

【备战千亿】深挖华夏幸福系“大资管”平台

2016年1月20日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、李姝婧

研究小记：截至2015年最后一个交易日，华夏幸福收盘价止在30.72元，全年股价累计上涨43%，对比品牌房企在资本市场的尴尬境遇，华夏幸福显然是资本市场的“香饽饽”，除去一眼可看见的营收、利润高增长率，更重要的是其借助产城运营，构建大资管平台脉络和盈利模式逐步清晰。

首先，梳理华夏幸福构建的“大资管”平台及其商业模式？又有怎样的盈利模式？

定位：对比金融机构，产城运营商的资管平台重头在于“资产”与“资金”

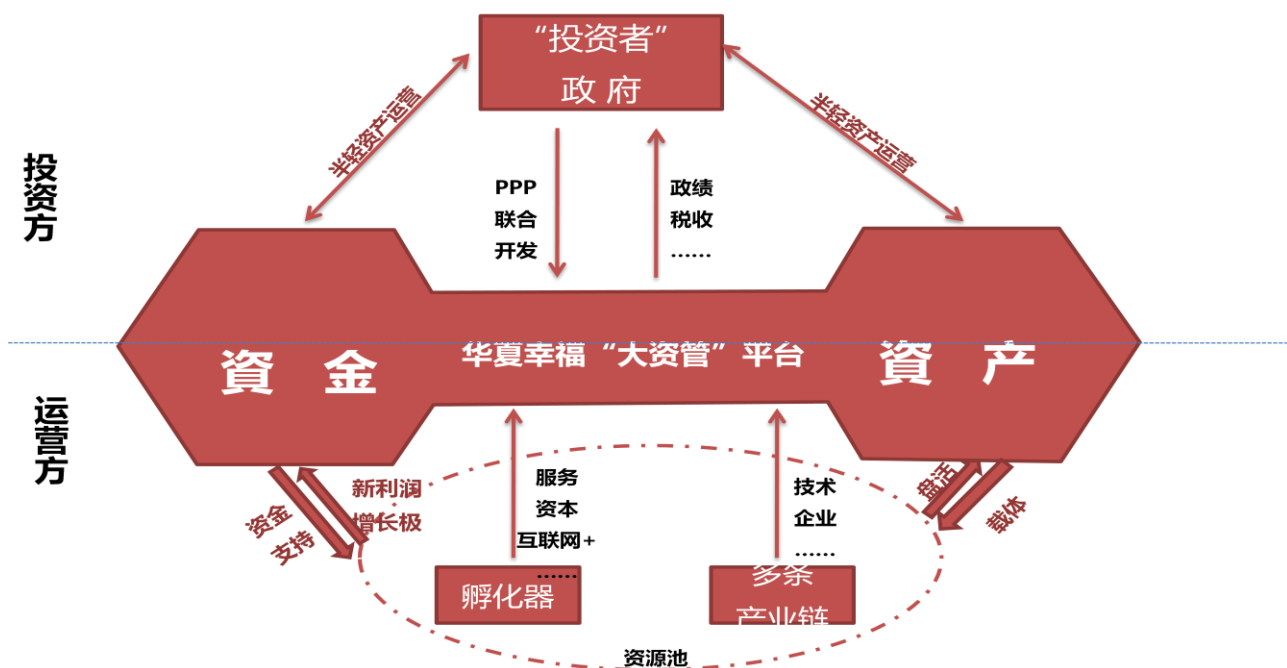
传统意义上资管平台运行主体是金融机构，商业模式简而言之就是投资人将资产放入平台后，由专业人员进行经营运作以谋求收益，其核心是拥有各类金融牌照。而产业地产属于泛金融类产品，资本贯穿“投、融、管、退”四个环节，为形成完整的商业闭环，构建大资管平台势在必行；区别于金融机构拿牌照说事儿，产城运营商打造的资管平台重头在于串联“资产”与“资金”。

商业模式：对比传统产城开发，大资管平台将投资方与运营方分离，实现轻资产或“半”轻资产化运营

传统的产城运营模式，房企角色本质仍是开发商，前期是依靠外借资金进行开发，对完成后的资产处理上有“完全出售、混合持有、完全持有”三种类型，循环成立的基础在于“物业本体的高溢价率”（主要体现在土地价值）；一旦碰上城镇化速度减慢、房地产不景气，销售型或持有型带来的利润则很有可能无法填平前期开发的资金成本，传统的老路子很难走通。相比之下，新型的产城运营模式中，房企经营战略

思路转变，从“借债-开发-销售/持有-回款”资本仅在内部循环，转变为构建“大资管平台”模型将资本上下游延伸，本质上通过资产管理方与投资方相分离，打造轻资产运营，而实际操作过程中，多实现“半轻资产化”运营。（轻资产意味：1.后期回报高毛利，2.不会因为偿还前期借款而急于出售物业或削减产城运营投入）

图：华夏幸福“哑铃型”大资管平台模型



资料来源：cric 编制

盈利模式：在中国资管平台做产业地产蕴含巨大生长空间，包括代建、代运营、资本管理等多项内容

从成熟市场如美国房地产经验看，资管市场规模由大到小依次为：零售地产-产业地产-写字楼、酒店-大健康、文娱等特种地产。从目前中国城镇化进程、投资回报率等角度判断，资管平台做产业地产仍蕴含巨大生长空间；盈利模式上，“资产管理”包括代建、代运营、资本管理等多项内容，可单独操作，也可融合实施；以华夏幸福为例作为资管方，园区运营开发后，获得代建费收入（企业垫付费用的110%-115%）+

运营管理收入（园区租金）+资本管理费收入（落地投资额的 45%）以及退出收益（物业出售时溢价）。

其次，深挖华夏幸福大资管平台打包了哪些资源&要素？都在其战略发展中扮演什么角色？

1) 孵化器资源，串联“土地价值+资本+服务+互联网+”要素

目前与华夏幸福相关联的孵化器，一个是全资子公司“太库”、一个是入股参投“火炬孵化”：

太库：作为华夏幸福系的全资子公司，有母公司背书，当务之急是培育创新型企业成长土壤、建立产业生态圈，其本质就是为华夏幸福系园区招商、运营而生；而伴随园区运营走向成熟，纯”轻资产运营的太库，获取稳定、持续的服务费后，单独上市新三板或将稳定收入进行专项资产管理，也是大概率事件。

总结其运营模式的关键点：一是，入孵企业享受会员制、仅缴纳服务费，以上海长泰广场为例，太库先对已有办公空间进行“众创”式的装修包装后出租，入驻企业 0 租金，每月只需要缴纳 1200 元的会员费，享有的除了办公场地，还有导师、推广、培训、融资等一系列的服务。二是，入孵企业成长性越好，享受待遇越高，举个例子，如果一家入孵企业在孵化 6 个月后就获得融资，在太库的服务费用就会从先前 1200 元降低至 600 元，这与常见的通过企业发展大小、规模收取租金或服务费的思维恰好相反。三是，对入孵企业不做股权投资，仅做资本平台，对于中小企业或是创业型公司，孵化器除去提供场地、导师培训等服务外，最关键在于能否提供成长资金，而资金从哪里来？如何判断项目的风险、回报？都是孵化器能否长期运营的关键；一组统计数据显示，创业型企业 30%-40%的成功率算是乐观，而实际运转起来要降低到 10%-20%，也就是说 1 个项目需要覆盖其他 9 个项目的风险+成本，所以当孵化器缺少各行业风险判断评估体系、经验时，自有资金入股入孵企业并非最好的选择！我们看到，太库的做法是选择建立“全球创新产业资本联盟”，其中包括戈壁资本、英诺天使、IDG 资本、泽厚资本、太冠资本等专业投资机构，通过平台建立蓄水池和路演平台，让 VC、PE 等都联合在一起进行项目跟投和资源整合。

火炬孵化：定位为 O2O 园区运营服务商，“轻重资产”兼具，华夏幸福拥有 51%股权，扮演华夏系打开长三角市场的重要推手；同时，通过对其入股参投，华夏幸福获得了“O’ Park”的线上平台，大资管平台中加入“互联网+”要素。

2015 年底华夏幸福通过股权转让及增资的方式取得火炬孵化 51%股份，交易价 4.335 亿；交易完成后，火炬孵化保持经营、品牌相对独立、自主性。火炬孵化旗下业务板块主要有“博济科技园”“创客帮”“O’ Park”，拆分来看：“博济科技园”专注以长江流域为核心的产业园区开发，目前直接运营的实体项目在苏州、南京、上海、杭州、常州等地有 23 个实体园区；“创客帮”为产业园区的招商、服务平台，一方面是提供创业导师、企业工商注册、税务咨询等一站式服务，另一方面直接的创业资金支持，种子基金 1 亿，天使基金 5000 万，复制项目从 20 万到 500 万不等；“O’ Park”打造 O2O 创业服务线上平台，在互联网+的时代大背景下，将线下的园区运营和创业服务，结合“大数据、云计算、平台化、移动互联网”技术推出，根据官方数据目前平台用户超过 100 万+，联盟园区 200+，注册企业 30000+。

2) 多条产业链资源，串联“技术+企业”要素

从目前园区的招商引资案例分析，华夏幸福构建产业链两个特征明显，一是融入高精尖或前沿技术，二是具体的招商落地上，园区会引进不同规模、实力的企业资源。

高科技聚集促进形成产业集群，构建的产业链多选取有国家政策支持、资本市场认可，涵盖“医药、航天卫星、电子商务、创意影视”等；实现方式上华夏幸福一方面通过与高校合作，促进科技成果的转化，如 2015 年初与清华大学签署“共建 XIN 产业技术联合研究中心”，目前来自清华的“PHA 生物薄膜项目”和“石墨烯传感器项目”签约入驻固安进行创新技术的实验；另一方面通过跨界与其他行业企业合作，如宣布与乐视合作，以“虚拟现实”为技术核心，围绕影视科技研发到内容制作全产业链的构造，目前乐视旗

下的“国际影视科研中心”、“VR 内容制作中心”、“LeVR 产品展示体验中心”已落户大厂。

引进不同规模的企业资源 “大中企业牵头+创新、小型企业入孵” 形成完整的产业气氛，截至目前，华夏幸福已与几十家央企、科研院所建立联盟，包括清华大学、京东集团、航天科技集团、北汽通航等；以影视创意产业基地为例目标签约单位为央视、BTV、SONY、乐视、爱奇艺、优酷、土豆、中影等，目前已与好莱坞的 Relativity Education 以及 BASE FX 公司签订战略合作协议。

小结：通过孵化器、多条产业链的构建，华夏幸福资管平台上串联起“土地价值+企业+资本+服务+互联网++技术”要素，产城运营的生态圈初步显现。

最后，总结大资管模式房企估值体系围绕 ROE 展开，华夏幸福冲刺千亿后劲十足

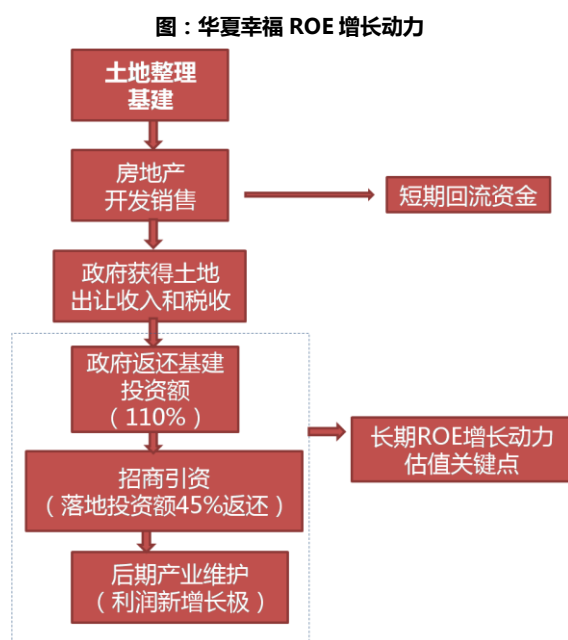
在大资管模式下，鞭策“投、融、资、管”这一商业闭环积极运作的灵魂是**投资回报率**，产业地产即看**ROE**，评估体系从以往关注销售或持有物业带来的现金流转移到**重点关注园区现有投资收益和未来资产增值数据**，从关注周转转移至**关注运营**。

具体到华夏幸福来看，“京津冀红利持续+大规模异地扩张+基建项目增多”，一方面资产滚动资产，保障其 ROE 增势不减，另一方面为园区产业培育、生态链的构建进行资金补血，2016 年市值或将突破千亿。

1) 京津冀红利持续，一是京东地区大厂、香河拥有超过 160 平方公里委托开发面积，北京市政府东迁通州、环球影城落地等政策逐步落地；根据公司 7-9 月份销售经营简报，2015 年前九月在大厂和香河区域累计商品房销售面积同比上升 39%，超过传统主力区域固安销售面积。二是京南，规划占地 220 平方公里、人口 100 万“中国民航史上最大工程”的首都新机场开工，公司在固安、永清、广阳受托开发面积达到 120 平方公里，也会随之收益。

2) 大规模异地扩张，路径一是国内扩张，京津冀做出名声后外拓方向重点有环上海区域、环沈阳区域、环武汉区域；路径二是异国扩张，完成在印度尼西亚的产业新城布局，先前中方就与雅加达到万隆的铁路项目签订协议，除了负责铁路的建设和运营外，还将为铁路提供金融机构的贷款和融资。

3) 基建项目增多，传统的基建项目包含“铺路建厂、城市景观、市政配套”等，截至 2015 年中期年报，以固安产业园区为例道路完工 5 条，累计建设厂站 21 座；道路 112 条，面积 434.25 万平方米；景观 60 个，面积 341.32 万平方米。除此之外，伴随京津冀一体化的推进，基建项目上华夏幸福发力构建交通体系，如 2015 年底与千方科技携手，涉足固安交通系统。



资料来源：cric 整理

小结：下一阶段三大利润源确保 ROE 增速，华夏幸福冲刺千亿后劲十足；园区“住宅配套+土地整理+城市住宅配套”伴随扩张保持高增长率、“基础设施建设”目前尽管营收贡献低，但增速快、“产业发展服务”伴随产业落地将进一步增长。

建议：回顾 2015 年华夏幸福一系列的动作，多是在“投融管退”四大环节的“管”上下功夫，增添企业孵化要素、打造产业生态圈，本质就是为园区建设后的产业招商、运营做准备。而资管平台上的“投融”

环节，从目前的模式看，靠与政府 PPP 合作开发，仅能实现“半”轻资产化运营；未来伴随清晰的盈利模型和估值方法，联系“退”这一环节，平台上可引入更多的资管方作为战略投资者，全面实现轻资产化运营。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。