

杭州西投的“高杠杆游戏”：发债融资豪赌西湖留用地

本报记者 刘頔 杭州报道

当“降杠杆、握现金、偿负债”成为头部房地产企业应对财务风险的时候，杭州市西湖区政府下属的国有独资企业却频繁借款和发债融资，大有逆势之象。

近日，杭州西湖投资集团有限公司(以下简称“杭州西投”)发布公告称，截至今年2月末，公司累计新增借款17.15亿元，全部为

造血能力不足

近年来，杭州西投一直处于“增收不增利”状态，净利润波动较大。

据了解，杭州西投由杭州市西湖区财政局全资控股，是杭州西湖区重点打造的综合性建设、经营和投融资主体，旗下涵盖45个子公司。

据杭州西投最新披露的数据，2016~2018年及2019年前三季度(以下简称“报告期”)，公司实现主营业务收入5.91亿元、7.33亿元、7.52亿元、8.47亿元，净利润为1.86亿元、-3.74亿元、0.62亿元、-1.8亿元，经营活动现金流为-30.02亿元、-23.03亿元、5.03亿元、15.77亿元。

近年来，杭州西投一直处于“增收不增利”状态，净利润波动较大，并且处于亏损边缘。

究其原因，从近年来地方财政“输血”可以窥见一二。2016~2018年，杭州西投计入利润表的政府补助分别达到5.13亿元、528.68万元、1.01亿元，分别约占主营收入的87%、1%、13%。

杭州西投方面坦陈，公司的净利润较多依赖于政府补助，若未来地方政府的财政支持与补贴政策发生变化，可能会导致公司项目建设资金不足，一定程度上影响经营水平和盈利能力。

据杭州西投方面介绍，公司的核心业务涵盖西湖区的基础设施建设、景区运营和转塘科技经济园和西溪谷区域的土地开发整理等领域。实际上从收入来源来看，公司主要依靠保安、旅游、服

银行借款。杭州西投相关负责人在回应《中国经营报》记者采访时表示，新增借款主要是用于投资留用地开发和项目建设，属于正常经营活动范围。

不过，自四年前杭州西投做出市场化转型以来，在其自身造血能力偏弱，甚至多依靠政府补助才勉强维持的情况下，依旧决心涉水杭州市西湖区的房地产自留地开发，何以填补由此而来的财务“窟窿”值得关注。

务和租赁业务过活。

其中，2017年，上述业务收入占比分别为40%、20.53%、15.6%、12.73%；2018年为41.19%、6.19%、15.41%、12.06%。

上述四项业务的运营成本还不小。以2018年为例，其主要收入来源的保安业务，营业成本同比增长11.33%，毛利率同比减少19.45%，为17.48%。

在多次与杭州西投内部人士的沟通中，记者感受到公司对运营成本增长的担忧。“公司重组之后，原本有多块业务被划转出去，因此业绩出现明显减少。受政策影响，子公司业绩也存在波动。”上述杭州西投办公室负责人介绍，全资控股的杭州西湖保安服务有限公司每年的人房、技房以及警犬用房成本，因上级部门的规划调整，收入波动较大。



在杭州西湖投资集团办公楼的墙上，写着四条企业形象宣传语。

刘頔/摄影

捆绑头部房企

在杭州西投的留用地项目开发业务上，多家头部房企也参与其中。

记者注意到，在杭州西投的业务板块中，虽然现已转向留用地项目的开发，但至今此类开发不仅没有体现明显的业绩贡献，反而成为难以弥补的资金“窟窿”。

在杭州市西湖区紫萱路与吉园街交叉口的云谷春风项目，由杭州西投、绿城集团以及三墩镇荡王头社区共同联手打造的留用地项目，总建筑面积94174平方米，由四栋单体建筑组成，总投资约11亿元。计划开发为以商务办公为主，商业配套为辅的综合体项目。

近日，记者在现场看到，该项目的主体结构基本建成，在进行外立面施工。售楼处的置业顾问介绍，有40平方米~60平方米的精装修酒店式公寓在售，总高14层，均价约33000元/平方米，“其中两幢楼对外出售，另外两幢由开发商自持。”

杭州透明售房网备案信息显示，截至4月2日，云谷春风项目2号楼和3号楼共有房源740套，其中可售房源648套。

云谷春风是杭州西投数十个留用地项目中的一个。自2016年开

加杠杆投资开发

杭州酒店公寓市场由于价格优势逐渐减弱，整体成交量已有所回落。

不容忽视的是，尽管造血不足，债务压力逐步增加，杭州西投依旧在加杠杆投资开发项目，不断通过发债和借款，将资金投入后续开发建设中。



在杭州西湖投资集团办公楼的墙上，写着四条企业形象宣传语。

刘頔/摄影

展市场化转型，杭州西投先后与西湖区的33个村社签约进行留用地合作开发。第一批28宗留用地项目的用地面积约855亩，总投资约100亿元，第二批10宗留用地项目，总用地面积约482.25亩，总投资约70.2亿元。

上交所披露的财报显示，仅2018年，杭州西投在土地开发支出方面的存货金额达20.57亿元，截至2019年上半年，该部分存货金额为29.08亿元。

据悉，留用地是地方政府在征用集体所有土地时，按照征地面积的一定比例核定用地指标，让被征地集体经济组织用于组织发展二三产业的地块。留用地项目一般是政府在征用农村土地并转为建设用地后，其中留10%给当地村委会，鼓励单独或合作开发建设；且具有“国有土地证”“契证”“房产证”大三证，只是产权不能分割到户。

据杭州本地媒体报道，曾经不少村级留用地，都被小块地切割出租给小餐饮、小作坊，租金不高，卫生环境又不好。西湖区首创的留

3月6日，杭州西投发布公告称，当年累计新增借款超过2019年末净资产的20%。截至2月末，公司合并报表范围内未经审计的借款余额为352.17亿元，较2019年末净增加17.15亿元。

3月12日，上交所发布公告称，同意杭州西投非公开发行2020年公司债券(第二期)于3月16日起挂牌。该只债券为私募债，发行规模为10亿元，为5年期。

自2016年3月至今年3月，杭州西投累计发行5只债券，包括“20西湖02”“20西湖01”“17西投01”“PR西湖债”“16西投01”，总共发行规模72亿元。

债券报告显示，报告期内，杭州西投投资活动现金流为-39.02亿元、-149.49亿元、-62.09亿

元、-62.42亿元，筹资活动现金流分别达到70.73亿元、193.46亿元、66亿元、71.81亿元。资产负债率分别为63.06%、81.66%、83.74%、81.09%。

报告期内，公司的短期借款与一年内到期的非流动负债的总数分别为7.8亿元、14.6亿元、40.8亿元、74.9亿元，货币资金为17.6亿元、34.9亿元、44.4亿元、70.3亿元。前两者激增，货币资金已逐渐无法覆盖短期债务。

“目前，公司运作一切正常，云谷春风项目正在预售中。虽然留用地项目投入资金量较大，但后期盈利能力和较强，回收资金大。而所需的资金问题不必担心，公司会协调安排适当解决当前短期偿债问题。”上述杭州西投相关负责人向记者表示。

不过，多位熟悉杭州房地产市

场人士对此表示怀疑。浙江大学房地产研究中心高级研究员、双赢机构总经理章慧芳介绍，近两年，杭州的酒店式公寓市场价格上涨较快，部分项目逼近住宅楼盘的均价，但投资回报率未有起色，对拉升成交量的效果不明显。

中指研究院企业事业部常务副总经理、浙江分院研究总监高院生亦直言，杭州酒店公寓市场由于价格优势逐渐减弱，整体成交量已有所回落。

针对项目运营和业绩状况，记者多次致电致函杭州西投信息披露负责人，集团副总经理张康平，对方婉拒了采访，并表示公司该披露的信息都已对外披露，具体以审计、法务披露的信息为准。

刘頔/摄影

解决资金问题，由品牌房企负责开发运营，最后三方按照股权比例获取收益。

上市公司财报披露，绿城中国在云谷春风项目的权益占比24%，万科集团在紫金馨谷项目的权益占比17.2%。若以上述负责人的说法计算，杭州西投在两处项目中的权益约占25%、31.8%。

以云谷春风项目为例计算，以740套，全部按60平方米的可售房源估算，总货值约14.65亿元，刨去另外两方的股权部分，杭州西投在该项目的实际权益收入仅为4.69亿元，这与计划投资额的11亿元差距较大。即便后期还将通过运营写字楼等租赁方式实现回款，但何时收回成本仍是一个问题。

事实上，这样的窟窿还仅仅是其中之一。

杭州西投一名办公室负责人告诉记者，留用地项目的建设是近两年由西湖区政府交办过来，公司牵头负责运营，“项目大多处于开发的初步阶段，未来产生的收入水平还无法保证。”

浙江大学房地产研究中心高级研究员、双赢机构总经理章慧芳介绍，近两年，杭州的酒店式公寓市场价格上涨较快，部分项目逼近住宅楼盘的均价，但投资回报率未有起色，对拉升成交量的效果不明显。

中指研究院企业事业部常务副总经理、浙江分院研究总监高院生亦直言，杭州酒店公寓市场由于价格优势逐渐减弱，整体成交量已有所回落。

针对项目运营和业绩状况，记者多次致电致函杭州西投信息披露负责人，集团副总经理张康平，对方婉拒了采访，并表示公司该披露的信息都已对外披露，具体以审计、法务披露的信息为准。

刘頔/摄影

3.35亿元借款被占用 项目开发停滞

珠江实业陷子公司失控“罗生门”

本报记者 翁裕涛 赵毅 广州报道

在向子公司广州东湛房地产开发有限公司(以下简称“东湛公司”)增资6500万元、同时提供3.35亿元借款后，老牌粤系房企广州珠江实业开发股份有限公司(600684.SH，以下简称“珠江实业”)却对其失去了控制。

在广州和佛山南海的交界地带，东湛公司主要开发的花都区颐和盛子公司“失控”项目开发停滞

珠江实业作为广州首家上市房企，20余年来操盘了众多地标式建筑，一度与越秀地产并列广州房企“双子星”，但2019年营收规模却仍在30亿元左右徘徊，尚不及越秀地产的十分之一。

值得注意的是，4月9日，大华会计师事务所发布2019年年报的同时，根据相关监管规定，另外发布了一份《非经营性资金占用和其他关联资金往来情况汇总表》，其中指出，截至2019年末，珠江实业旗下两家项目公司东湛公司、穗芳鸿华公司出现非经营性资金占用分别为3.41亿元、1.04亿元。

2018年6月，珠江实业以“股权+债权”的形式，向东湛公司进行投资，投资额度约4亿元。其中，以增资扩股形式投入股本6500万元，成为项目公司股东，增资完成后占项目公司股本30.23%；剩余款项作为债权投资款，年利率12%，借款期限三年。此后东湛公司便作为子公司之一，出现在珠江实业2018年半年度以及第三季度的合并报表中。2018年12月28日，珠江实业突然发布公告，并向上交所提交了东湛公司不再纳入公司合并报表范围。

对此，珠江实业给出的解释

世项目临江而建。虽然地处偏僻，由于自然风光良好，依山傍水，该楼盘计划集独栋别墅、环岛洋房、高层岛屿景观洋房于一体，但目前项目三期开发陷入停滞状态。

“项目三期‘在水一方’原本准备2019年12月底交房，但因为资金缺乏已经停工一年多时间了。”近日，颐和盛世三期业主陈先生告诉《中国经营报》记者，因为不能按时交房，三期

是，由于与东湛公司及另一股东东湛财务投资有限公司(以下简称“东盛投资”)在经营理念上存在不一致，公司无法对东湛公司实施实际控制，决定不再将其纳入公司2018年度报告合并范围。

东湛公司“失控”背后，与另一股东资金紧张有关。天眼查显示，2018年3月以前，东湛公司股东为东盛投资和颐和地产集团有限公司(下称“颐和地产”)，随后颐和地产退出，2018年6月，随着珠江实业完成注资，股东变更为东盛投资和颐和地产。

据了解，东盛投资在境内对外投资两家公司，除东湛公司以外，还有浙江颐兴置业有限公司，值得注意的是，东湛公司、颐兴置业以及颐和地产3家公司的法定代表人均为何建信。

尚不清楚何建信与颐和集团董事长何建梁是否存在亲属关系。天眼查信息显示，今年以来，颐和地产先后4次被列为失信被执行人，作为法定代表人的何建梁也被列入限制高消费名单。2019年11月27日，颐和地产的法定代表人从何建梁变更为刘建信。

由于项目停工烂尾，业主们曾多次与政府部门和开发商进行沟通，颐和盛世三期维权业主代表表

一起维权的业主超过100位，业主们基本都已经交房款给东湛公司。

值得注意的是，由于对东湛公司失去控制，珠江实业已经连续两年将东湛地产公司“移出”年度财务报表。本报记者就颐和盛世项目停工等相关问题致函致电采访珠江实业董秘处，对方表示：“关于该项目的信息，公司自有渠道向投资者和业主们披露，暂无更多信息回复。”

诉记者，“根据我们掌握的消息，东湛公司的开发资金是被大股东颐和地产所挪用，因此珠江实业才对该项目失去控制。”

“我们100多位业主们少则交了几十万元首付，多的交了一两百万元的全款买房，这笔钱都去哪儿了呢？”一位业主指出，项目三期“在水一方”的建设进度迟迟未有进展，但东湛公司目前却在推进四期“桃李江南”的销售。

4月中旬，记者现场走访了花都区颐和盛世项目，发现项目三期“在水一方”位于颐和盛世已建成的小区西侧，现场已经完全围蔽起来，多栋建筑脚手架尚未拆除，工作期间未见到工人施工，现场一位清洁人员表示，“今年以来还没怎么施工。”

“颐和盛世F区住宅楼延期交楼问题，是由于开发商资金链断裂导致。”中共广东省委办公厅在回复业主们信访时指出，截至3月25日，颐和盛世F区预售款专用账户余额926万元，不存在商品房预售款被挪用的情况。近日，花都区组织召开专题协调会，要求东湛公司解决项目资金问题，经协商，颐和盛世开发商将于近期尽快组织工人进场复工，并承诺于今年11月底前交楼。

“股+债”模式投资失利

颐和盛世业主告诉记者：“现在业主们的期望是，作为股东的上市公司珠江实业能够继续注资到东湛公司，盘活‘在水一方’这个项目，让其不至于烂尾。”

对于珠江实业而言，能否将投资给东湛公司的资金如期收回仍是未知之数。“股+债”并购模式是珠江实业多年前基于业务发展制定的策略，但从东湛公司这一案例可以看出，“股+债”模式获取的项目具有较大的不确定性。

2019年6月，珠江实业与子公司广东金海投资有限公司(以下简称“金海公司”)对簿公堂，原因在于金海公司控股股东廖东旗长期占用项目嘉福酒店不移交并欠付租金，导致金海公司开发进程停滞，无法实现经营收入回款。

珠江实业董秘覃奕媚曾向本报记者表示，对公司的发展而言，“股+债”模式存在一定风险。“与公司合作的开发商为民营企业，其经营诉求及管理规范与公司存在差异，从而容易产生分歧，影响项目的开发进度、消耗人力。”

受“股+债”模式投资失利，珠江实业的营业收入呈现下滑趋势。Wind数据显示，回顾珠江实业2016~2019年的营业收入，分别为41.01亿元、42.40亿元、34.04亿元以及29.48亿元，同期扣非后的归母净利润分别为3.14亿元、2.45亿元、1.28亿元以及-1.73亿元。

时隔9年后，珠江实业扣除非经常性损益后的净利润再次出

现亏损。2019年珠江实业扣非后的归母净利润出现亏损，亏损金额为1.73亿元，同比大幅下滑235.5%。

“亏损主要原因是房地产项目销售毛利率下降，而公司财务费用增加。”珠江实业方面表示。年报显示，珠江实业2019年归属于上市公司股东的净利润为2.19亿元，同比2018年的2.45亿元下降10.67%；而财务费用为3.89亿元，同比大增199.8%。

珠江实业2019年年报显示，其“房地产业”的营业收入较2018年下降8.96%；其毛利率为30.75%，较2018年减少了5.14个百分点。对此，珠江实业的解释是“由于不同项目所处的不同销售环节。其中，珠江璟园、长沙珠江花城、长沙珠江郇城均处于销售的尾货阶段，受制于当地限购限售限价等政策及周边市场价格影响，项目去化压力较大等”。

事实上，背靠广州国资委的珠江实业在经历了2013年的高光时刻之后业绩一直表现平平，面临着项目去化速度慢、土地储备规模不足等困扰，并逐渐显露出盈利疲软等症，近年来更是主要依靠出售资产、对外拆解资金实现盈利。

珠江实业在2019年第二、三季度曾出现亏损，在第四季度通过出售子公司海南锦绣实业有限公司股权带来投资收益，本次交易的股权转让价款为6.46亿元，珠江实业实现投资收益2.91亿元，占公司2019年度利润总额的72.75%，从而实现盈利，但扣除非

经常性损益后仍然亏损。

此外，通过拆借资金，珠江实业获得一定利润。财报显示，“计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费”为1.41亿元，主要是本年度对天晨公司、穗芳鸿华公司、捷星公司等企业收取的资金占用费；对外委托贷款取得的损益为0.62亿元，主要是本年度穗芳鸿华公司、东迅公司等企业提供委托贷款实现的损益。

在珠江实业近期公布的2019年年报中，依旧未见到“东湛公司”的身影。但在4月25日公布的《关于资金拆借的进展公告》指出，东湛公司借款金额为3.35亿元，投资年限为2021年，年利率为12%，应收资金占用费7537.95万元，应收未收回资金占用费6133.30万元。

尽管珠江实业对外资金拆借获得一定利润，但在项目开发受阻的情况下，资金能否如期收回存在着不确定性，在《关于资金拆借的进展公告》中，对5家公司借款的利率普遍为12%，但除了东湛公司以外，另有穗芳鸿华公司、广东亿华房地产开发有限公司存在应收未收回资金占用费，分别为455.24万元、4.128亿元。

“过高的财务费用拖累了公司的营业利润，这与珠江实业弱化地产、偏好证券投资有关。”中南财经政法大学数字经济研究院执行院长盘和林向记者分析，“对于珠江实业而言，去化能力不足、项目进程缓慢，在资源稀缺、投资行业分散缺乏协同效应都在拖累其近年来的发展步伐。”