

龙元建设临安项目调查:股价暴涨掩藏四大风险

证券时报记者 范彪 叶秋

以9月18日最高价20.49元计算,两个月的时间,龙元建设(600491)股价翻了一番。而利好根源落在了龙元建设子公司与临安市政府合作开发临安高新产业园的项目上。对该项目的意义,业界普遍认为龙元建设将由此从一家单纯的建筑施工类企业,向土地一级开发进军,并可能进一步获得房地产开发项目。

根据披露的合作协议,龙元建设间接控股的项目公司在土地一级开发上将会把12%的投资收益率列入项目总成本,二级市场的土地溢价税后部分,龙元建设的控股子公司和临安市政府将按65%:35%的比例分成。这可以说是一个相当丰厚的分配方式,但是,高收益对应的往往就是高风险。近日,证券时报记者前往临安项目实地进行了调查,发现这个规划建设期长达15年的项目中蕴含着许多风险不容忽视。



风险1 “工业土地一级开发每亩亏3万”

一阵细雨过后,青山绿水环绕的临安看上去如诗如画,而龙元建设旗下公司即将在临安开发的高新产业园,正如这座城市一般令人憧憬和遐想。

根据龙元建设控股子公司石与木投资咨询有限公司与临安市政府签署的开发协议,临安市政府确保于2010年1月份组织对于核心区约250亩出让用地公开挂牌出让,而石与木应积极参与竞争,确保依法取得土地。不过,根据目前的法律法规,石与木能否拿到这块土地并不是十拿九稳的。

与石与木共同出资成立项目公司的临安高新技术投资有限公司工作人员告诉记者:将来招拍挂的时候,土地完全有可能被别的企业拿去,并不是说政府会照顾谁,主要看谁出的价格高。”

当初引入龙元建设旗下公司的主要原因是资金问题,我们没钱。”该人士看好项目前景,但对于该项目将来的地价几何,他表示不做预测和评价。

实际上,在龙元建设将要开发的项目附近,其他类似项目的工业土地一级开发并不赚钱。

每开发一亩,我们亏3万。一般来说,我们这边开发的一级土地是400-500元每平米,没办法,我们的主要目的是招商,为了吸引企业必须给他们优惠。”临安市经开区管理委员会的一位工作人员举例说,他们开发某地块的成本是40万每亩,而卖给企业往往只收37万。”工业用地这块是很难赚钱的。”

按照规划,正在修筑的临余公路在2010年通车后,产业园与杭州仅30分钟车程。在正在修筑的公路两旁,记者看到了10多个别墅区,当地地产中介富城房产的小李告诉记者,这里的别墅价格多在1万以上,并且销售情况较好,这种说法也得到了当地市民及企业人

士的认可。在龙元建设的临安高新产业园项目中,未来可能进行的高端住宅开发正是分析师对其看好的重要原因。不过,根据记者获得的《临安高新技术产业园控制性详细规划》显示,该项目启动的核心区域(2.8+1)里面,用于住宅的土地比例并不大。其中,住宅用地占比为13.1%,其他土地用途多为高新产业用地、公共设施、绿地等。

除了2.8+1的核心区域外,公告显示,龙元建设旗下公司未来的开发面积可能扩大到整个29平方公里区域。而临安高新技术投资有限公司的工作人员告诉记者,该29平方公里主要在核心区及核心区域外围地块,这个区域也主要是工业用地。”

风险2 招商面临激烈竞争

根据开发协议约定的责任,石与木要确保三年内引进10家以上高新技术企业,第三年产业税收达到1亿元,第四年开始年产业税收确保每年递增1亿元,项目建成后力争实现年产值100亿元以上,年产业税收7亿元以上。然而,据记者实地调查了解,在招商引资方面,临安高新技术产业园面临着附近类似产业园区的激烈竞争。

临安市与杭州之间的峡谷地带还有另一个高新产业园——浙江省科研机构创新基地,相对于临安高新技术产业园,该基地距离杭州更近,发展基础也更好。

据悉,去年11月,浙江省科技厅召开杭州周边市县科技局长会议,通报了建设省科研机构创新基地的设想,希望各地积极争取。会后,临安、富阳、萧山、西湖、海宁、德清等县市(区)政府提出了书面申请。最后,省科研机构创新基地确定落户临安。目前,该基地附近已经落户了万马电缆、西子富沃德电机公司等企业,国电机械设计院、国家海洋局第二海洋研究所等诸多科研机构也已经入驻该基地。



万马电缆落户省科创基地

记者获得的一份资料显示,该科创基地总体规划辐射发展三块区域,第一区域是科创基地本身及附近的装备制造基地,而临安高新技术产业园仅是省科创基地辐射的第二区域,第三区域是远离杭州方向的玲珑街道等工业功能区。

相对临安高新技术产业园,科创基地离杭州方向距离更近,发展基础更好,万马电缆等一批知名企业也已经落户这里。”负责省科创基地招商的工作人员告诉记者。

从整个浙江省看,省级以上的高新技术产业园区就有超过十个,其中,在杭州市东南方向有规划面积86平方公里的杭州国家高新技术产业开发区(滨江),在杭州北面还有余杭高新技术产业园区,而附近的绍兴、嘉兴、湖州等城市也

都规划有高新技术产业园区。

浙江工商大学副校长张仁寿就指出,临安在高新技术产业发展中存在一些制约因素。第一是临安的经济总量和高新技术的基础实力还不是很充足,这就意味着临安发展高新技术产业,必须走开放型的道路,要招商引资,借助外力;第二是临安离杭州、上海比较近,从某个方面讲也是一个劣势,因为一部分高端的生产要素被杭州、上海的创业环境所吸引,集聚到杭州、上海等地方去了;第三是临安的民间资本、企业家群体相对不足,创新氛围还不够浓郁。研发、设计、管理、营销的人才不足,这对高新技术的发展有一定的制约。

风险3 资金压力巨大

根据龙元建设控股子公司石与木与临安市政府达成的合作开发协议,石与木主要负责项目公司所有资金的筹措。初步测算,整个项目总投资规模不少于100亿元,其中启动区总投资规模不少于40亿元。宏大的投资计划让人热血沸腾,但龙元建设所面临的资金压力也不应忽视。

在9月21日公告中,龙元建设对该项目资金来源安排陈述为自有资金及银行贷款。不过,从龙元建设2009年半年报看,在今年6月底其货币资金为1.88亿,短期借款和长期借款余额分别为1.63亿和1.51亿,而其资产负债率已经达到77%,上半年发生的财务费用达到5248万元,净利润则是1.05亿元。如果增加银行贷款,融资难度和付息压力都是不得不考虑的问题。而根据约定,三年内石与木至少要完成启动区投资40亿元中的25%,即至少10亿元,这对于龙元建设如今的资产规模而言,压力不小。

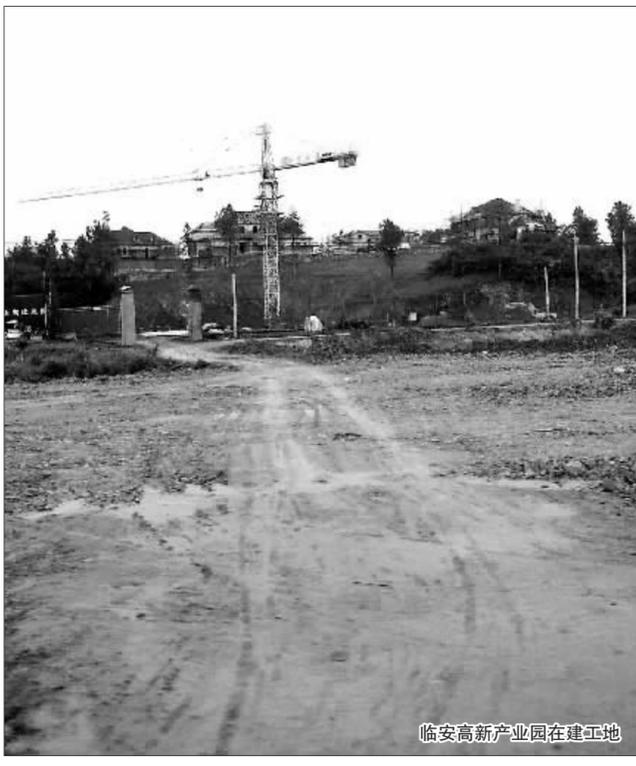
还有两点可能使压力进一步加大,一是目前宽松的信贷环境不可能长期延续下去,未来信贷难度、信贷成本都会上升,近期不少中小型房地产上市公司的融资成本已经达到了年率10%以上;二是如果做到一、二、甚至一、二、三级开发联动,那么相比仅进行一级开发,公司最终收益的实现期限将被拉长,并且期间还需要更多的资金投入二、三级开发,在这一过程中产生的巨大资金成本对于当期现金流是不小考验。

高端住宅的开发是整个项目中被寄望带来丰厚利润的部分,但根据记者拿到的《临安高新技术产业园控制性详细规划》,核心区域(2.8+1)的开发顺序上,前期主要是建设公共设施和高新产业用地,别墅的开发是最后,即第三期,而利润有限的工业和公共设施等工业用地开发要先行,这也会进一步加大资金的压力。

或许正是考虑到了这些方面,在对于二级开发的约定中,龙元建设公告的项目实施内容也谈到了可以引进战略合作伙伴。只是天下没有免费的午餐,引入的合作伙伴必然也会对收益的分享有所要求。

谈到资金问题,从龙元建设8月25日和9月21日已发布的公告看,项目公司股权和出资的安排也颇为蹊跷。

根据目前协议,项目公司是由龙元建设控股子公司石与木和临安高新技术投资有限公司分别出资80%和20%设立,注册资本1亿元。而龙元建设是9月初通过增资1616.7万元获得石与木63.75%的股权,另外36.25%股权属于



临安高新产业园在建工地

自然人张弦。在8月25日的公告中,又特别提到,由于石与木自有资金不足,龙元建设将向其划拨专项借款5500万元用于设立项目公司。

上述的一系列安排,实际相当于在项目公司的1亿元注册资本中,龙元建设是拿出了超过7000万,但是公司折合的实际持有项目公司股权比例仅为51%。对于这划拨的5500万是个什么性质,何时收回,使用费用怎么算等细节,龙元建设的公告中均未涉及,这算不算是一种变相的占用上市公司资金呢?

风险4 异常乐观的利润测算

7月20日,龙元建设收盘价9.97元,9月24日,该股收盘价为18.20元,上涨幅度已超8成。而在同一时间段,上证指数下跌了13%。

除了短期内股价大幅上涨,龙元建设股价表现突出的另一方面,还体现在上述利好公告发布的时段。在公告发布的8月25日当日,公司股价上涨5.91%,但在此前的5个交易日中,有3天都是以涨停收盘,而公告后的5个交易日则出现连续下跌,较8月25日的收盘价,累计跌幅达到20%。然而,在此后的两个交易日又接连涨停。

正在市场为其剧烈波动摸不着头脑之时,9月8日,国内某知名证券研究所推出了有关深度研究报告,分析师在报告中对临安项目的前景极其乐观,在当时公司股价已升至19元附近、较一个月前涨幅超6成的情况下,该分析师给出了25元/股的目标价,评级为“买

入”。在这份深度研究报告中,分析师调研做出的临安项目(2.8平方公里)、二级联动开发利润测算为销售金额合计156亿元,税后利润合计61亿元。

暂且不考虑前述的项目一、二级联动开发面临的操作模式、时间跨度、资金压力等问题,即使只从数字上来看,这份利润测算也可谓相当乐观:根据测算中的销售金额和税后利润,该项目的销售净利润率达到了40%,而在房地产市场非常火爆的2007年,万科的销售净利润率也只有14%,保利地产为18%,招商地产为28%。

进一步分析,该分析师上述收益测算的前提之一是项目中的1000亩工业用地实现每平方米5500-8000元的销售单价,合计实现约62亿元的收入。但据业内人士介绍,现在各类产业园的开发运作模式多为向用地企业直接出售一级开发后的净地使用权,再由用地企业根据自身需求修建生产用房。在这种模式下,该报告中的预测收益恐怕难以实现。

而到了9月23日,另一家知名券商也发表研究报告,称对公司转型后的发展前景非常看好,提高评级至“买入”,甚至给出6个月目标价30元,12个月目标价40元。

事实上,从龙元建设公布的开发协议和记者调查的情况看,短期内临安项目带给公司的收益更多的可能是源自一级开发的建筑施工,而不会带来利润的大幅增长。至于后续的二、三级联动开发则还言之过早。

面对这样一个规划长达6、7年,甚至10多年的项目,期间宏观经济环境、地价楼价的波动更是难以预测,在存在如此多未知风险的因素之下,投资者不妨多一份冷静。

土地一级开发的两种模式

证券时报记者 叶秋

土地一级开发是A股市场喜爱追逐的题材,从事土地一级开发的锦世股份的股价在2007年就曾掀起一波上涨狂潮,让人印象深刻。

目前土地一级开发的盈利模式主要有两种:一种模式是将开发后的土地进行招、拍、挂,所得价款在扣除开发成本后,在开发企业与政府之间进行分成,并且政府向企业承诺一定的保本收益率,此类土地的性质多为住宅商业用地。如云南城投负责开发的环湖东路项目,中天城投旗下公司开发的渔安安井项目,以及锦世股份、龙元建设采取的都是这种模式。

第二种模式是政府回购开发后的土地,还可能包括地面上的基础设施和建筑物,同时与开发企业约定一个固定的收益率,上市公司黑牡丹从事的常州新北区开发就属于这种模式,新北区政府约定按10%的毛利率回购黑牡丹开发后的土地及地上基础设施,按15%的毛利率回购安置房。

相较于第二种模式下稳定的收益,显然在第一种模式中企业更能够享受到地价高涨带来的好处,但同时也面临地价下滑的风险。例如,2007年受益于土地市场的繁荣,锦世股份的业绩大幅增长,但今年上半年的土地拍卖不畅,也使该公司业绩骤降。

在第一种模式下,企业与政府之间的分成比例也往往是双方博弈的结果。就目前几个项目看,中天城投渔安安井项目分成比例最高,达到公司与政府7:3;云南城投的项目是五五分成,而锦世股份与当地政府按照6:4比例进行收益分成。

不过,有业内人士指出,这种分成模式产生,本质上是由于当地政府缺乏进行土地一级开发的资金,不得不让渡部分土地增值收益,而在北京等发达城市,通过竞标确定的一级开发对于开发商而言也就是一个6%-8%的政府回购收益。并且,在土地出让收入管理规定出台后,土地出让收入纳入地方财政预算,实施收支两条线管理,这种分成的做法操作难度已较大,这也是为什么A股上市公司中少有公司能够获得该类项目的原因。

实际上,即使是第二种模式也面临着收益大幅波动的可能。以黑牡丹为例,在2008年1月1日之前,政府是按5%的毛利率进行回购,2008年1月1日后才调高到10%。可见,给多少利润,还是政府说了算。

部分公司土地一级开发情况

公司简称	主要涉及开发区域	盈利模式	开发面积	上半年净利润	增幅
黑牡丹	常州市新北区	政府按10%毛利率回购	每年确定	19473万	扭亏
云南城投	昆明市官渡区	扣除成本后与政府五五分成	4630亩	5434万	433%
中天城投	贵阳市云岩区	扣除成本后与政府七三分成	9.53平方公里	12660万	63%
锦世股份	成都市成华区、郫县	扣除成本后与政府四六分成	-	829万	-98%
龙元建设	浙江临安市高新技术园区	12%投资收益列入成本后,与政府按65%:35%分成	2.8+1.29平方公里	10025万	3.00%

来源:叶秋

过剩的地产股

叶秋

国内房地产市场从年初的萎靡不振,到如今的房价屡创新高,这巨大的转变直接产生了两方面后果,即:土地市场地王频现;证券市场地产股数量激增。

在近期A股公告的各类重组、资产置换、资产注入活动中,房地产企业占据了绝对的主角,不同区域、不同规模的房地产企业们都争相抢搭证券市场这趟列车。仅昨天,就有上海金陵和

*ST商务两家公司公告将进军房地产业,而前几天*ST琼花、香江控股等公司也都发过类似的公告。

目前A股中以房地产为主业的公司数量暂无明确数据,但这无疑是一个在快速增长的数字,如果算上多多少少涉足房地产开发的企业,那数量就更多了。大家都是冲着证券市场的融资功能来的,就像龙元建设的临安项目,虽说资

金来源是自有资金和银行借款,但证券市场无疑也是其筹措资金的重要渠道。

房价涨了——地产公司利润增加了——地产股股价涨了——可以融更多的钱——去买更贵的地、建更贵的房——再赚更多的利润。这是一个多么美妙的循环啊。但是,脱离了经济的实际发展水平和居民的收入承受能力,这也将是一个脆弱的循环。

从建筑施工迈向房地产开发,龙元建设业务结构的改善,让投资者欢欣鼓舞。不过,俗话说“物以稀为贵”,对于A股市场中越来越庞大的地产股群体,它们的价值是否也应该打个折呢?

