



惯性效应 溢价拿地之弊

惯性效应，对企业是一把双刃剑。尤其是规模化房企，长期习惯激进打法，想迅速调整难度不小。至少，要做出一些牺牲。

仅从拿地一个环节，便能窥得金辉控股近年的激进之感。

数据显示，2017年、2019年及截至2020年4月30日止四个月，金辉控股经营活动现金流为负，分别为-77.56亿元、-56.97亿元、-23.55亿元。

对此，金辉控股表示，主要是由于物业开发活动增加及土地收购力度加大，导致营运使用大量现金净额。

值得注意的是，尽管三红新规发布于今年下半年，但针对楼市的宏观调控早已开始。金辉长期拿地力度如此之大，不仅形成惯性，也与行业趋势背驰。

溢价拿地，也不在少数。

以2020年为例，截至2020年7月31日，金辉控股已完成北京、上海、天津、等全国31个城市布局，共有160个处于不同开发阶段的物业开发项目。

易居研究院数据显示，年初以来，金辉控股拿地近10幅，总金额超58亿元，合计建筑面积超80万平方米，平均溢价率达43.53%，平均楼板价达7212元/平方米。2019年，金辉控股的平均拿地成本由上一年度的2692元/平方米大幅上升至5120元/平方米，2020年上半年进一步走高，拿地成本上升较快。

同策研究院资深分析师肖云祥分析称，这一溢价率在销售规模相当的房企中属较高，主要反应出公司在冲刺规模方面的战略意图，但较高的溢价率，也将导致公司产品利润空间被压缩。

例如今年1月，其以10.44亿元拿下的浙江绍兴柯岩A-05地块，溢价率高达61.6%，楼面价高达13895元/平方米，刷新柯岩地价最高纪录。据悉，对比周边2020年5月开盘的祥生湛景笛旻府，均价19000元/平方米，其次还有碧桂园荣盛华府，目前均价17500元/平方米。以此推算，金辉盈利空间并不高。

4月8日，金辉以5.16亿元竞得宁波慈溪市一宗宅地，楼面价9747元/平方米，溢价率64.3%。

4月14日，金辉再以10.71亿元竞得宁波一宗宅地，楼面价7082元/平方米，溢价率74.69%。

5月，金辉又以总价14.67亿元竞得柯桥柯岩A-03地块，楼面价12523元/平方米，溢价率35.45%。

8月，金辉经94轮报价后，其以2.25亿元、溢价率106%竞得江苏淮安一宗商住地，成交楼面价2563元/平方米。

.....

频繁溢价拿地，危害有四。

首先是负债，前文已说到，其去年未踩中“三条红线”，负债问题可见一斑。尤其是中短债比偏高，隐患不小。

截止到2020年8月底，金辉控股的总借款及租赁负债557亿元，一年内到期的借款总额181.77亿元。而目前金辉的现金和现金等价物仅68.64亿元，现金流无法覆盖年内到期债务。

其次，现金流紧绷，也导致项目后续开发压力不小。这一点，从金辉控股的此次募资用途中，可见一斑。

对于此次上市募资所得款项的用途，金辉控股指出，假设此次发售价为每股股份4元(即本招股章程封面页所载指示性发售价范围的中位数)，公司估计将从全球发售收到所得款项净额约22.68亿元。其中约60%将用于绍兴悠步观澜苑、绍兴镜湖、福州金辉澜林轩、西安泾河小镇、苏州悠步四季花园及重庆长江铭着的建设拨款。

需要注意，这还是金辉控股此前使用高息信托后的现金状况。

2020年3月，金辉控股与五矿信托订立一份信贷融资协议，金额3.3亿元，年利率为11%。与中国华融资产管理股份有限公司订立一份信托融资安排，金额1.4亿元，年利率为10.5%。

此外，2020年1月，金辉间接全资附属公司金辉资本投资还发行一笔于2022年到期

的3亿美元的优先票据，利率也高达10.5%。

借债，总是要还的。招股书显示，金辉控股募资约30%将部分用于偿还项目开发的部分现有信托贷款，及约10%将用于一般业务营运及营运资金。

第三，则是压缩盈利空间。

尽管通过大手笔扩张，金辉控股实现了规模剧增，招股书显示，2017年-2019年，金辉控股的收益分别为118亿元、160亿元、260亿元，复合年增长率48.5%，其中2019年度增幅为62.6%。今年上半年，营收110亿元。

但净利润却并不乐观。

在净利润方面，2017年-2019年，金辉的净利润分别为22亿元、23亿元、27亿元，年复合增长率仅10.0%。

同期，毛利率分别为32.2%、30.2%、21.8%，持续大幅下降；同期净利率分别仅17.2%、12.6%、9.7%。

盈利能力下滑，值得警惕。

当然，金辉控股还有一条路可走：加快开发建设、加速销售，快速回笼资金带来业绩提升。

但这条路，同样需要大笔资金撬动，肩负融资三红达标重任，其又有多少资金腾挪空间？

也就是第四个问题，去化。

专家肖云祥指出，金辉控股主要以二线城市和核心三线城市作为布局重点。此布局策略符合当前房地产市场趋势，“此前金辉曾布局一线城市，但目前来看，一线城市土地资源稀缺，地价较高，市场竞争激烈，避开竞争激烈的溢价型市场，符合当前一些中小型房企在冲规模进程中的投拓策略。”

问题在于，西南、西北和环渤海地区土储占比较大，分别为28.8%、27.5%和19.3%，陕西单省占比超24%。

新浪财经房产认为：部分二线城市的限价政策及三四线前景的不明朗，都给金辉控股的账上存货带来较大风险。

不仅如此，房屋质量也是一个掣肘。

华商网报道，2020年6月，西安金辉世界城小区业主反映，称其花几十万购买的精装修公寓，装修粗糙，墙边踢脚线各种缝隙，就连卫生间的暖气管道都是外露的。

这也不是西安金辉世界城首次遭到质疑。

据人民网主办的领导留言板专栏公开信息，2019年，三位业主分别投诉西安金辉世界城存在地下车库漏水成常态；外墙出现铁皮脱落现象；绿化面积与早期展示的规划图严重不符等问题。

此外，金辉还屡次收到监管罚单。

据渝规罚两江新区字〔2019〕第0459号文件，2019年11月19日，重庆金辉长江因私自增设面积及减少居住建筑面积等，被重庆两江新区规划和自然资源局罚款1.93万元。

2019年，西安曲江原山两次因未采取有效扬尘防治措施造成扬尘污染的行为，被西安市住房和城乡建设局处以10万元处罚。

03