

华夏幸福多元化融资动因及效果研究

刘 瑛

北京印刷学院经济管理学院, 北京

收稿日期: 2025年4月20日; 录用日期: 2025年5月30日; 发布日期: 2025年6月6日

摘 要

随着我国市场经济体系的不断完善, 房地产业可持续发展需要构建稳健的资金保障机制, 然而当前该行业普遍面临多重融资困境: 过度依赖银行信贷导致流动性风险积聚, 融资渠道相对单一难以匹配资金需求等。在国家强化房地产金融监管的政策背景下, 传统银行贷款渠道受到限制, 探索多元化融资缓解行业资金问题至关重要。作为房地产领域具有标杆意义的龙头企业, 华夏幸福在应对资金需求的压力进行了创新性实践, 逐步探索了约20多种融资方式。本文选取该企业2012~2023年期间的融资方式作为研究样本, 研究多元化融资策略的实施动因及经济效应。最后通过企业的实践经验与现存问题, 进而从行业层面提出融资渠道优化建议, 为房地产企业突破融资问题提供参考路径。

关键词

多元化融资, 华夏幸福, 房地产行业

Research on the Motivation and Effect of Diversified Financing of China Fortune Land Development

Ying Liu

School of Economics and Management, Beijing Institute of Graphic Communication, Beijing

Received: Apr. 20th, 2025; accepted: May 30th, 2025; published: Jun. 6th, 2025

Abstract

With the continuous improvement of China's market economy system, the sustainable development of the real estate industry requires the establishment of a stable financial guarantee mechanism. However, the industry currently faces multiple financing difficulties: excessive reliance on bank credit leads to the accumulation of liquidity risks, and the relatively single financing channels make it difficult to match the capital demands. Against the backdrop of the state's strengthened regulation of real estate

finance, traditional bank loan channels are restricted, making it crucial to explore diversified financing to alleviate the industry's capital problems. As a leading enterprise with benchmark significance in the real estate sector, China Fortune Land Development has carried out innovative practices in response to the pressure of capital demands and gradually explored about 20 different financing methods. This paper selects the financing methods of this enterprise from 2012 to 2023 as research samples to study the implementation motives and economic effects of diversified financing strategies. Finally, based on the enterprise's practical experience and existing problems, it proposes optimization suggestions for financing channels from the industry level, providing a reference path for real estate enterprises to break through financing problems.

Keywords

Diversified Financing, China Fortune Land Development, Real Estate Industry

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

1.1. 研究背景

作为国民经济体系的重要组成部分，我国房地产行业自上世纪八十年代进入市场化改革后实现了高速增长，对宏观经济运行产生显著拉动效应。然而，该行业具有显著的资本密集型特征，其开发周期长、前期投入资金多、政策敏感度高属性，使得企业在不同发展阶段均面临巨额资金需求。在此背景下，融资渠道的选择已成为决定企业发展质量的关键要素。

当前国内房地产企业普遍遭遇融资约束加剧的困境，其困难主要体现在两个维度：其一，融资工具创新不足导致渠道单一化。商业银行贷款长期占据融资结构主导地位，这种融资方式不仅难以满足企业全周期资金需求，更易引发流动资金风险。其二，融资深受国家政策的影响。近几年，政府陆续出台了一系列的政策来应对市场上的炒房现象：2020年出台的“三道红线”政策通过资产负债率、净负债率及现金短债比三重指标构建融资约束机制；2021年住建部门协同央行建立系统性金融风险防范框架，通过信贷利率上浮、债务规模管控等措施重构行业融资体系。这些政策在规范市场秩序的同时，对传统融资方式产生了限制，并且将带来较高的融资风险。因此，构建多层次融资体系、优化债务期限结构、创新资本运作模式，已成为房地产企业实现可持续融资能力提升的必然选择。

1.2. 研究意义

在金融市场深化改革的背景下，融资渠道多元化已成为资本市场发展的主要趋势。从企业的角度看，多元化融资不仅能够拓宽企业资本筹措渠道，提高盈利能力以推动规模扩张，更通过优化资本结构实现双重战略价值：一方面通过股权融资工具提升权益资本占比，推动资本结构优化；另一方面有效控制债务融资依赖度，系统性降低财务风险。从国家的角度看，监管机构根据金融市场变化，持续完善企业杠杆率调节机制，旨在规避因企业过高的负债率造成破产与社会经济波动。这种政策与企业多元化融资形成体系，共同促进经济体系的稳健发展。

面对国家政策对企业高杠杆率的调控以及负债融资方式的限制，多元化融资为房地产企业融资难打开了新局面。多元化融资可以使企业减少负债融资的使用，为企业补充营运资金，防止资金链断裂。本

文通过分析华夏幸福多元化融资,能一定程度上为其他房地产企业提供多元化融资决策经验,有利于我国房地产行业整体融资决策水平的提高。

1.3. 文献综述

胡晓龙、王雪珍(2010)通过研究发现,在国家政策的调控下,传统的银行贷款融资受到较多限制,单纯依赖银行借款的融资方式无法长久,房企的融资模式将逐渐呈现以金融机构借款、内源融资、信托融资为主,创新性融资方式为辅,直接融资与间接融资相结合的多元化格局[1]。蒋文怀(2011)认为,美国的以证券市场为主导的房地产融资模式值得学习,房地产行业可以在延续传统融资方式时,尝试使用信托融资和资产证券化等融资渠道,让融资渠道的选择更加丰富[2]。王誉臻(2016)认为,中小企业在面对市场的改变时,往往无法占据主动权。中小企业只能被动接受一些创新型融资方式的兴起。在帮助中小企业解决融资困难方面,房地产信托和股权合作方式发挥了非常大的作用。中小企业在加强股权合作的同时,还可以积极探索售后回租、保值回购等新型融资方式[3]。姚丽娟(2016)提出我国房地产企业发展多元化融资模式,可以尝试房地产信托、资产证券化、私募股权融资等方式。企业在决定融资方案的同时,要遵循考虑自身发展情况、设定目标利润、控制研发周期等原则[4]。沙振波等(2016)认为,现阶段我国房地产上市公司的融资方式主要有银行借款、预收款项、按揭贷款、债券融资等[5]。

2. 华夏幸福简介及其多元化融资动因分析

2.1. 华夏幸福简介

华夏幸福基业股份有限公司(以下简称“华夏幸福”)作为中国产业新城开发领域的先驱企业,成立于1998年。在创始人王文学的战略引领下,其首个标杆项目“华夏花园”凭借创新开发模式迅速获得市场认可。2007年完成股份制改革后,企业于2011年通过反向收购ST国祥实现A股上市(证券代码:600340),标志着资本运作能力的实质性提升。然而,2017年后受环京经济圈调控政策影响,加上金融去杠杆的宏观环境,企业逐步陷入经营困局。尤其在2020年货币紧缩政策影响下,各种融资渠道受限导致企业债务风险加速暴露,截至当年2月累计逾期债务本息达52.5亿元,使华夏幸福面临资金链断裂的风险,预计未来筹集资金更加困难。

本文选择华夏幸福作为研究对象具有双重研究价值。一是由于华夏幸福曾经历过快速扩张时期,对资金的需求无论从数量上还是迫切程度上都十分具有代表性;二是因为华夏幸福目前经历的资金危机也是大部分房地产企业正在经历的,通过分析华夏幸福在融资方面产生的问题,很大程度上能映射整个房地产企业的融资问题。

2.2. 华夏幸福多元化融资动因分析

2.2.1. 外部动因

1) 国家政策的影响

国家的宏观政策调控对企业融资模式转型具有显著的导向作用。自2016年以来,监管层通过一系列政策来调控行业内过高的房价。在深化供给侧结构性改革进程中,2015年《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》的出台,标志着企业债务风险防控体系正式纳入国家治理议程。随后2018年颁布的资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,通过重塑金融机构资产管理业务生态,进一步强化了影子银行体系监管。在政策调控与债务的双重作用下,华夏幸福不可避免地面临着融资问题:融资困难,销售有限,企业资金难以覆盖债务风险。在货币政策持续收紧、房地产和金融市场“双规”的背景下,华夏幸福急需资金。因此,对华夏幸福来说,寻求多元化的融资渠道来筹集资金特别重要。

2) 产业新城模式的影响

产业新城开发模式面临两大核心资金挑战。其一，开发主体需要承担前期的资金压力。华夏幸福采用的“产业新城 + 都市工业园”开发模式中，政府前期不参与投资决策，迫使企业独立承担土地相关支出，涵盖集体土地购买、拆迁安置、土地清理及市政基础设施配套等环节。待工业新城房地产开发启动后才能收回资金。只有当新的工业城市的房地产开发开始时，才能收回这些钱。在这种模式下，华夏幸福在起步阶段要投入大量资金，仅靠内部资源是无法弥补前期投入的，因此需要引入大量的外部资源来维持企业项目的正常运转，实现长期、持续、健康的发展。

其二，产业新城模式回报周期长。产业新城开发区别于传统地产项目的核心特征在于其复合型业态布局，涵盖土地整理(3~5 年)、产业培育(5~8 年)及城市运营(10+年)等长周期业务模块。由此可见，产业新城的项目远比一般房地产开发项目的规模要大，建设周期也要更长，这就导致了产业新城项目的资金周转速度十分缓慢，影响资金的使用效率。华夏幸福如果不能在建设期间的不同时间段筹集到大量资金，不仅无法维持项目的正常实施，还可能会导致企业不能按时还本付息，从而导致现金流断裂。所以，为了解决资金的错配问题，华夏幸福必须运用多元化的融资方式来筹集资金[6]。

2.2.2. 内部动因

华夏幸福归属于民营企业范畴。当前，国内国有商业银行在发放贷款时，较多依据企业所有权情况，这致使私营企业在获取银行贷款方面相较于国有企业难度更大。同时，银行秉持以安全与盈利为基础的贷款政策，民营企业在企业制度完善程度、发展潜力以及市场认可度等层面，普遍被认为不如国有企业。基于此，为有效降低银行贷款风险以及交易成本，银行在面对民营企业时，不太愿意发放贷款。就华夏幸福而言，既然难以依靠银行贷款来保障企业日常经营活动的顺利开展，那么就有必要积极拓宽融资途径，创新融资模式，探寻契合企业自身发展的多元化融资组合方式[7]。

Table 1. China Fortune Land Development’s asset liability ratio from 2014 to 2023
表 1. 华夏幸福 2014~2023 年资产负债率

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华夏幸福资产负债率	84.74%	84.80%	84.78%	81.10%	86.65%
房地产企业资产负债率	73.76%	75.92%	76.56%	78.40%	79.73%
年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
华夏幸福资产负债率	83.90%	81.29%	94.60%	94.04%	93.78%
房地产企业资产负债率	79.04%	78.82%	78.50%	77.82%	75.97%

数据来源：华夏幸福年报。

根据表 1 可知，华夏幸福集团的资本结构呈现显著的高负债率特征，其大部分融资来源于债务，资产负债指标长期维持在 85%以上，较房地产行业 75%的均值水平存在明显偏差。根据房地产企业融资监管要求中的“三条红线”指标，该企业不含预收款项的资产负债率已超过 70%的监管阈值。从融资结构来看，过高的债权性融资比例导致企业面临着还本付息和财务风险的双重压力。因此，华夏幸福需要实施融资渠道多元化战略，通过拓展股权融资、资产证券化等直接融资方式，有效降低财务杠杆系数，进而调节资本结构来降低财务风险。这种转型不仅符合监管层推动行业降负债的政策导向，更是企业实现可持续发展的重要路径。

3. 华夏幸福多元化融资情况介绍

自 2012 年完成资本市场化转型以来，华夏幸福持续探索多元化融资路径。通过收益权转让协议、资

产证券化及售后回租模式等创新性融资方式，其融资覆盖领域广泛且呈现多元化特征。根据表 2 的统计数据，企业在过去十年间已构建起包含十余种融资模式体系。下文将系统解析该企业在不同发展阶段所采用的融资工具。

Table 2. China Fortune Land Development’s diversified financing specific methods
表 2. 华夏幸福多元化融资具体方式

融资类型	融资方式
内源融资	销售回款
债权融资	银行借款、公司债、关联方借款、委托贷款、银团贷款、银行承兑汇票、商业承兑汇票、短期融资券、中期票据、境外债券
股权融资	定向增发、战略引资
创新融资	股权收益权转让、特定收益权转让、应收账款收益权转让、股票质押、夹层融资、永续债、可交换债券、售后回租式融资租赁、债务重组、债权转让、资产证券化

数据来源：华夏幸福年报。

3.1. 内源融资

内源融资是企业融资策略中的关键一环，主要依赖企业的内部积累，主要来源是企业日常经营活动中带来的盈余，包括盈余公积、未分配利润和折旧等。该模式具有双重优势：其一，财务成本可控性强化了资本运作效率；其二，风险敞口较小确保企业免受资本市场波动影响。内源融资的特性使企业能够通过自主支配内部资本，有效提升资本的循环效率，从而促进企业自身的稳健发展[8]。

Table 3. China Fortune Land Development’s total internal financing at the end of 2018~2023 (in billions of yuan)
表 3. 华夏幸福 2018~2023 年期末内源融资总额(亿元)

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
盈余公积	19.13	19.13	19.39	15.43	15.17	15.17
未分配利润	283.67	388.41	384.14	-11.92	3.91	-56.24
折旧	13.20	20.30	24.88	29.17	31.67	31.58
内源融资总额	316	427.84	428.41	32.68	50.75	-9.49

数据来源：华夏幸福年报。

由表 3 数据可知，华夏幸福内部融资规模走势呈现出先升后降的态势。与公司的债务融资规模相比，华夏幸福的内源融资规模明显偏小，融资总额也相对不高。这一状况清晰地表明，内源融资在华夏幸福的融资体系中并非占据主导地位。作为一家对资金需求庞大的房地产企业，华夏幸福持续扩张的业务规模使得依靠内源融资，难以满足其资金需求。因而，该公司不得不借助大规模的外源融资，来保障自身发展的资金需要。

3.2. 债券融资

1) 银行贷款

Table 4. Bank loan financing situation of China Fortune Land Development from 2018 to 2023 (in billions of yuan)
表 4. 华夏幸福 2018~2023 年银行贷款融资情况(亿元)

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
银行贷款	487.20	455.69	496.86	389.55	372.96	497.21
融资总额	1348.73	1792.15	1952.15	2057.44	2001.59	1884.61
银行贷款占比	36.1%	25.43%	25.45%	18.93%	18.63	26.38%

数据来源：华夏幸福年报。

从表 4 所呈现的数据来看，除 2021 年与 2022 年以外，该公司通过银行贷款所获融资在融资总额中的占比均超 25%。由此可见，银行贷款在华夏幸福的融资途径中占据关键地位。鉴于华夏幸福民营企业的属性，银行在向其放贷时一直秉持审慎态度。不过，在华夏幸福独特的产业新城模式获得国家关注与认可后，众多银行纷纷看好企业未来发展潜力，相继与华夏幸福构建起长期且稳定的战略合作伙伴关系，给予充足的授信额度，并维持贷款利率的稳定性。然而，受 2020 年相关政策影响，房地产企业的银行贷款逐步受限，银行贷款规模进一步收缩，这也致使 2021 年和 2022 年银行贷款在融资总额中的比重下降至近年来的最低水平。这充分说明，尽管华夏幸福近年来持续尝试拓展融资渠道，力求实现融资多元化，但鉴于房地产行业的特性以及自身业务规模的持续扩张，企业庞大的资金需求使其对银行贷款依旧存在较强的依赖。在华夏幸福正常运营阶段，银行贷款可补充短期流动性，满足项目开发建设资金需求，支持其快速扩张战略。但在债务危机后，企业首要战略是债务化解与流动性修复，银行贷款在严格条件下难以大规模获取，对短期战略支撑作用减弱。然而，由于产业新城开发回报周期长，与银行贷款期限结构存在一定错配，长期来看银行贷款在满足企业长期战略资金需求上存在局限性，且企业债务风险积累也影响银行长期资金投放意愿，削弱了长期战略匹配性。

2) 公司债

由表 5 可知，华夏幸福在 2015~2020 年间通过债权工具持续优化公司的融资成本。公司债的发行需要较高的信用评级，以吸引投资者并降低融资成本。在华夏幸福经营正常时期，凭借其在房地产及产业新城领域的规模和影响力，获得相对不错的信用评级，满足发行公司债的基础条件。数据显示，该阶段累计完成 21 笔公司债发行，募集资金规模达 447 亿元，其债务平均利率保持在 5% 以上。这种债务融资方式不仅在股权结构稳定的前提下，保障了土地储备、项目开发等中长期资本需求，又为企业节省了大量利息成本。

然而，受 2020 年行业调控政策与市场环境变化影响，华夏幸福财务状况出现了问题。根据其财务披露，截至 2022 年末，通过债务工具募集资金已全部使用，受制于“三道红线”监管约束及市场风险偏好变化，企业已暂停新增债券发行，华夏幸福提出了相应的偿债方式。

Table 5. Issuance of China Fortune Land Development’s corporate bonds (in billions of yuan)
表 5. 华夏幸福公司债券发行情况(亿元)

年份	发行年限	年度发行期数	平均利率(%)	发行期数
2015 年	4~5 年，最长 7 年	80	5.10	5
2016 年	4~5 年，最长 7 年	225	5.15	9
2018 年	4~5 年，最长 7 年	132	7.10	6
2019 年	5 年	10	5.50	1
2020 年	3 年	24	7.70	1

数据来源：华夏幸福年报。

3) 商业汇票

表 6 系统性地梳理了华夏幸福商业票据融资的阶段性的演变特征。2013~2015 年，该企业采用银行承兑汇票作为短期融资工具，但其初始操作模式存在局限性：2012 年全额质押保证金的票据签发模式实质上形成无风险敞口的资金冻结，未能发挥信用杠杆效应。只有当银行对企业授信，存入的保证金小于银行承兑汇票金额，才能够达到融资的目的。

自 2014 年起，企业融资方式出现转变。通过加大商业承兑汇票的比例，其供应链融资规模实现年均 27% 的复合增长。这种转变反映了企业的商业信用价值已获得市场认可，标志着企业从传统银行信用依

赖向商业信用开发的战略转型。

Table 6. Issuance of commercial bills by China Fortune Land Development from 2014 to 2020 (in billions of yuan)

表 6. 华夏幸福 2014~2020 年商业汇票发行情况(亿元)

年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
银行承兑汇票	0.2	4.5	8	4.6
承兑金额保证金	0.2	0.75	5.75	2.3
商业承兑汇票	-	-	12.99	13.61
合计	0.2	4.5	20.99	18.21

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
银行承兑汇票	-	-	-	-	-
承兑金额保证金	-	-	-	-	-
商业承兑汇票	12.96	84.67	91.29	76.51	144.59
合计	12.96	84.67	91.29	76.51	144.59

数据来源：华夏幸福年报。

4) 短期融资债券

短期融资债券作为企业重要的直接融资工具，其核心优势在于融资成本与规模。相较于普通公司债券，短期融资债券在融资成本方面更具优势；而传统的银行贷款相比，其融资额度通常更具弹性。然而，这类债券的发行主体需满足严格的资质要求，通常仅限于信用评级较高、财务基础稳固的优质企业。由于产品期限结构的特性(通常不超过 1 年)，此类融资工具可能引发偿债风险。若企业现金流管理不当，可能引发短期偿债压力增加。从企业财务策略角度分析，现金流充裕且稳定的企业更倾向选择此类工具进行低成本融资。以华夏幸福为例，该企业在 2015 至 2016 年期间就曾成功实施多笔短期融资债券发行，具体发行数据详见表 7 所示。

Table 7. Issuance of China Fortune Land Development's short-term financing bonds

表 7. 华夏幸福短期融资债券发行情况

债券简称	发行日	到期日	债券余额	利率(%)
15 华夏债	2015/7/29	2018/7/29	10	5.99
15 华夏 02	2015/8/31	2019/8/31	10	6
15 华夏 03	2015/9/9	2019/9/9	10	5.58
15 华夏 04	2015/9/28	2018/9/28	10	5.69
15 华夏 05	2015/10/22	2022/10/22	40	5.5
16 华夏债	2016/1/20	2023/1/20	15	4.88
16 华夏 02	2016/3/3	2021/3/3	20	7
16 华夏 01	2016/3/4	2021/3/9	28	7.4
16 华夏 04	2016/3/24	2021/3/24	30	7.4
16 华夏 05	2016/4/12	2021/4/18	20	7.2

3.3. 股权融资

1) 定向增发

作为非公开股权融资工具，监管机构对上市公司定向增发有严格的业绩与合规要求，华夏幸福经营良好时，凭借连续盈利和合规经营具备条件，业务扩张期的出色业绩使其更具优势；但债务危机后业绩下滑、违约频发，导致增发困难。定向增发存在股权稀释、股价波动和项目失败风险，且在华夏幸福债

务危机后，无论是短期的业务扩张，还是长期的产业新城生态构建战略，都因公司信用问题难以通过定向增发获得有效支持。从华夏幸福的资本运作来看，该企业对该融资渠道运用较为谨慎。根据公开披露信息如表 8 所示，仅在 2016 年实施过一次定向增发：以每股 22.64 元的价格发行 3.09 亿股，合计募集资金 68.94 亿元，其中在项目执行过程中形成了含利息收入在内的 3.27 亿元资金节余，该金额低于募资净额的 5%基准线。基于审慎财务原则，企业将节余资金永久性补充运营资本，有效强化了资金管理效能。截至 2020 年末报告期，相关投资项目已全部完成建设，最终实现的超额收益(含利息)3.27 亿元，占净收益人民币 600 万元的 5%以下。

Table 8. Number of subscribers for China Fortune Land Development’s directional issue
表 8. 华夏幸福定向增发发行对象认购数量

序号	名称	配售股数(股)	配售金额(亿元)
1	财通基金管理有限公司	64743374.00	14.66
2	中信建投基金管理有限公司	41966872.00	9.50
3	申万菱信基金管理有限公司	33126015.00	7.50
4	泰达宏利基金管理有限公司	3319787.00	7.09
5	国寿安保基金管理有限公司	30928816.00	7.00
6	招商财富资产管理有限公司	30928312.00	7.00
7	长城国融投资管理有限公司	30927310.00	7.00
8	青岛城投金融控股集团有限公司	30927310.00	7.00
9	信达新兴财富(北京)资产管理有限公司	14323847.00	3.24
合计		309187279.00	70.00

2) 战略引资

受房地产限购限贷等调控政策措施的影响，2017 年京津冀区域楼市出现深度调整，市场价值缩水显著加剧了华夏幸福的经营压力。为减轻政策冲击带来的影响，企业通过加速区域布局战略大幅增加资本开支，致使当年经营性现金流呈现 162.28 亿元净流出。面对资金紧张的局面，2018 年 9 月华夏幸福与中国平安达成战略合作协议，重点围绕综合金融服务与产业生态协同发展开展合作。2019 年 4 月，企业通过协议转让方式向平安资管定向出售 1.71 亿股股份，作价 42.03 亿元(每股定价 22.64 元)，交易完成后平安资管累计持股 7.58 亿股，占总股本 25.25%跃居第二大股东。引入该战略投资者虽有助于提升公司治理效能、优化资产负债结构并强化主业发展稳定性，但也带来股权稀释及潜在控制权转移的治理风险。

3.4. 创新融资

1) 永续债

永续债融资对企业信用评级、资产规模和偿债能力要求较高。华夏幸福经营良好时，凭借行业地位、稳定现金流、大规模土地储备和项目资产，较易满足永续债发行条件，也具备利息支付能力。但陷入债务危机后，其信用评级下调、偿债能力骤降，不仅难以达到发行门槛，即便发行也需承担高额利率。从风险看，永续债存在利息支付刚性、会计处理认定不确定及利率重置等风险，在企业经营不善时易引发危机。在战略匹配上，正常运营期永续债可满足短期扩张资金需求，理论上符合长期战略资金需求，但债务危机后，其利息支付压力使其难以支持企业短长期战略，反而成为发展阻碍。

作为创新型融资工具，永续债自 2017 年起被华夏幸福纳入融资体系，其核心运作机理体现在特殊会计处理优势。通过大规模发行永续债券如表 9 所示，企业将募集资金全额计入所有者权益账户。这种融资方式一方面通过降低表内负债率有效改善财务指标，提升信用评级机构的评估结果；另一方面显著增

强资金储备规模，为后续债务融资创造更有利的市场条件。

Table 9. Issuance of China Fortune Land Development's sustainable bonds

表 9. 华夏幸福永续债发行情况

日期	债权人	金融	初始年利率	会计处理
2017.1.12	中信信托	20	6.10%	权益
2017.4.18	华宝信托	15	5.90%	权益
2017.5.24	华能信托	30	6.00%	权益
2017.6.27	渤海信托	10	5.90%	权益
2017.11.11	光大信托	10	7.20%	权益
2019.4.27	华宝信托	15	5.90%	权益
2019.6.29	渤海信托	10	-	权益
2019.9.4	中信信托	40	9.50%	权益
2019.11.7	西部信托	10	9.50%	权益
2019.11.7	中铁信托	15	9.42%	权益
2019.12.12	陕西国际信托	25	9.50%	权益
2019.12.19	华能信托	30	6.00%	权益
2020.1.21	中信信托	20	6.10%	权益
2020.5.16	中融信托	11	8.50%	权益
2020.6.19	中融信托	15	8.50%	权益
2020.6.29	平安养老	50	8.50%	权益
2020.7.11	平安资管	60	8.00%	权益
2020.9.30	平安汇通	10	8.00%	权益
2020.11.30	西部信托	20	8.50%	权益

2) 售后回租式融资租赁

售后回租作为创新型资产运作模式，其核心是通过标的固定资产所有权转让与使用权，再从买方租回实现资金融通。数据显示，截至 2020 年末华夏幸福累计实施 14 笔售后回租交易，累计融资规模约 36 亿元。这种融资策略不仅实现了资产价值释放与流动资金补充的双重目标，更使得租息整体下降。此类交易在提升资产周转效率的同时，通过结构化设计维持了核心资产的运营控制权，有效平衡了资本运作与业务发展的双重需求。

3) 夹层融资

夹层融资凭借其独特的资本属性(介于股权与优先级债权之间)展现出显著灵活性，其核心特征体现为融资期限较长与条款约束相对宽松。华夏幸福采用信托夹层融资：通过信托平台将债权转化为股权，向投资者发行债券募集资金，而后再将募集到的资金用于公司的融资活动。该企业自 2013 年试点该模式实现 40 亿元融资突破后，至 2017 年末累计 19 次交易实现融资规模超 300 亿元，年均复合增长率达 55%。但 2018 年受财务压力的影响，年度交易频次骤降至 3 次。2019 年监管部门对“明股实债”类融资工具的规范政策实施后，此类带有股权属性的债权安排被明确限制，标志着企业原有夹层融资路径的制度性终结。

4. 华夏幸福多元化融资效果及对策研究

4.1. 华夏幸福多元化融资效果分析

1) 资本结构不稳定

在实施多元化融资策略前，华夏幸福的资本结构呈现显著风险特征：其实际资产负债率较行业均值

相差 10%以内，说明企业偿债能力低、财务风险较高。华夏幸福处于上市初期的战略扩张阶段时，企业专注于自身企业规模的提升，过度依赖传统信贷融资(银行贷款占比超 70%)，通过债务杠杆加速项目开发进程。这种单一融资模式虽短期提升资产周转效率，但产生了大量负债规模，形成“高杠杆-快周转”的财务风险情形。

实现多元化融资后，华夏幸福的资产负债率处于长期高位运行，突破了监管部门设定的 70%融资红线，导致融资渠道选择受限。这种制度性约束不仅限制企业后续融资选择空间，更在 2020 年引发 52.55 亿元债务实质性违约，造成资本市场信用受损。不仅如此，华夏幸福在融资时对资金的错配问题所带来的未来偿债影响考虑得比较少，短期资金用于长期项目的修建，在项目还未能产生收益时短期债务就会到期需要偿还，出现“短债长投”的现象，偿债压力增加，财务风险加大，甚至会让企业资金链断裂，从而导致破产。最后，华夏幸福的财务稳定性很容易受外界环境影响，当外部环境政策变化时企业的各项财务指标就会发生十分明显的变化，企业的抗风险能力比较差[9]。

2) 融资成本上升

在收入水平一致的情形下，较低的融资成本能够帮助企业获取更为丰厚的利润，故而企业在挑选融资方式时，融资成本会成为重点考量因素。图 1 展示的是华夏幸福在 2014 年至 2020 年期间融资加权平均成本的变化曲线，从中能够清晰地观察到，其融资成本呈现出先降低后升高的态势。图 2 呈现的是 2014 年至 2020 年间各类融资的平均成本，其中信托、资管类融资成本在各个年度始终处于最高水平。公司债及债务融资的融资成本在 2016 年至 2017 年期间低于银行贷款，而在其余年份均高于银行贷款。在 2015 年之前，由于企业尚不具备发行公司债的条件，只能采用融资成本较高的融资手段，例如利率约为 15% 的信托借款，以及利率高达 25.69% 的债权转让等。2015 年，企业满足了发债条件，鉴于公司债利率相较于信托借款要低得多，融资成本便出现了显著下降。2016 年，企业开始运用利率处于 3.64%~6.5% 区间的资产证券化融资方式，2017 年又增添了永续债、可交换债等融资成本较低的创新性融资方式，同时相应地减少了信托及资管等高利率融资方式的使用，进而使得整体融资成本得以降低。然而，随着 2019 年房地产市场境内外融资渠道的进一步收紧，房地产企业整体融资成本上升。华夏幸福境外债券利率从 2017 年的 6.5% 攀升至 2020 年的 10.875%，永续债利率从 2017 年的 5.9% 上升至 2019 年的 9.5%，2019 年的平均融资成本相较于 2018 年增长了 1.44%。

融资加权平均利息率

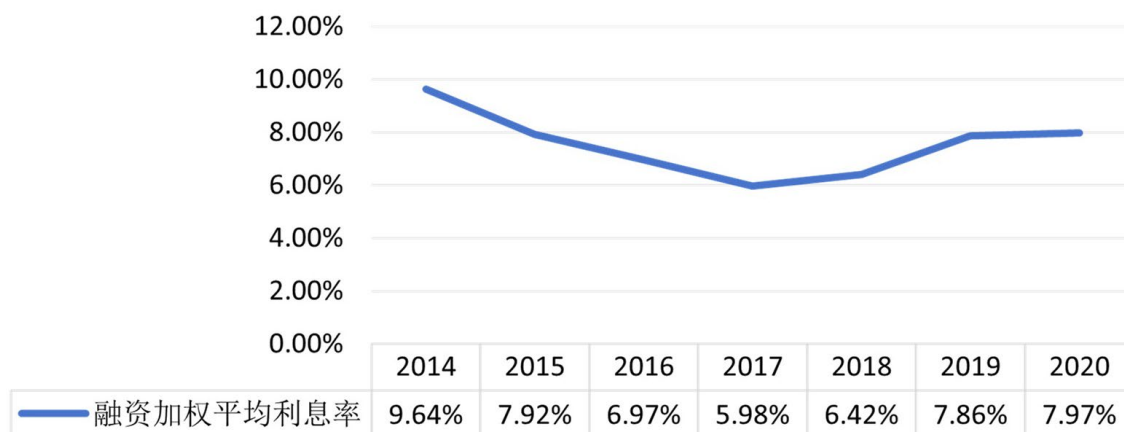


Figure 1. China Fortune Land Development's weighted average cost of financing from 2014 to 2020

图 1. 华夏幸福 2014~2020 年融资加权平均成本

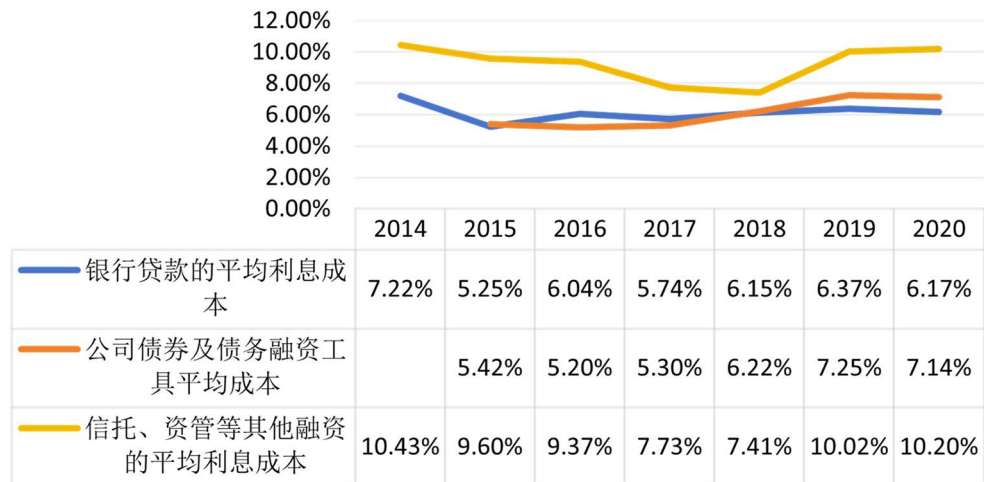


Figure 2. Average cost of various financing for China Fortune Land Development from 2014 to 2020
图 2. 华夏幸福各类融资 2014~2020 年的平均成本

在对华夏幸福融资概况分析时发现企业主要通过银行贷款筹集所需的经营资金，较少使用股权融资获取资金，所以在考虑融资成本时，主要考虑债务融资成本。从华夏幸福近六年的年报中可以发现财务费用较高，这表明华夏幸福正规融资渠道的阻塞，限制了企业生产经营活动的资金融通，借贷费用的增加，使得融资成本越来越高。面对融资成本上升的情况，华夏幸福应该继续优化融资渠道，扩大融资规模，提升企业经营水平[10]。

3) 多元化融资团队技术水平较弱

华夏幸福融资效率未达预期，主要源于技术效率下滑，导致企业扩张规模受限并引发融资能力显著减弱。该企业在创新研发和业务拓展层面存在明显短板。自创立以来，企业实施快速扩张战略，业务版图覆盖国内主要经济中心城市，在武汉、郑州等多个重点城市布局了十余个产业园区。这类项目普遍具有重资产、高投入特性，其资金回收周期远超普通住宅开发项目。在持续高强度的开发进程中，受国家政策调整影响，企业在应对政策变化时缺乏专业团队支持，导致战略决策出现偏差——将京津冀及环京三、四线城市作为核心开发区域。相较于抗风险能力较强的一、二线市场，这类区域受经济波动影响更为显著，进一步加剧了企业经营压力。

4.2. 华夏幸福多元化融资效率提升对策

1) 优化资本配置。针对当前债务负担过重的现状，企业需着力调整财务杠杆水平。通过推进资产证券化进程，针对华夏幸福大量存量的产业园区、商业物业等资产，组建专项工作组，全面梳理符合证券化条件的资产。对京津冀、长三角等经济发达区域内，运营稳定、现金流良好的产业园区，优先打包进行资产证券化，通过公开市场发行，盘活存量资产，同时借助资本市场实现资源价值重估。此外，还建议采取股权战略引资，明确公司核心业务板块，制作详细的商业计划书和财务报告。积极对接战略投资者，深化合作；同时主动与国有资本投资公司洽谈，引入长期稳定的股权资金。探索债转股等资本运作方式，在控制负债规模的基础上构建更具弹性的资金结构，增强抗风险能力。

2) 构建多元化融资体系。建立集团内部资金调度平台，开发智能化资金管理系统，整合集团及各子公司的资金账户信息，实现资金实时监控与调度。制定统一的资金调度规则和审批流程，根据各子公司项目需求和资金状况，合理分配资金。重点探索联合融资模式，联合产业链上下游企业形成风险共担机制，吸引中小投资者参与重点项目。借助资产证券化工具创新融资模式，设计结构化融资产品。引入优

先级和次级投资者，通过合理的分层设计，平衡风险收益比，吸引不同风险偏好的投资者。同时，探索绿色债券、REITs 等创新融资方式，拓宽融资渠道。

3) 成本控制策略升级。实施差异化产品开发策略，组建市场调研团队，深入分析不同区域、不同客户群体的需求特点。建立动态市场监测机制，重点布局政策支持领域。通过完善项目全周期成本管理体系，从项目规划、设计、建设到运营阶段，对各项成本进行精细化管控。在设计阶段优化方案，降低施工成本；加强供应链管理，与优质供应商建立长期合作关系，降低采购成本。建立资源周转效率评估指标体系，定期对项目的资金、土地、设备等资源周转情况进行评估，及时调整运营策略。强化资源周转效率评估，建立以现金流为导向的决策模型。同时加强政策研判能力，建立项目全周期成本管理流程加强政策研判与市场预警：成立政策研究小组，实时跟踪国家和地方的产业政策、房地产政策等变化。建立市场预警响应机制，利用大数据分析市场动态，如房地产市场供需变化、产业园区租金波动等。及时调整项目开发节奏和营销策略，通过精准披露项目预售信息，提升投资者信心。

4) 精细化资金管理。推行预算约束型融资机制，制定严格的年度资金预算计划，将经营性现金流与外部融资紧密结合。根据项目的经营性现金流预测，合理确定外部融资规模和时间节点，确保融资与资金需求相匹配。建立融资成本监控机制，对不同融资渠道的成本进行对比分析，选择最优融资方案。此外，还应建立项目投资分级评估体系，从项目的市场前景、盈利能力、资金周转速度等多个维度进行评估。优先投资高周转、高毛利的短平快项目，如小型商业地产开发、产业园区标准化厂房建设等。严控长周期重资产投入，对于大型产业新城综合开发项目，进行充分的可行性和风险评估。

5) 强化技术赋能。构建专业化的政策研究团队与数字化决策系统，招聘研究专家和数据分析人才，组建专业团队。通过大数据分析和人工智能算法，为投资决策、项目运营提供支持。建立技术创新实验室，重点培育智慧园区运营、绿色建筑等核心能力。同时，也要制定完善的人才培养体系，将技术升级与商业模式创新相结合，鼓励员工参与创新项目，对有突出贡献的员工给予奖励。

5. 结论

在金融政策持续收紧的市场环境中，房地产企业融资效率提升面临多重挑战。在行业竞争加剧的背景下，企业需要构建适配市场周期的融资体系。实施多渠道融资策略时，既要谨慎运用融资工具，又需通过试点创新融资工具逐步建立风险评估机制。当前房企普遍面临融资结构失衡、成本攀升、专业团队不足等共性难题。以典型企业为例，华夏幸福通过渐进式探索构建了分阶段融资框架：初期侧重传统信贷支持规模扩张，中期运用资产证券化优化负债结构，后期引入战略投资者实现资本重构。这种通过长期实践筛选适配工具的路径，为同业提供了可借鉴经验——在实施复合型融资策略时，需建立动态评估机制，定期检视各类融资工具对企业经营指标的影响系数，形成最优资金配置方案。

基金项目

会计专业学位产学研联合培养研究生基地建设项目(项目编号：210900525012)。

参考文献

- [1] 胡晓龙, 王雪珍, 石薇. 我国典型城市房地产开发企业融资模式比较研究[J]. 税务与经济, 2010(4): 34-38.
- [2] 蒋文怀. 房地产融资应实现多元化[J]. 中国金融, 2011(10): 81-82.
- [3] 王誉臻. 宏观调控政策变迁与中小房地产企业融资[J]. 财会月刊, 2016(12): 110-112.
- [4] 姚丽娟. 我国房地产融资方式的比较、选择与调整[J]. 金融论坛, 2016(11): 47-50.
- [5] 沙振波, 谢振莲, 姜贝璇. 我国房地产上市公司融资渠道研究[J]. 经济研究参考, 2016(51): 28-30.

-
- [6] 高歌. 华夏幸福多元化融资对资本结构的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 天津: 天津商业大学, 2021.
 - [7] 周婧怡. 房地产企业多元化融资动因及效果研究[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 江西财经大学, 2020.
 - [8] 肖羽. 华夏幸福基业股份有限公司融资风险控制研究[D]: [硕士学位论文]. 泰安: 山东农业大学, 2024.
 - [9] 牛璐琪. 华夏幸福融资效率评价及提升对策研究[D]: [硕士学位论文]. 大庆: 东北石油大学, 2023.
 - [10] 雷智颖. 华夏幸福多元化融资效果研究[D]: [硕士学位论文]. 石家庄: 河北地质大学, 2022.