参股公司来做似乎更名正言顺, 未来华夏会不会进一步为其他老板服务目前不得而知, 地产行业有钱就可以买到能做事的人, 钱是根本。

老业务地方政府应收款的问题是无法避免的, 政府如果有钱也不给公司回款, 那就先不继续干新活儿了, 主要工作放在讨债上, 同时先发展政府信誉好回款快的园区。

展开说几句我对公司异地扩张成果的看法, 从园区开发和招商落地的情况看, 江浙相对发达地区的园区发展速度很快, 较高的房价直接为回款提供了有力支撑, 园区基础设施投资的成本在全国区别不大, 但是各地房价高低不同, 房价越高, 一级开发的政府回款压力越小, 滚动开发速度也更快。从房价-地价-回款这个循环角度看, 房价高于1万的园区基本都可以进入良性循环。江浙两省园区基本都达到这个水平了, 我们现在可以清晰的看到这些园区热火朝天, 只要政府有供地, 销售基本不是问题! 我相信在今后的数年, 长江中上游等其他各都市圈房价也会逐渐进入对回款的甜蜜区间。

[问] 琴台知音87:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: @慕陶生  
是什么硬逻辑支持您不停的融资加仓华夏幸福, 能详细谈谈吗? @每天一个新发现  
华夏幸福的财务是否健康? 如果是, 表现在哪些方面?

[答] 每天一个新发现:

从现金流的角度、从有息负债比例财务存在很大的风险。产业新城项目回款周期过长, 项目开发需要大量垫资

[问] 不值一割的韭菜:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 根据以往经验, 产业新城业务当季签约额要到3年后结算, 16年签约额1122亿, 对应的19年结算额为505亿, 但是根据19年半年报结算额仅为118.75亿, 与预期相差太大, 这种情况是怎么造成的?

[答] 每天一个新发现:

这是会计政策导致的, 公司在这方面的确披露的不够充分

[问] 不值一割的韭菜:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 今年产业新城业务回款正常吗?

[答] 每天一个新发现:

应该说回款更差了, 应收账款周转天数从18年的116天提高了现在的155天

[问] lxq泉:

关于\$华夏幸福(SH600340)\$, 对@慕陶生 @每天一个新发现 说: 华夏幸福什么时候可以经营现金流转正

[答] 每天一个新发现:

对于地产股主要是控制债务风险警戒线，拿地有周期性会导致现金流不稳定。

[问] 老李是湘潭人：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 说:如果非要将长江电力和华夏幸福 作个比较，您更看好哪个，为什么？

[答] 每天一个新发现：

长江电力不存在市场竞争 资产运营也不存在期限限制。华夏幸福产业新城有合同期限 不可避免也会有其他地产商跟随

[问] m123k126：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 说: 大佬，慕名前来，1.如何看待"一顿操作猛如虎，年年利润35"的现象？是否意味着和工程公司的模式一样？成本收入确认比较随意？2.华夏的护城河？为什么只有华夏能做这个，而万科等不行？3.to g业务的一大弊端就是很多欠条，看东方园林就是一个前例（当然，东园很多都是没啥钱的小县城项目，给不出钱也正常），华夏有什么好的回款模式吗？这要是回款速度慢，必然对扩张造成影响？4.目前华夏已经布局这么多地方，是否意味着未来的天花板比较低了，也就是说，适合这种模式的城市不多了？谢谢大佬

[答] 慕陶生：

1.华夏这个园区业务周期太长，我觉得35%是公司自己假设的一个增长率，目前看我觉得还是比较靠谱的。这个业务其实是暴利的，而我自己的研究结果是暴利行业天花板通常都低，长期能维持35%增速基本已经是神仙了，再高就有可能是庞氏体系了。2.我自己觉得它的护城河是起步早，完成了快速圈地，我自己也是冲着这些几十年的长期合同才投这公司的。3.华夏的欠条直接和卖地、投资落地和税收相关，政府没什么接口抵赖，更安全一些，估计平安也是看中的这个。现在大几十个园区了，他们代表的全中国的经济发展，不会全像环京那样卡死的，东方不亮西方亮了。4.天花板不是低了是高了，一个园区只要经济不断发展，其实基建投资是永无止境的，想想马路牙子换了多少遍了吧。产业其实也一样，可以不断升级啊！园区的数量和圈下地

确实是有天花板的，但是土地上的经济产出是没有天花板的。

[问] 深山中人哈哈：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：请问从长远看，华夏幸福的哪个经营指标最值得关注。哪个指标的恶化，最值得警惕。谢谢

[答] 慕陶生：

我最看重经营现金流入，不光这家公司，所有公司都是。

[问] 深山中人哈哈：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：今年华夏幸福房产销售额下降的原因除了以往土储不足导致的可售面积不足外，是否还有其他的原因。您对华夏幸福未来2~3的房产销售的趋势做怎样判断。谢谢！

[答] 慕陶生：

今年国家在搞地产去库存，各地土地都放都被控制得比较紧，今后两三年也有可能维持目前的低库存状态。

[问] 曹一横：

关于\$华夏幸福(SH600340)\$，对@慕陶生 @每天一个新发现 说：华夏幸福如果王老板退下来，别人上，还能按照原始计划运行吗？

[答] 慕陶生：

王老板很年轻，现在其实转型基本完成了 换别人也行

(完)

以上内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

# 没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里