

“三条红线”考验房企去化能力，信达地产部分曾经的高价拿地项目出清仍在进行中。

本刊记者 杨现华 / 文

近三年时间，虽然管理层几经更迭，但信达地产（600657.SH）的盈利已经翻倍。

在业绩飙升的同时，信达地产收购而来的地产业务在收购前盈利裹足不前，并购完成后近乎翻倍增长。

不过，信达地产当年拿下的一连串项目进展不一，截至目前对上市公司盈利的贡献并不大。

数年前凭借一连串的高价项目，信达地产声名鹊起，如今公司归于平静。当初的惊险一跃尚需更多时间来消化。

项目消化不一

近三年左右的时间，信达地产高层几经更迭，正是在管理层的走马灯式更换中，信达地产加大了拿地的力度。

2016年前后，信达地产接连拿下数个高价地块，风光一时无两。如今回头看，这些高价拿来的土地消化情况并不一致。

信达地产的年报显示，在公司高价地块中，合肥滨湖地块和杭州一块土地开发相对较好。2015年7月，信达地产以33.6亿元拿下合肥滨湖地块，7295元/平方米的价格刷新滨湖区单价纪录。

滨湖地块后续命名为信达公园里，2016年开始预售，可售面积70339平方米，当年即预售了47951平方米；项目一期预售了12.81亿元，预售比例达到66%，项目取得了不错的开局。

2017年一期就已经竣工且基本预售一空，2017年和2018年项目二期、三期也开始动工。年报显示，2018年公园里项目预售楼款高达40.36亿元，一期、二期和三期的预售比例分别为100%、99%和55%。

在部分结转收入后，2020年上半年，公园里项目的预售款仍然高达41.8亿元，预售比例为98%，项目四期也将于2021年完工。

与合肥滨湖地块同样发展较好的是杭州南星地块。2016年1月，信达地产以33.9亿元获得了杭州南星地块，项目成交楼面价36679.58元/平方米，杭州宅地楼面价首次破3万元。

在高价拿地后，信达地产引入了滨江集团（002244.SZ）作为合作伙伴，后者持有项目公司-杭州信达地产有限公司（下称“杭州信达”）20%股份。2017年项目开始预售，50696平方米的可售面积中，当年预售了35081平方米，公司收到预售楼款35.23亿元。

2018年，南星项目预售款高达71.01亿元，是公司预收金额最高的一个项目，预售比例也达到98%。2019年，项目竣工开始进入结转期，南星项目年末预收款降至5.314亿元，由于前期成本等原因，此时项目公司杭州信达还未贡献大规模利润。

2020年上半年，南星项目大部分结转收入，杭州信达实现营收50.37亿元，贡献净利润7.41亿元。2020年上半年，信达地产实现营收102.25亿元，净利润11.1亿元，即杭州信达用不到一半的收入，贡献了公司近70%的盈利。

与这两个发展相对顺利的项目相比，信达地产更多的高价地块就没有这么顺风顺水了。

2015年12月底，信达地产以30.3亿元拿下深圳坪山地块，超2.5万元/平方米的楼面价刷新深圳坪山纪录。后续信达地产将项目的建设和销售管理给了某地产公司，项目定名为金尊府。

这是一个规划面积达16.82万平方米、投资54亿元的大盘，在信达地产2017年新开工建设的八个项目中，金尊府是面积和投入最大的一个，当年项目投入4.63亿元。

金尊府项目原计划2019年竣工，2018年已经完成投资41.79亿元，不过项目预售似乎不太乐观，2018年年末该项目的预收款只有8460万元，较2017年的3649万元并没有明显增长，预售比例也只有29%。

2019年年报显示，金尊府项目的竣工时间已经推迟至2020年，项目的预收款也只是微增至8934万元，2020年上半年末预收款再次小幅增加至9269万元。根据信达地产的债券募集书，金尊府实际上是原计划2020年5月就要竣工的，此次推迟或许是受到了疫情的影响。

与前述几个地块都在30亿元出头的金额相比，2016年6月，信达地产以58.05亿元获得上海宝山顾村地块，楼面价约3.7万元/平方米，溢价306%刷新了当年上海土

地市场溢价率纪录。

宝山顾村地块的住宅部分规划计容面积超15万平方米，项目总投资达到90亿元，而最初项目总投资是78.79亿元。项目原计划是在2019年竣工，但随后项目竣工时间就推迟到2020年。

宝山顾村项目2019年开始获得预售款的，2019年年末和2020年上半年末预售款分别为4.12亿元和6.88亿元。公开信息显示，项目首批预售时的均价略超5万元。在扣除15%的自持部分后，这样的价格盈利状况如何呢？

顾村项目规划计容建筑面积为15.71万平方米，其中5001平方米是商业项目。

按照住宅部分不低于15%的自持比例，信达地产需要自持的面积超过2万平方米，即项目住宅可售面积在13万平方米左右。不考虑面积较小的商业部分，总计90亿元的投资需要主要靠这13万平方米的可售部分来实现盈利。

这或许意味着顾村项目需要售价在7万元/平方米以上才有可能实现盈利，以目前项目预售5万元出头的均价来看，项目要想实现盈利难度较大。或许顾村项目推迟竣工的一个原因在于希望用时间换空间，以换取盈利的可能。

这些高价地块在信达地产的年报中可以看见逐年进度，但那些总价更高的地块却消失在公司的年报中，是这些地块不属于信达地产了吗？显然不是。只是会计手法处理的问题。

## 联营合营出表

在上海宝山顾村拿地之前的2015年11月底，信达地产以72.99亿元的价格斩获了上海杨浦区新江湾城地块，近5万元/平方米的楼面价刷新区域单价纪录。根据信达地产2015年年报，项目100%归公司所有，规划计容建筑面积14.85万平方米，即楼面价每平方米49152元。

但在之后的年报中，新江湾城地块仅在2016年报中出现过一次，之后便再无音信。2016年年报显示，新江湾城地块变成了合作开发，合作方获得45%的股份，信达地产仍是大股东。即便如此，信达地产还是将合作后的项目公司放入了合营企业名单，两方均不并表。

但在合作方2019年的半年报中，公司就已经宣布收回9.8亿元投资和1227万元无息借款。2016年时，合作方出资11.25亿元间接获得项目公司-上海泰瓴置业有限公司（下称“上海泰瓴”）45%股份。收回大部分投资后，将按照具体协议，重新确

定对上海泰瓴的持股比例。

根据信达地产2020年半年报，公司持有上海泰瓴的股份已经升至91%，处于绝对控股地位。公司仍然将其纳入合营企业而非子公司名单中，理由是根据“双方合作协议及上海泰瓴置业有限公司章程”。

对于合营公司上海泰瓴的投资收益，信达地产却没有予以披露。截至2020年上半年，公司在长期股权投资中都未披露上海泰瓴的投资收益情况，拿地近四年，这个彼时的高价项目仍未给信达地产带来任何利润。

新江湾城地块的项目备案名是新江湾尚海苑，项目在2018年11月获得过一次预售，之后便再无消息。由于没有并表，市场对其投资额、前期预售、建设进度和竣工安排等都不得而知。

2016年5月，也就是拿下新江湾城高价项目后半年，信达地产再度出手。公司以123.18亿元获得了杭州滨江区奥体地块，这是杭州土拍市场上出现的第一宗百亿地块。

在逾120亿元获得滨江奥体地块后，信达地产很快就引入合作方。2016年10月，滨江集团公告称，公司联合融创获得项目公司-杭州信达奥体置业有限公司10%和40%股份，信达地产持有剩余50%，项目从信达地产一方持有变成三家合作开发。

在信达地产年报中，2016年获得的土地在当年年报中没有介绍，仅在重大股权投资中表示，与合作方共同开发杭州奥体信达中心项目，项目主体公司是杭州信达奥体置业有限公司（下称“杭州信达奥体”）。

信达地产持有50%，杭州信达奥体出现在信达地产合营企业公司名单中。

直至2020年上半年，杭州信达奥体权益法下确认的投资损益一直处于亏损中，项目投资规模、预售情况、建设进度和竣工安排等再度消失在公众的视线中。

信达地产拿来的一连串高价地块中，总价最高的地块接连出表，仅上述两个地块的土地款就超过200亿元，其合计的投资额又将达到什么样的级别呢？信达地产为什么不将这些大体量的项目并表呢？

事情或许还有另外一个维度。不论信达地产是否按照所谓的“公司章程”等理由将高价地块的项目公司调整至体外，这些项目公司负债较高是个事实。

新江湾城的项目公司上海泰瓴几乎还是100%的负债率。信达地产的公司债募集书

显示，截至2020年上半年，上海泰瓴资产总额为114.32亿元，公司的净资产为7921万元，还不到1亿元，负债总额高达113.53亿元，负债率为99.31%接近100%。

杭州信达奥体的情况也是如此。信达地产公司债募集书显示，截至2020年上半年，杭州信达奥体资产总额为226.44亿元，净资产只有9.07亿元，即负债总额为217.36亿元，这家项目公司的负债率也高达95.99%，与上海泰瓴相差无几。

2020年上半年末，信达地产的负债总额为757.95亿元，上述两家项目公司的负债总额合计就超过了330亿元达到330.89亿元。如果两家持股超过50%的公司纳入合并范围，信达地产的负债总额将超过1000亿元，且不会给上市公司增加明显的净资产，这将会使信达地产的资产负债率超过80%，而房企负债率的提升又会给公司的对外借债、评级等带来一系列的不利影响。

因此，将这些项目公司“排除”在合并范围内，信达地产或许是基于降低负债率的考量。

高价拿地的项目大多开发缓慢，收购而来需要完成业绩承诺的项目则是另外一副景象：收购前与收购后，在收入基本不变的情况下，盈利却呈现翻倍之势。

### 收购业绩翻倍增长

2018年7月，信达地产以5.9元/股发行13.28亿股，作价78.33亿元收购淮矿地产有限责任公司（下称“淮矿地产”）100%股权的交易宣告完成。在接连高价拿地后，信达地产又通过收购为公司的土地储备添砖加瓦。

在淮矿地产的开发土地储备中，截至2017年年底，公司及其下属公司拟建项目总计10个，合计土地面积52.33万平方米，主要分布在淮南、芜湖等地。在建项目11个，合计土地面积134.71万平方米；五个项目已经竣工，合计土地面积47.42万平方米。

除了土地储备之外，根据收购报告书，2015-2017年年末，淮矿地产的预收账款分别为43.97亿元、72.31亿元和66.22亿元，其中东方龙城、东方蓝海（芜湖）和东祥府等项目是预收较多的楼盘。

由于收购完成是在2018年而非2017年，淮矿地产的交易对手方承诺业绩向后延期，承诺2018年至2020年合计净利润预测数为25.9亿元，此前交易对手承诺2017年至2019年合计净利润预测数为27.2亿元。

根据收购书，淮矿地产2017年扣非后的归母净利润为5.92亿元，收购后2018年和

2019年公司合计完成扣非归母净利润17.05亿元，三年合计为22.97亿元。

凭借着业绩的爆发，淮矿地产已经今非昔比。收购完成后，淮矿地产更名为长淮信达地产有限公司（下称“长淮信达地产”）。2018年和2019年，长淮信达地产分别实现营收54.52亿元和58.83亿元，净利润分别为7.47亿元和10.42亿元。

收购前的2016年和2017年，彼时的淮矿地产净利率在9%左右，收购后的2018年和2019年公司净利润率分别为13.7%和17.71%，盈利能力近乎翻倍。

2020年上半年，长淮信达地产实现收入14.92亿元，净利润2.56亿元，17.16%利润率依然维持高位。

扣除长淮信达地产的营收和净利润后，2018-2019年信达地产的营收分别为133.02亿元和135.95亿元，净利润分别为17.62亿元和15.14亿元；2020年上半年公司收入为87.33亿元，净利润为8.54亿元。

即扣除收购影响后，2018年和2019年，信达地产的净利率分别为13.25%和11.14%，2020年上半年净利率为9.78%。信达地产的盈利能力约为公司长淮信达地产的一半左右。

根据收购报告书，彼时的淮矿地产虽然在省外如浙江的杭州、嘉兴等地也有部分项目，但公司土地以省内项目为主，主要分布在合肥、芜湖和淮南等地。如前所述，收购时淮矿地产主要预收项目东方龙城、东方蓝海（芜湖）和东祥府等所在区域不是芜湖就是合肥等地。

2018年，信达地产在合肥、芜湖等地的收入毛利率不足30%，远低于公司近33%的主营业务毛利率。2019年，信达地产合肥、芜湖等地的毛利率进一步下降至23%上下，同样不及公司28%左右的主营毛利率。

淮矿地产的主要项目集中在安徽省内，而上市公司安徽省内2018年和2019年确认的收入毛利率又相对偏低，以省内项目为主的长淮信达地产反而贡献了信达地产更丰厚的盈利。

通过不断高价拿地和大手笔并购，信达地产土地储备涨幅明显，公司的签约销售也有了一定程度的上涨。但近年来，信达地产存货数据的增长显示公司去化任务仍在进行中。

开发产品亟待消化

根据信达地产的公告，2020年前三季度公司实现销售金额约165.31亿元（其中合作项目权益销售金额约38.25亿元、代建项目销售金额约7.77亿元），上一年同期公司权益销售合同额为159.8亿元。

也就是说，信达地产的合同销售增长缓慢。

不仅如此，一连串的高价拿地似乎也没有给信达地产带来多少实实在在的销售增加。

2017-2019年，信达地产分别实现销售合同额224.71亿元、309.68亿元和265.58亿元，2016年公司的销售合同额为169.07亿元。

表面上看，信达地产的合同销售有了一定的增长。但如前所述，2018年信达地产收购了淮矿地产并更名为长淮信达地产，也是在这一年信达地产的合同销售有了明显增长。

2015-2017年年末，长淮信达地产的预收账款分别为43.97亿元、72.31亿元和66.22亿元。可见只要长淮信达地产保持之前的预收节奏，信达地产就可以获得“额外”的合同销售增长。扣除收购影响后，信达地产的合同销售增长情况如何呢？

这或许可以从公司现金流窥见一斑。2017-2019年，信达地产销售商品、提供劳务收到的现金分别为177.74亿元、225.13亿元和187.2亿元，与2016年的164.37亿元相比，并没有明显涨幅。

合同负债同样如此。2016年和2017年年末，信达地产的预收款分别为117.18亿元和136.78亿元。2018年科目调整至合同负债后，公司2018年和2019年年末的合同负债分别为250.39亿元和240.86亿元，2020年三季度末为256.57亿元。

在2018年大幅增长后，信达地产的合同负债基本平稳。

2018年也是信达地产收购长淮信达地产的一年，被收购公司数十亿元的预收款在这一年显然起到了重要作用。

新增土地储备一直增加，新开工项目不断推进，销售无法得到有效提升，意味着存货中的开发产品开始上涨。

2017-2019年，信达地产新开工面积75.04万平方米、195.57万平方米和223.93万平方米，2020年上半年受疫情影响，新开工面积为68.31万平方米。

2016年年末，信达地产存货中的开发产品为58.79亿元，2017年年末为52.49亿元，开发产品基本变化不大。2018年年末，公司房地产开发产品增加至72.41亿元，2019年再度猛增至131.62亿元。即便2020年上半年有所回落，信达地产期末的开发产品也还有78.43亿元。

房企的开发产品一般是指已完工的项目。由于预售制度的存在，楼盘在建设阶段即已经预售，因此房企开发产品规模并不大。如果开发产品规模庞大，一般情况下意味着预售并不理想。

尤其是在“三条红线”的新政下，房企去化能力的高低对债务的影响立竿见影。

在“三条红线”监管下，房企的有息负债实行总额控制，即使全部符合监管要求，有息负债增长也控制在15%以内。

在有息负债总量受到控制下，房企自身造血能力的提高就显得尤为重要。信达地产高企的库存似乎难以证明公司高效的去化能力。以2020年上半年为例，公司销售金额83.26亿元，即库存的开发产品几乎足够公司销售半年时间。

近几年，信达地产的合同销售基本200多亿元左右，开发产品却接近百亿，存货压力不言而喻。而且观察公司开发产品构成不难发现，金额过亿且竣工时间在2018年及其之前的项目占比不少，这些项目何时才能顺利出清呢？

作为一家市值逾百亿元、盈利超20亿元的房企，信达地产上一次被券商关注还要追溯到三年多以前的2017年9月，自此后再也没有机构关注过信达地产，公司似乎在券商等机构的关注名单上消失了。

只有每当公司募集债券时，评级机构才会提示信达地产资产周转慢和签约下滑的风险，也会提到公司“合联营项目较多，部分项目规模较大，且土地成本较高，公司非并表项目的运作情况亦将对其信用质量产生影响”。

这些高价地块到底进展到哪里了呢？截至发稿，信达地产没有回复《证券市场周刊》的采访。