

D·R·HORTON

**巴菲特加仓的房产公司
DR Horton是何来头？**

ANJUKE

公司简介

霍顿公司 (DR Horton) 成立于1978年，总部位于得克萨斯州阿灵顿，是美国房地产开发和建筑领域的领先者之一，与普尔特房屋 (Pulte Homes)、桑达克斯 (Centex)、莱纳 (Lenner) 并称为美国四大住宅房地产公司。霍顿公司是四大中成立最晚却发展最快的。自2002年起，霍顿公司蝉联美国销量最大的住宅建筑商，在其45年的历史中已成功销售了超过100万套住宅房屋。



目前霍顿公司在美国33个州的113个市场开展业务，其产品组合多样化，主要有针对首次购房者的快捷系列(Express Series)、注重品质与价值的传统系列(Tradition Series)、注重低维护的自由系列(Freedom Series)、和强调奢华品质的翡翠系列(Emerald Series)，售价通常从20万美元到100多万美元不等。此外公司还开发多户公寓和租赁物业，以及为购房者提供抵押贷款融资、产权服务、和保险代理服务。

截止2023年6月30日的过去12个月，霍顿公司总计卖出83201套房屋，租赁成交3795套，住宅销量在全美住宅建筑商中居首位。

创始人及创始背景

霍顿公司的创始人唐纳德·霍顿在阿肯色州马歇尔长大，他的父亲曾担任房地产经纪人。霍顿大学未毕业便辍学回家加入了房地产行业。1977年搬到得克萨斯州沃斯堡，他先是应聘成为了当地一家建筑商的销售员，得益于他对房地产行业的熟悉和出色的口才，霍顿上班的第一天就卖掉了一套房，但他的销售热情很快就遭遇了挫败。有时买家想要添加一些未包含在标准设计图中的设施例如额外的橱柜或门窗等，但他的雇主不允许对设计图做任何定制化的更改，因此他常会失去一些好的销售机会。在那个年代，美国住宅建筑行业主要分为标准化住宅和定制化住宅两种，对于标准化住宅建筑商来说，其盈利能力取决于遵守设计图带来的高效，任何改变都会导致成本增加，与其运营策略相悖。对于霍顿来说，公司不灵活的政策使他重新思考，不到一年他便辞职开始了创业生涯，最终创建了一家伟大的房地产企业。

1978年11月，霍顿从银行贷款建造了他的第一栋房子，在施工阶段，一位感兴趣的买家询问是否可以添加凸窗，霍顿立马同意并解释需要收取额外的500美金费用，买家爽快的答应了。霍顿收回房款后又从银行贷款建造两栋，然后是四栋、八栋。霍顿公司的成功很大程度上受益于他创造的细分市场。霍顿将自己定位为一个愿意进行定制化改变的标准化住宅建筑商，这在20世纪70年代末极为罕见。对原设计图的任何改变都要求建筑商准确地了解相应的成本，霍顿必须确保允许这些变化但不影响公司的盈利能力。事实证明霍顿公司胜任了这项任务。成功立竿见影，

1979年他建造了20栋房屋，1980年建造了80栋，并由此开启了持续增长的惊人记录。

发展历程

1978-1991年 —— 抓住机遇，快速扩张

1978年，霍顿先生创立了自己的建筑公司，此时恰逢美国利率自由化的开端。“可变利率的按揭贷款”开始在各州推行，按揭利率的大幅下降降低了购房的成本，需求暴增。在公司成立的第三年，霍顿已成为沃斯堡地区最大的开发商。整个80年代，公司规模基本以每年扩大一倍的速度增长。在公司业绩以及房地产行业蓬勃发展的双重鼓舞下，霍顿于1987年做出了向外扩张的决策，标志着公司发展的转折点。当时霍顿敏锐的察觉到全国房地产市场的整合趋势，他也决心利用这一趋势将自己的公司打造成一家大型企业，将其开创的灵活的建筑体系应用于全国各地的住房市场。

公司的扩张始终秉承以客户为导向的理念，谨慎行事。通常，霍顿公司在进入一个新市场之前会花3-5年时间进行研究，在进入该市场的第一年花费重金买地。为了了解当地的市场需求，销售人员会去参观其他建筑商的样板房，并询问购房者的喜好。如果销售人员和当地建筑师注意到了某种趋势，那么该功能会被纳入设计选项中。与此同时，公司保留愿意接受定制化需求的开放态度。

在这一阶段，霍顿公司是以家族企业的形式来经营。他的兄弟Terrill J. Horton和侄子Richard L. Horton都是公司的创业骨干。

1991-次贷危机前 —— 激进扩张，巨头登场

90年代初全美前五的建筑商的市场份额逐年增加，巨头正在形成，霍顿也打算成为巨头中的一员。1992年，DR Horton成功上市，改制为股份制公司，通过IPO公开募集了4000多万美元。1993年，公司销售额达到1.9亿美元，位居全国住宅建筑商中的第24位。

霍顿公司的收购活动于1994年正式开启，当时该公司在11个州的25个城市开展业务。从1994年到2002年间，公司收购了17家住宅建筑商，被收购的公司通常继续以自己的名义运营，但公司会主导旗下建筑公司的集合，协调子公司的活动，这些子公司包括 Joe Miller Homes、Arappco Homes、Regency Homes、Tri-mark Communities、SGS Communities和Cambridge Homes。这些收购中不乏大规模建筑商，例如1997年收购的Torrey Group，该集团在当时美国最大的房地产市场亚特兰大享有盛名；以及2002年收购的总部位于加利福尼亚州的 Schuler Homes，这是公司历史上最大的收购。Schuler Homes 的整合使 DR Horton 在加利福尼亚州、科罗拉多州、俄勒冈州、华盛顿州、亚利桑那州和夏威夷等多地占据了市场主导地位。通过并购，公司的经营范围迅速从得克萨斯州延伸到了美国东南部、中大西洋、西海岸、和西南地区。

年代	并购目标
1994	Aspen Homes of San Antonio, TX
1994	Miller Construction, Inc.
1994	Mibum Homes
1995	Arappco Homes
1995	Regency Homes

1996	Westchester Homes of Dallas,Tx
1996	Trimark Communities,Llc
1996	SGS Communities,Inc
1997	The Torrey of Cos.
1998	C.Richard Dobson Builder,Inc
1998	Continental Homes Holding Corp.
1998	Mareli Construction and Development,Llc
1998	RMP Properties, Inc
1999	Cambridge Properties
2001	Fortress-Florida,Inc
2001	Emerald Builder
2002	Schuler Homes,Inc

这些被收购的子公司被赋予了相当大的自主运营权，使公司具有分散的企业结构。然而，在总部得克萨斯州阿灵顿，公司开始对整体运营进行统一的控制，特别是在1998年成立了一个全国客户部门后，所有部门的行政职能都由总部掌控，包括会计和财务、人力资源以及信息技术。

到90年代末，霍顿公司连续21年实现收入、建造数量、和每个财政季度利润的增长。收入从1995年的8.69亿美元增加到1997年的15亿美元，再到1999年的31亿美元，这一年Professional Builder评选 DR Horton 为其“年度建筑商”。2000年，该公司已成为美国第三大建筑商，在23个州拥有50个分部。进入新世纪，激进扩张仍在继续。2002年公司趁行业低谷逆势扩张，创造了67亿美元的收入，总计完成29,761套房屋的销售，当年净利润超过了4亿美元，比2001年增长了57%。也就是从这

一年开始，霍顿公司跃升住宅建筑商销量冠军，并一直停留在冠军宝座至今。

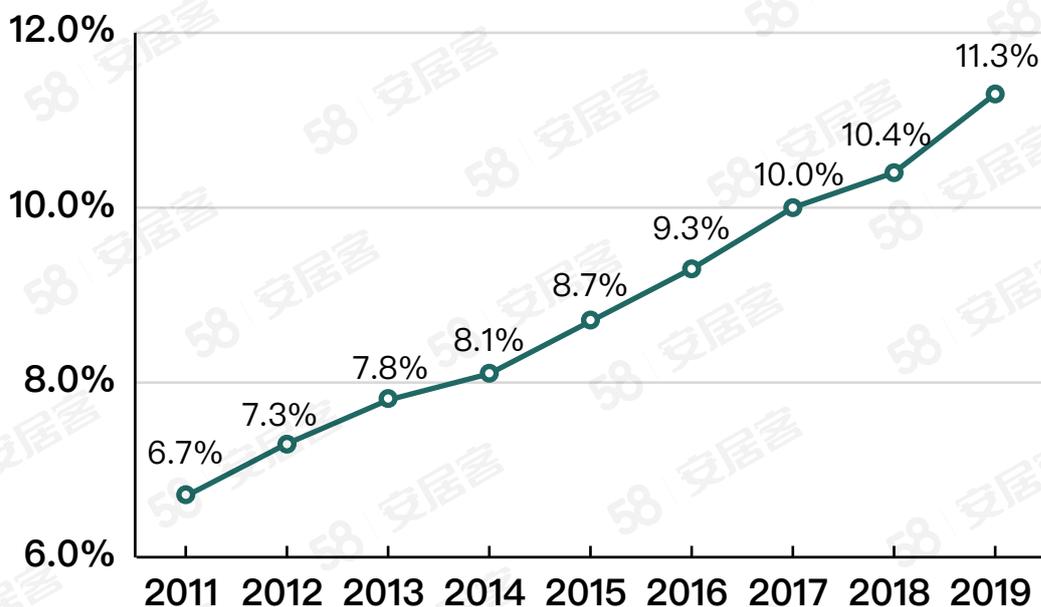
为了维持扩张，公司的杠杆水平一直较高。千禧年前后，霍顿公司的净有息负债率一直在50%以上，不少季度突破了60%，显著高于同行40%左右的平均水平。由于上市后公司屡次在行业小低谷中逆势扩张成功抄底，膨胀的信心让它忽视了行业周期的变换。在2006年真正出现行业拐点时，公司仍旧不退反进，增加了约31亿美元的投资，导致公司现金匮乏，偿债能力减弱，在后续的次贷危机中遭遇重创。

次贷危机后-2019年 —— 降杠杆、控风险、增现金

次贷危机爆发后，房屋销量暴跌，公司高杠杆、高周转的模式在市场骤冷的情况下玩不转。无法收回贷款的霍顿公司面临沉重的债务压力，不得不对旗下房产进行降价促销，骨折卖地，以期断臂求生。2007年四季度霍顿公司的房屋销量同比下降了52%，降幅高于同行平均。当年房屋销售均价累积下降12%，较高峰时降幅达到22.8%。2008年三季度，公司以2亿美元的价格转让了账面价值达18亿美元的土地，全年卖地回收8.4亿美元现金。除了土地出让款外，折价出售还为公司带来了超6亿美元的税收返还。2008年底，公司的土地储备已较高峰期减少70%，其中自有土地减少50%。通过降价促销和折价出让土地，公司计提了巨额的资产减值损失，累计额相当于股权的50%，结果就是当年财报巨亏26亿美元。2009年，公司继续削减存量土地，促进经营现金流回正，现金储备大幅回升。同时霍顿回购了公司债券，优化了财务结构。积极自救让公司得以生存，很快便恢复了正现金流和偿债能力。

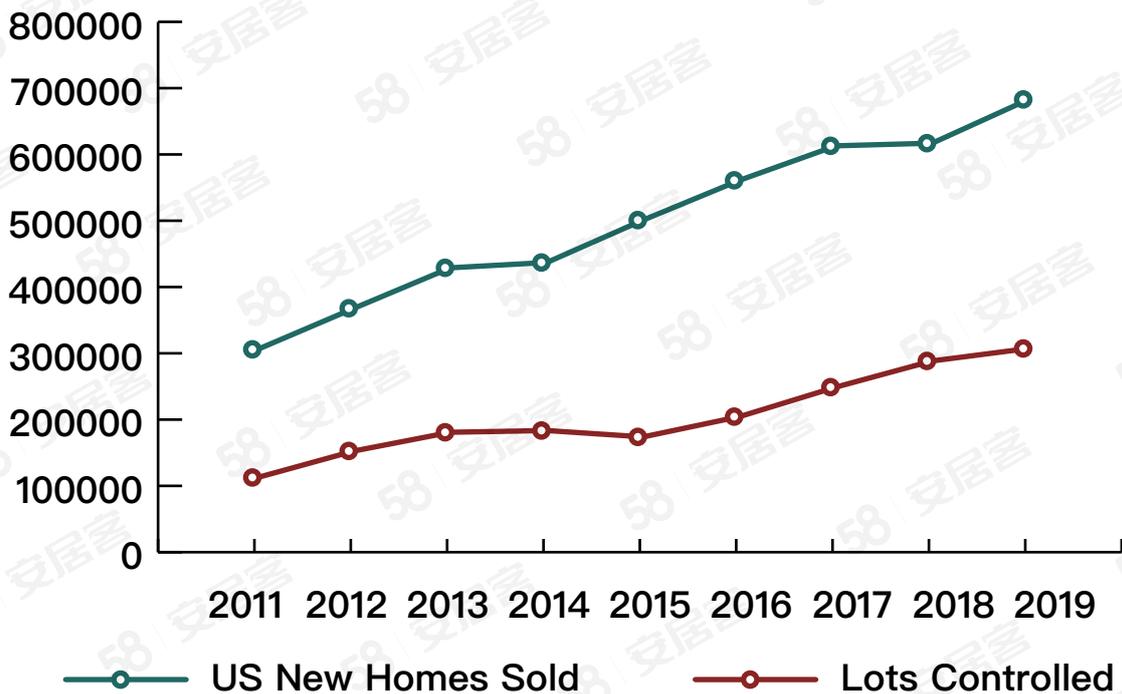
公司经营战略由此改变，降杠杆、控风险、重视现金流成为公司信条。2012年起美国房市出现明显复苏，新房销量占全部住宅销量的比例从2011年的6.7%提升至2019年的11.3%。但霍顿并未激进提升土地储备，而是巧妙的运用了土地期权。土地期权是指土地拥有者和开发商/投资者之间签署的一份协议，赋予开发商/投资人在未来一段时间以提前约定好的价格购买土地的独家权利。2011-2019年，霍顿控制的土储数量从11.3万套增长至30.7万套，增长率和全美新房销量的增长情况基本保持一致，但公司通过土地期权锁定的比例却从不到24%上升至60%。只需支付一笔期权费，就能获得进可攻、退可守的权益，大幅提升了自由现金流，提高了公司的投资回报率。通过制定更严格的土储纪律，霍顿公司的行业龙头地位得以巩固，拉开了和第二名之间的销量差距。

全美新房销量占住宅销量的比例



*数据来源：US Census Bureau, 58安居客研究院综合整理

2011-2019年全美新屋销量和霍顿公司土储量



*数据来源：Statistica公司财报，58安居客研究院综合整理

Covid 19以后 —— 逆势扩张、稳坐龙头

疫情发生后，美国房市先是经历一段短期的冷冻期，随后伴随着美联储量化宽松政策的实行，贷款利率不断下降，房市迎来了量价齐涨，在售库存一再创出新低。蛰伏多年后，对房地产市场深度敏感的霍顿公司再次出手，成功抄底。2020年其土储量大幅增长22.6%至37.7万套，2021年再次增长41%至53万套，2022年继续增长8%至57万套，此时霍顿的土储量已经接近当年全美新房销量的89%了，远超2020年以前保持的45%以下的水平。与此同时，为了避免重蹈覆辙发生流动性危机，霍顿更激进的使用土地期权，2022年通过期权合同控制的土地占比提升至了前所未有的77%。

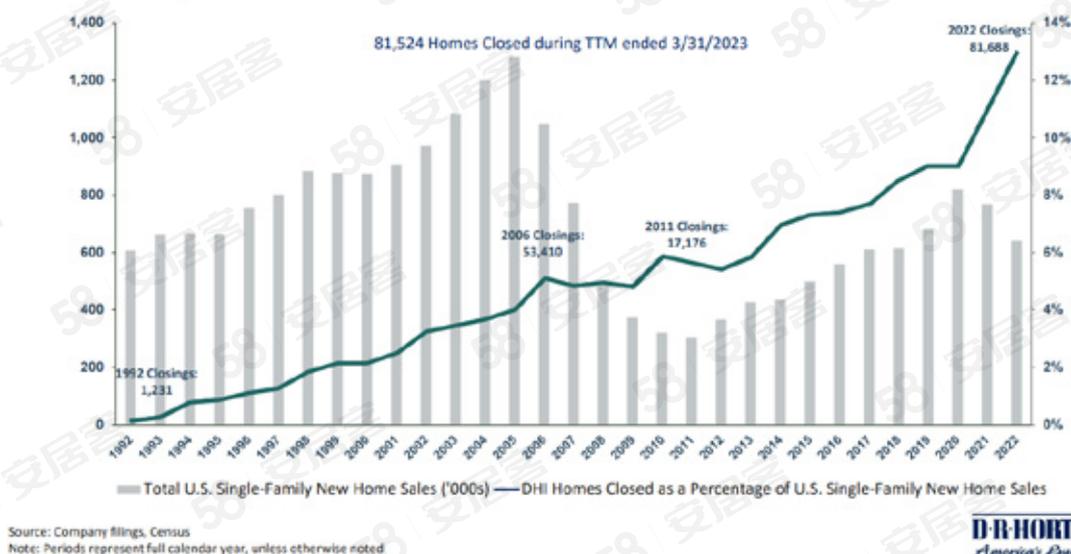
除了增加土储，霍顿也加速了并购的步伐，2022年以来已经完成了3起收购。2023年6月，霍顿以约1亿美元现金收购了Truland Homes的住宅建筑业务，该公司在阿拉巴马州和佛罗里达州运营。收购的资产包括约 155 套库存房屋、620 块地块和 55 套积压销售订单，以及通过土地期权获得的约 660 块地块。

时间	并购目标	交易价格
2016/09	Wilson Parker Homes	9000万美金
2017/06	Forestart Group	6.05亿美金
2022/04	Vidler Water Resources	2.91亿美金
2022/12	Riggins Custom Homes	1.07亿美金
2023/07	Truland Homes	1亿美金

*数据来源：crunchbase，58安居客研究院综合整理

2022年下半年开始利率迅速回升，截止2023年10月初抵押贷款利率已经上涨至7.5%，由于大部分房屋所有者在前两年锁定了极低的贷款利率，冻结了他们的房地产头寸，导致成屋市场的库存极度稀缺，从而助推了新房市场的繁荣。根据Redfin的分析，2023年二季度新房销售占全市场独立屋销售的比例约为三分之一，而在大流行前，这一比例仅为14%。在许多地方，新房甚至是许多买家的唯一选择。受此影响，霍顿公司销售的独栋建筑占全美新房销售数量的比例迅速攀升至13%左右的历史新高。

DHI GROWTH, CONSOLIDATION AND MARKET SHARE



*图片来源：DR Horton财报

由于成屋价格在过去两年迅速上涨，导致其与新房之间的价格差距不断缩小。同时霍顿公司抑制了提高新房价格以获取更高溢价的冲动，而是采取了稳定价格、提供贷款优惠的方式攻占市场份额。尽管2022年公司的新房销售同比下降，但这更大程度上是疫情期间劳动力和建材短缺所致。随着霍顿建设的新房在未来1-2年推向市场，势必会迎来一波销量的抬升。因此，即便在房地产市场被认为泡沫即将破裂的当下，巴菲特先生仍坚定地加仓了以霍顿公司为首的房地产开发商。

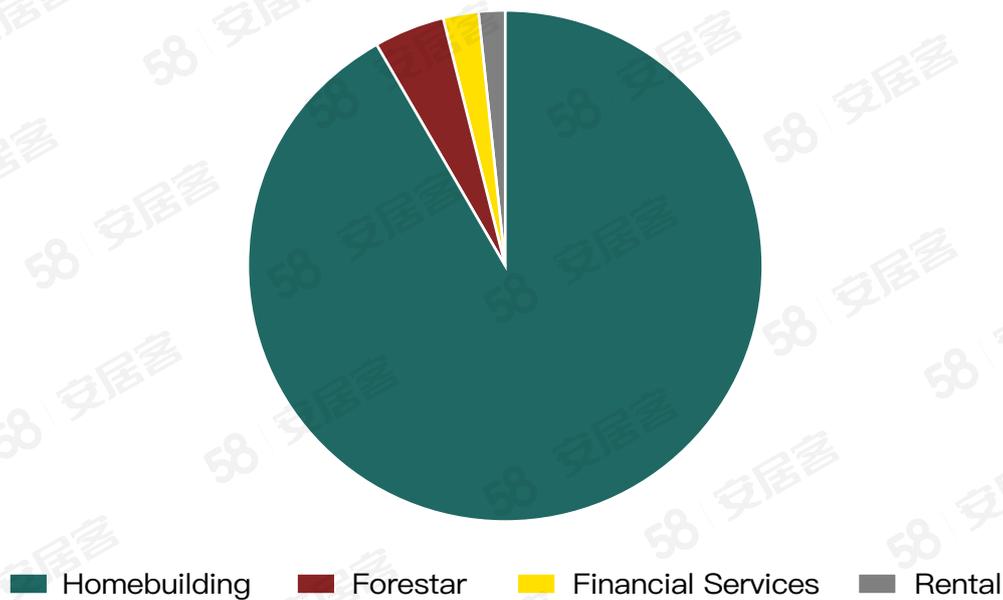
主营业务

新房开发及销售

霍顿公司的业务主要分为四块，分别是新房建设及销售（Home-building）、住宅土地开发（Forestar）、金融服务（Financial

Services)、和租赁 (Rental)。根据2022年财报, 四块业务的收入如下: 新房建设和销售收入为319亿美金 (YoY+20%), 占比91.92%; 土地开发收入15亿美金 (YoY+15%), 占比4.32%; 金融服务收入7.95亿美金 (YoY+3%), 占比2.29%; 租赁收入5.1亿美金, 占比1.47%。

DR Horton主营业务及占比



*数据来源: 公司财报, 58安居客研究院综合整理

新房开发及销售是公司自成立时起的核心业务。几十年来, 经过不断的市场研究, 霍顿公司开发并延续了四个房屋品牌。与公司同名的D.R. Horton品牌社区是新房开发的核心品牌, 2021年占全部新房销量的65%, 销售收入占比68%; 其次是Express品牌, 该品牌社区主要的目标客户群是寻求价格实惠的入门级购房者, 2021年销量占比31%, 销售额占比27%; Freedom Homes品牌主要面对寻求低维护生活方式的老年购房者, 2021年销量及销售额均占比3%; Emerald品牌是为寻求高端升级和豪华住宅的购房者打造的, 2021年销量占比1%但销售额占比2%。

	Percentage of Home Closings	Percentage of Home Sales Revenue
D.R. Horton	65 %	68 %
Emerald	1 %	2 %
Express	31 %	27 %
Freedom	3 %	3 %
Total	100 %	100 %

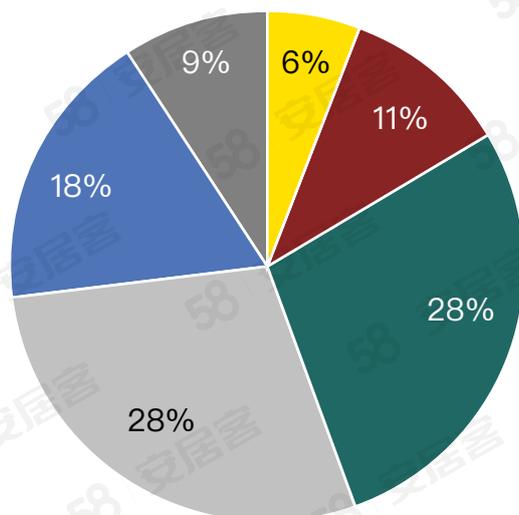
*数据来源：公司财报，58安居客研究院综合整理

按区域来划分，霍顿公司将其在33个州的113个子市场划进6个子市场中，分别是西北区域（Northwest）、西南区域（Southwest）、中南区域（South Central）、东南区域（Southeast）、东部区域（East）、和北部区域（North）。

Northwest:	Colorado, Oregon, Utah and Washington
Southwest:	Arizona, California, Hawaii, Nevada and New Mexico
South Central:	Arkansas, Oklahoma and Texas
Southeast:	Alabama, Florida, Louisiana and Mississippi
East:	Georgia, North Carolina, South Carolina and Tennessee
North:	Delaware, Illinois, Indiana, Iowa, Kentucky, Maryland, Minnesota, Nebraska, New Jersey, Ohio, Pennsylvania, Virginia and West Virginia

2022年成交量和成交额最大是在东南区域（21649套，81.9亿美金）和中南区域（21417套，74.1亿美金），但销量和销售额增长最快都是在北部区域，销量6972套，同比增长27%，销售额29.1亿美金，同比增长37%。

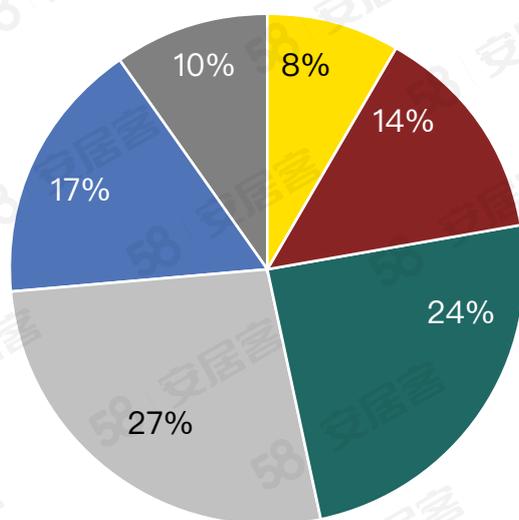
霍顿公司2022年新房各区域销量占比



■ 西北 ■ 西南 ■ 中南 ■ 东南 ■ 东部 ■ 北部

*数据来源：公司财报，58安居客研究院综合整理

霍顿公司2022年新房各区域销售额占比



■ 西北 ■ 西南 ■ 中南 ■ 东南 ■ 东部 ■ 北部

*数据来源：公司财报，58安居客研究院综合整理

住宅土地开发

2018财年，霍顿公司收购了Forestar未流通股份的75%，截至2022年9月30日仍拥有未流通股份的63%。Forestar是一家公

开交易的住宅用地开发公司，其在美国21个州的53个市场开展业务。Forestar的业绩结果主要基于其拿地的历史成本。2022年Forestar总共卖出17691套住宅用地，其中14895套用地卖给了霍顿公司。2022年总收入15.19亿美金，土地及土地期权成本11.95亿美金，税前利润2.36亿美金。

金融服务

霍顿公司的金融业务是其房屋销售业务的辅助，包括抵押贷款业务和产权业务等。2022年贷款业务总计收入6.17亿美元，同比减少8%；产权业务收入同比增加16%至1.78亿美元。

霍顿的抵押贷款业务发放的贷款数量与其住宅开发业务所成交的数量直接相关。2022年，由DHI Mortgage发放的抵押贷款量比前一年增加5%，其中来自霍顿公司成交的住宅贷款业务占DHI Mortgage发放的贷款数量的比例为98%。

截止2022年9月30日，几乎所有待售的抵押贷款都符合出售给Fannie Mae、Freddie Mac或Ginnie Mae的资格，意味着贷款质量较高。霍顿公司将2022财年抵押贷款中约62%直接销售给了Fannie Mae、Freddie Mac或支持Ginnie Mae的证券，约30%销售给了另一家重要金融机构。

租赁业务

霍顿的租赁业务指的是开发建设租赁物业或租赁社区，并在出售之前自营管理。建设的社区主要有多户公寓和独栋住宅社区。多户租赁业务部门负责开发、建设、出租和销售住宅租赁物业，主要关注在高增长的郊区市场建设花园式多户租赁社区，通常容纳

200至400个住房单位。单户租赁业务主要建设、出售或出租独栋住宅社区。销售出去的租赁社区确认为收入，自营租赁收入确认为其他收入。

2022年财年末，霍顿的租赁物业库存为26亿美元，其中独栋屋租赁库存货值17亿美元，多户公寓物业库存货值8.972亿美元。该财年以3.138亿美元出售了774套独栋屋租赁住宅，以1.955亿美元的价格出手了775套多户租赁单位。在建的独栋租赁住宅有7400套，其中已完成3500套；在建的多户租赁物业有5810套。

总结

霍顿公司是美国四大房企中成立最晚、上市最晚的，但却是扩张速度最快的，只用了短短30年就走完了其他公司花了50年走过的路。而这正是受到霍顿公司创始人给公司带来的激进、灵活的公司文化的影响。无论是在1994-2002年的快速扩张期，还是在次贷危机爆发后的断臂自救，乃至大流行以后的再度扩张，霍顿的决策之果敢都是同行难以望其项背的。

产品层面，公司向来以客户为本。创立初期创造了结合标准和定制化房屋的细分市场，扩张期愿意耗时耗力谨慎研究市场喜好，巨头养成后仍不断深耕四个主打系列产品。在传统行业中变换花样做出不平凡的产品，迎合了时代的品味。

这一次，在时代给予的“机遇”面前，霍顿打起了有准备的仗。你认为它会成功吗？

报告说明

1. 数据来源:

58安居客研究院报告数据基于市场公开信息、58同城网站及安居客网站自有监测数据、历史沉淀大数据等。

2. 数据周期及指标说明:

报告整体时间段: 截止2023.09

具体数据指标参考各页标注

3. 版权声明:

58安居客研究院(以下简称“本机构”)是上海瑞家信息技术有限公司及北京五八信息技术有限公司等关联公司(以下简称“本公司”)旗下的内部组织,凡属本机构的权责,上海瑞家信息技术有限公司和北京五八信息技术有限公司其中任一公司均可单独负责或共同负责。本报告中所有的文字、图片、表格均受有关商标和著作权的法律保护,部分文字和数据采集于公开信息,所有权归属于本公司。本机构有权随时对报告内容予以补充、更正或修订。未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、抄袭和改编,否则本公司有权进行维权保护自身权益。如引用、转载,需注明出处为58安居客研究院,且引用、转载不得悖于本报告原意或引起消费者误解。未经授权使用本报告的相关商业行为都将违反《中华人民共和国著作权》和其他法律法规以及有关国际公约的规定。

4. 免责条款:

本报告内容由58安居客研究院整理制作,文中观点系本机构结合相关信息数据和行业经验所述,力求公正、客观的为用户和市场提供更多信息参考。因受数据获取资源的局限性以及信息数据时效性的限制,报告中所述的资料、观点及推测仅反映本报告初次公开发布时的意见,任何机构或个人援引或基于上述数据所采取的任何行为所造成的法律后果以及引发的争议皆由行为人自行承担。本公司对此不承担任何担保或保证责任。

报告中的任何表述,均应从严格经济学意义上理解,并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见,用户也不应该从这些角度加以解读,本公司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任,并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

👤 | 58安居客研究院院长：张波

58安居客研究院高级分析师：成沅铭

✉ | 联系方式：zhangbo_ajk@58.com

📍 | 地址：上海浦东新区平家桥路100弄6号晶耀前滩商务广场T7幢18-21层



58安居客研究院
58 ANJUKE INSTITUTE