



华夏幸福：土地财政分享的博弈



【财新网】(专栏作家 陈欣) 2021 年 12 月 9 日, 华夏幸福金融机构债委会以 71.9% 的同意比例通过了债务重组计划。市场对此反应积极, 12 月 10 日公司股票 (600340.SH) 涨停, 收盘价格为 3.85 元, 对应市值为 150 亿元。

华夏幸福的债务危机始于 2021 年 1 月, 当时穆迪、惠誉等机构纷纷下调华夏幸福的信用评级。1 月 15 日, 华夏幸福对中融信托违约两笔本息共计 11.2 亿元的到期信托计划。1 月 18 日该消息的正式披露, 推倒了公司违约潮的多米诺骨牌。截至 2 月 1 日华夏幸福召开金融机构债委会时, 已有 52.6 亿元本息金额的银行贷款、信托贷款等债务产生逾期。

债务危机发生八个月后, 华夏幸福于 9 月 30 日再次召开金融机构债委会, 提出了针对其 2192 亿元金融负债的重组计划草案。与此同时, 华夏幸福的债务危机愈演愈烈, 截至 11 月 30 日公司的违约债务本息已达 1013 亿元, 公司实际控制人王文学的间接持股比例在被强制处置后已下降至 23.6%, 低于中国平安 (601318.SH) 所持的 25.2%。

华夏幸福是中国最大的产业新城运营商, 近年来盈利丰厚, 又有实力强大的平安作为主要股东, 为何会产生如此巨大的债务风险? 应如何看待债务重组后公司的内在价值?

2002 年 6 月, 廊坊市决定设立“廊坊开发区固安工业园区”。固安工业园区在管委会正式成立后, 与三浦威特签署了一系列委托开发协议, 委托其进行区域规划、基础设施建设、土地整理、产业发展服务、园区综

合服务等业务。委托面积为 60 平方公里，委托期限为 50 年，且委托具有排他性，非经被委托方同意不得变更或撤销。

也就是说，地方政府并未通过旗下的城投公司对园区进行开发，而是将包括招商引资在内的主要核心园区业务尽数综合委托给一家民营版的城投公司。这是河北省第一个“政府主导、企业运作”的园区模式。

2012 年和 2015 年，固安县又将两家新设园区委托给华夏幸福 50 年，委托面积分别为 48.6 平方公里和 64.3 平方公里。

2002 年固安县的财政收入不足亿元，经济上属于环京农业贫困县。而到了 2020 年，固安县实现 GDP335.2 亿元，完成财政收入 83.7 亿元、一般公共预算收入 50.2 亿元。固安县得以实现如此经济发展的背后，离不开华夏幸福在各开发园区对基础设施建设的巨额投入和大规模产业引进。

2005 年起，固安模式先后得到了各级地方政府的明确认可，2006 年 3 月固安工业园区又升级为河北省级开发区。2015 年 7 月，固安高新区入选国家发改委 PPP 示范项目，同年固安模式被国务院办公厅通报表扬，获得了国家层面的认可。

华夏愿意积极投入的原因在于园区与公司签订了丰厚的利益反馈机制。对此，华夏幸福在 2011 年借壳国祥制冷时进行了详细说明。

对于基础设施建设、土地整理、园区综合服务等委托业务，固安工业园区管委会根据专项审计报告确认的项目成本及相关税收，加成 10% 结算

支付费用。

对于产业发展服务的委托业务，管委会按经审计确认上一年度新增落地投资额的 45% 结算招商佣金。新增落地投资额包括新增入园企业购买土地、厂房、机器设备，租赁土地房屋等方面的投资金额。

管委会根据专项审计报告就相关项目出具结算和支付确认函，可以一次性支付，也可选择分期支付；根据相关文件，产业发展服务费的支付分期不超过五年，基础设施建设、土地整理等其它业务服务费的支付分期不超过三年。

固安工业区享受共享税、地方税收、土地出让金等非税财政收入县级留成全额返还的财政体制，固安县财政局于次月向管委会安排拨付返还工业区的财政资金，管委会于资金到账十日内向三浦威特支付相关服务费用。

在各项主要的税收中，增值税和企业所得税的县级留成比例仅为 10%，个人所得税的县级留成比例为 20%，而且入园企业在投资初期还享有企业所得税县级留成部分“一免两减半”以及地方行政性收费减免等优惠政策，在短期内基本无法贡献增量税收。

更重要的是，土地出让金收入的县级留成部分则为 99%，土地增值税、土地使用税、城建税、房产税、契税、耕地占用税的县级留成比例均为 100%。因此，与土地财政相关的收入成为园区管委会支付服务费的最主要来源。

开发区园区的土地整理和基础设施建设对资金需求量大，且占用时间

较长。其中征地拆迁的成本约占 60%，修路等“九通一平”的基础设施和公共服务设施建设成本占剩下的 40%。因此，华夏幸福需要匹配短期现金回流的业务才能平衡其商业模式。

一般来说，承担土地整理和基建任务的城投公司往往由地方政府配给优质土地或具有较好现金流的其他资产。与之类似，华夏幸福选择了产业新城的配套住宅项目回流现金。一般来说，地方每年获取的用地指标中不低于 50%用于园区配套地产的开发，用地指标中约 30%用于商品房的开发。

华夏幸福通过旗下的京御地产打造了“华夏”和“孔雀城”等系列品牌的住宅项目。在拥有园区排他性区域合作协议的情况下，华夏幸福开发产业新城配套住宅具有极强的优势。公司不仅可通过定向招拍挂取得廉价土地储备，而且能按照按需随取的形式，不需要像大多数房地产企业为保障未来土地储备而占用大量资金。公司在 2020 年末的规划计容建筑面积仅有 1123 万平方米。

此外，大量住房的销售还可带动园区的土地出让金收入，反过来又为华夏幸福结算区域开发业务提供充足的资金。2018—2020 年，华夏幸福的房地产业务的合同销售额分别达到 1292.7 亿元、1029.4 亿元和 505.1 亿元；同期确认的营收分别为 515.5 亿元、667.4 亿元和 593.1 亿元，对应毛利率为 29.7%、32.9%和 25.8%。

2016 年，华夏幸福尚能实现 77.6 亿元的正向经营性现金流。然而，随着公司的不断扩展，公司的经营性现金流开始大幅恶化，2017 年就转为

流出 162.3 亿元，2019 年和 2020 年更是大幅流出 318.2 亿元和 231.6 亿元。

华夏幸福从事的产业新城商业模式与地方政府所辖城投公司相当接近。固安模式中最为独特的部分在于，作为园区的综合服务方对地方政府收取高达新增落地投资额 45% 的产业服务费。

地方政府从园区新增企业可获得产值及 GDP 增量，但短期内很难从企业的经营中直接获得税收增量以覆盖如此高昂的招商服务费，其获益途径只能是产业和人口导入后带来的土地增值。而华夏幸福商业模式的核心就在于和地方政府分享土地财政所获收益。

据财新报道（详见《封面报道·造城者：神话与阴影》），华夏幸福在 2002 年与固安县签订的协议中，约定土地整理部分的成本 100% 返还，并按一定比例与政府分享土地出让净收益。2008 年 12 月，大厂县明确出台相关文件，允许华夏幸福的项目主体公司大厂鼎鸿参与分享委托开发区域的新增税收和土地出让转让收入等非税收入形成的收益。根据 2011 年华夏幸福的披露，当时大厂土地的平均纯收益为 30 元/平方米，折合约 2 万元每亩、3000 万元每平方公里，而大厂县两家开发区的面积就达到 83.2 平方公里。

当土地价格大涨、成交活跃时，华夏幸福从地方政府获得的收益分成金额就会大幅增长。例如，华夏幸福园区配套住宅的平均价格从 2015 年的 7710 元/平方米分别上涨至 2017 年 12320 元/平方米。华夏幸福的园

区结算回款额则从 2015 年的 98.3 亿元增长为 2017 年的 299.1 亿元，增加了 204.3%，足以覆盖 2017 年公司 230.9 亿元产业发展服务收入和 47.9 亿元土地整理收入。2017 年末，公司的 185.3 亿元应收政府园区结算款中，98%以上均为一年以内。

可见，此时华夏幸福的商业模式运行相当顺畅。

固安工业园区模式的成功给了华夏幸福不断扩张的信心，先是在河北环京区域复制“固安模式”。2011 年华夏幸福借壳上市后，开始增加在长三角、粤港澳大湾区、环郑州、环武汉等国内主要都市圈的布局。

在结算比例上，华夏幸福对后期园区的土地整理及基础设施建设收取的服务费用一般均按建设成本加成 15% 进行计算。这也是近期各地大多数城投公司与地方政府结算的惯例。

然而，在经济更为活跃的南方都市圈，华夏幸福所获取的合作条款就与河北有所不同。

以浙江嘉善县为例，2013 年 4 月，华夏幸福签订了开发运营 12 平方公里区域嘉善产业新城的委托合作协议，但公司获得的委托期限仅有 18 年。2018 年公司新签订嘉善科技新城的委托期限又被缩短至 15 年，远低于公司在河北所获得的平均委托期限。为弥补原有合作条款的不足，华夏幸福在 2016 年与嘉善县政府签订补充协议，增加除生活性服务业以外的服务业类企业的结算项目，公司可向园区收取 2019 年 3 月前新落户企业成立

后三年内营收的 10%作为服务费。

2017 年 3 月，华夏幸福与嘉兴市南湖区政府签订嘉兴科技城产业新城合约，委托年限同样是 18 年，除了常规的 45%产业发展服务费以外，还特别规定科研类地块上引进的项目再按每年营收的 10%额外结算服务费用，结算期限为三年。

截至 2020 年末，华夏幸福在国内运营开发的产业园区已超过 60 个，在印度尼西亚还布局了两座产业园区。2020 年公司来自环京区域的营收为 520.5 亿元，而来自外埠区域的营收为 484.9 亿元，几乎平分秋色。

据财新报道，华夏幸福与园区的分成比例在每个地方、不同阶段都不相同。公司在 2005 年和固安县政府约定的初始分成比例高达 90%，每 5 年下降 5%，递减到 2017 年为 75%，而在长三角地区的初始分成比例低于 80%。

固安工业园区的 2020 年度部门决算数据则更为清晰。2020 年园区共完成财政总收入 25 亿元，其中一般公共预算收入 10.7 亿元、土地出让金 14.3 亿。当年县财政返还园区的拨款共 12.4 亿二 廿中 一 般 公 共 预 算 财 政

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31381

