

# 陷入流动性危机 “三条红线”压顶 融创中国迎来生死考验

作者 詹碧华

“三条红线”一出，让房地产商谈虎色变。作为国内房地产行业势头最猛的房地产公司，8月26日，融创中国在港交所发布了2020年中期业绩报告。报告显示，公司上半年营收773.4亿元，同比增长0.7%；归母净利润109.6亿元，同比增长6.5%。

尽管这份成绩单十分耀眼，但所有人都知道，传闻中的“三条红线”，融创全踩了。根据计算，以融创2020年中期财务数据按照上述融资新规方式统计，第一项剔除预收款后的资产负债率，融创2020年中期数据约为82%，高于新规标准70%的阈值；第二项净负债率约为149%，超过100%的阈值标准；第三项当期短债比约为0.47倍，低于1倍的标准。

在地产界，孙宏斌及其旗下融创以激进扩张、高杠杆著称。“三条红线”压顶，孙宏斌和融创将如何抉择？

知名地产分析师严跃进在接受《企业观察报》采访时指出，哪怕就是不提这个“三条红线”，这两年金融监管还是比较严格的，对房企经营也是有压力的，这次可能还不完全是进行这样一个调控，不管有没有这个调控，这些房企也应该意识到，如果过于盲目激进，包括做一些文娛项目，现在耗费资金是比较大，比如说在杭州周边的海宁做文旅城，这类项目都是很耗费资金的，如果资金链一旦断裂，就会对企业影响比较大。

## 孙宏斌式激进扩张 致融创高额负债

说到融创，就不得不提孙宏斌，而说到孙宏斌，就不得不提顺驰。

2011年，孙宏斌罕见地在微博再度提起顺驰时，他是这样说的：“顺驰被收购五年有余了，我从来没有（为）顺驰辩护过，败了就是败了，不要找借口。我们犯了错误，比如现金流管理，比如扩张太快。”

今天，曾经的顺驰身上所有的优点和缺点，我们几乎都能在融创身上看到。

作为地产界最负盛名的“并购狂人”，孙宏斌曾是地产界最热衷“买买买”的所在。孙宏斌的打法就是高周转，为了速度，手下人多少钱拿地也不需要上报，赢了算赚，赔了认亏。在顺驰时代如此，到了融创，依旧如此。

2014年到2019年六年间，被孙宏斌先后列入购买清单中的并购标的包括但不限于绿城、佳兆业、雨润、融科智地、乐视、万达、泛海、新潮中宝、环球世纪和时代环球等企业的股权或项目。

虽然并购的最终结果有胜有败，但总体来说收获颇丰。并购被业内视为是房企快速做大规模、实现弯道超车的最有效捷径。通过并购蚕食其他房企和项目，融创得以快速扩充土储，五年时间规模翻了7.57倍，行业排位更是从第9快速跃升到了第4，距离房地产销售前三名仅一步之遥。

一场危机来临之前，大多数人是意识不到的，尤其是不顾一切疯狂追赶的人。当年，首次调控房价的新日“国八条”先后出台；随后，原银监会212号文件收紧房地产信托。这一年，顺驰原来打算冲千亿。但是，由于之前的发展太快，加上摩根临时变卦，项目卖不出去，资金链断裂，顺驰就这样“死”掉了。

一位不愿具名的业内人士对《企业观察报》说，孙宏斌的顺驰曾倒于高负债，现在轮到融创接受考验了。

在房地产圈，有一个行业疑问便是，

融创的钱是从哪里来的？

有数据显示，融创的有息负债从2014年的343.84亿元，上升到2018年底的2294.1亿元，增加了1950.26亿元，增长比例为567.20%，2019年上半年更是净增加727亿元，上升到了3020.76亿元。

2020年半年报显示，公司可随意支配的现金仅有779.44亿元，短期负债却超1400亿元，并不能覆盖全部短期债务，一旦外部形势风云突变，不排除重蹈顺驰的覆辙。“更何况如果未来负债规模不能增加，融创的高杠杆有息就难以以为继，失速则可能成为常态。”某公募基金执行董刘旭凌在接受采访时认为。

管理大师彼得德鲁克曾经说：“目前快速成长的公司，就是未来问题成堆的公司，很少例外。合理的成长目标应该是一个经济成就目标，而不只是一个体积目标。”

早在20世纪70年代，他就已经注意到了成长的危机。他认为，如果企业都以每年10%的速度增长，很快就会耗尽整个世界的资源，而且长时期保持高速增长也绝不是一种健康现象。它使得企业极为脆弱，与适当地予以管理的企业相比，它有着紧张、脆弱以及隐藏的问题，以致一有风吹草动，就会酿成重大危机。

融创中国无疑正是德鲁克口中的“快速成长的公司”。而对于房地产行业来说，过去三年多的深度调控就好像一场小型的“风吹草动”，虽然有点吓人，但不至于要命；但2020年开始暴发的新冠疫情，却完全全是一次意料之外的黑天鹅事件，让很多企业几乎没有准备的情况下遭受风险的正面冲击，原本深埋骨子里那些“紧张、脆弱以及隐藏的问题”开始逐渐显露。

知名地产分析师严跃进认为，需要注意的是，现在融资难，激进扩张肯定不是个好主意，尤其是防范金融风险，如果说企业过度盲目地认为房地产行情比较好，在这时过多地传统融资，过多地依赖性融资，那肯定是有压力的，因为这两年很多企业做得都不错，但是往往比较激进以后，使得企业后续就会停止。

## 财务成本猛增 销售成绩打折

有报告称，融创跟地方城投公司捆绑在一起做的融资额，行业第一。这不仅为融创转移了风险，也成为它向行业老大发起冲击的助推器；地方也招来了投资，皆大欢喜。

同时，融创也借助上半年较宽松的时机推动融资成本下降。半年报显示，今年上半年，融创中国新增有息负债的加权平均成本，较2019年全年的该项指标下降了19个百分点。其中，在境外债券市场发债期限得到延长的同时，融资利率亦整体下降约1.5%。

据亿翰监测的数据显示，上半年融创中国先后发行了两笔为期4年和5年的公司债，发行总额合计73亿元，票面利率仅为4.78%和5.60%。

然而，值得一提的是，融创中国上半年财务成本迅猛增长。2020年1月至6月，该公司财务成本245.2亿元，相比2019年同期的123.3亿元，暴增98.86%。扣除资本化利息开支后，融创中国财务成本净额159亿元，相比2019年同期的61.3亿元，增幅高达160%。

即使是亮眼的销售成绩，细算下来，按照在今年3月27日的投资者会议上，孙宏斌提出融创2020年销售目标6000亿元来算，融创中国上半年仅完成全年



数据显示，融创的有息负债从2014年的343.84亿元，上升到2018年底的2294.1亿元，增加了1950.26亿元，增长比例为567.20%，2019年上半年更是净增加727亿元，上升到了3020.76亿元。

销售目标的三成，下半年剩余任务约404.7亿元，是上半年的两倍多。对此，融创在业绩报中解释称，今年一季度，供货安排受疫情影响有所放缓，销售受到一定影响，随着疫情的有效控制，二季度项目逐步复工复产，供货也逐渐充裕，5月份开始实现销售额同比增长。

按照年中报表来看，融创本年度可售货值高达8200亿元。这意味着预定去化率为73.17%，而2019年融创可售货值为7800亿元，预定销售目标为4500亿元，预定去化率为57.69%，实际去化率为71.28%。2020年预定去化率高于2019年实际去化率，如今看来这个目标要实现难度颇大。

房地产市场分析师杨红对《企业观察报》说，融创的业绩增长是以高财务成本为代价的，目前财务杠杆高企不下，

上接《01版

## 148个国家代表参展 2020年服贸会彰显对外开放信心

他认为，企业要彻底回归商业本质，找出问题，并对这些问题用数字化理论、方法、技术、经验进行解构、重构，也就是标准化和模块化。一个现有的大型零售企业，可能会被解构成800个标准模块，而标准模块就是最小可行化产品，它们能形成闭环，真正提升工作和生活效率。

## 近6000家中外企业对接洽谈

随着2020年中国国际服务贸易交易会展览和会议论坛活动的全面展开，各项服务保障有序进行。9月6日，在2020年服贸会执委会办公室新闻发布会上，北京市商务局副局长孙尧介绍，9月6日展览和会议论坛活动平稳有序，举办了会议论坛43场，其中线下39场，线上4场。截至9月6日上午8时，有20194家企业注册，有187801人注册，线上线下参展企业5910家。

值得注意的是，2020年服贸会采用“线上+线下”的形式举办。境外嘉宾和展商商以线上参展参会为主，境内各类主体以线下参展参会为主，搭建了服

贸压力较大，存在债务危机。如果融创在2020年销售不景气的情况下继续采取激进策略，可能导致债务风险进一步加大。

且不论利润中一部分还是来自“炒股”所获。据公开资料显示，融创上半年出售金科股份股票套现106.2亿元，券商估计此贡献税前利润21.2亿元。

尽管融创还可以通过季末增加销售回款、表外融资、临近季末降低现金支出等方式改善资产负债表静态流动性，从而提升档位降低融资约束。

但整个行业态势已经疲软，市场空间正在缩小，且如果监管层的决心够大，未来还会对表外债务进行管理，届时企业融资对施展空间会更小。

## 尝试转型自救 路途坎坷曲折

资金链承压之下，孙宏斌也在积极自救。2020上半年，融创中国物业管理及其他收入为32.9亿元，占比4.2%；文旅城建设及运营收入为9.8亿元，占比仅为1.3%；可以看到，尽管融创中国一直在强调多业务线发展，并于去年底将地产、服务、文旅、文化、会议会展、医疗康养列为6大战略板块。但如此失衡的营收占比，显然与其所谓“协同赋能”的愿景相去甚远。

孙宏斌曾将投资文旅比喻为“诗和远方”。从斥资超500亿拿下万达13个文旅项目和管理运营团队，到2019年底以152.69亿元收购环球世纪及时代环球各51%股权，如果仅从资产端审视，高举高打的融创，已经成为中国文旅产业的强悍一极。

官方信息显示，截至2020年6月，融创文旅已在国内布局12座文旅城、4个旅游度假区、25个文旅小镇、8个会议会展中心，涵盖49个乐园、48个商业、近150家高端酒店。

融创基本实现了从东北、华中、长三

角、珠三角再到西南市场的全覆盖。持有型物业的增多，会让企业现金回流速度慢下来；加上疫情的影响，很难找到一家企业还能像融创这样热衷文旅；华侨城业绩全面下跌，上半年归母净利润同比下降24%；复星旅文期内净亏损9.97亿元，归属股东净亏损8.98亿元；新华联文旅正等待着被驰援。

但孙宏斌相信文旅在今后几年会快速增长，在境外游、跨省游受限的当下，部分城市周边市场已经呈现快速增长，未来环境好、低密度的产品会有爆发。融创相应地也在拿一些地做开发。

房企做文旅向来是“以文旅之名行地产之实”，文旅的“花”要想开得好，首先地产的“养分”输送得要足。

严跃进对《企业观察报》表示，文旅做得到位，就能够带来比较充裕的现金流，是有助于促进企业转型的，但是在转型之前，必须做好住宅业务，住宅业务能够保证现金流，如果纯粹靠文旅等项目，压力还是比较大，有类似企业的教训，比如说像新华联，这些企业都已经面临很多文旅方面的压力。

尽管融创并不差钱，但相比于快周转的房地产开发模式，文旅产业因涉及领域广、专业分工精细化高、投资回报周期长等因素，两者完全不能同日而语，尤其涉及大型综合体，其运营管理需倚仗极复杂且精密的团队历经长期磨合与优化，绝非东拼西凑而来的“大杂烩”所能胜任。

而伴随大量资金沉淀成“不动产”，如果运营管理迟迟难以与开发销售形成高效联动，后续板块自行造血能力始终无法进入良性轨道。无外乎时间长短，项目未来将走向何种结局，或许将沦为一种必然。

在不久的将来，融创将如何发展，将由时间给出答案。■



贸会数字平台，为线上线下办展办会提供服务和支撑。

2020年服贸会执委会办公室线上服贸会组组长周涛表示，服贸会数字平台围绕“1+8+N”展会新模式，开启“展、论、洽”全流程全景新功能，不断进行数字化升级和技术创新，充分呈现精彩的“云上服贸会”新体验。

“云上服贸会”将通过强有力的技术支撑和完善的服务保障体系，为中外展商商对接洽谈、交流合作提供365天永不落幕的新体验，持续释放数字经

济发展新动能，为中国经济发展注入新活力。”周涛表示。

据介绍，9月5日，服贸会数字平台官方网站和App累计浏览量196万，活跃用户数28万。截至当日，共有5354家企业在云上展厅搭建6961个云上展台（平面展台5116个，3D展台1845个），活跃用户数42万。已召开线上会议10场，国内外共723人参加线上会议，其中线上线下相结合会议论坛6场，纯线上会议论坛4场；完成会议直播30场，累计点播量1.4万次。■