

14年前，王石曾与富力地产李思廉在博鳌论坛上打过一次“嘴仗”，前者直言富力的商业地产的玩法会埋下巨大的流动性隐患。2013年到2016年，富力地产的商业地产收益开始下滑，2017年却逆势接盘万达项目，连累集团自身杠杆率高企，短期融资成本上升，评级展望下调。当年的华南五虎，旧改大王，精致的酒店大亨，如今也只能被逼到二三线城市“绝地求生”。

高大上的“酒店大亨”富力地产，在最不恰当的时机，加入了浩浩荡荡的去库存跑量的大军。

9月3日，港股上市公司富力地产披露，公司前8个月合约销售金额仅为766.48亿，其虽较去年同期增长47%，但考虑到富力地产2018年1300亿的销售目标，这一成绩意味着富力地产必须顶着棚改货币补贴退坡以及房地产市场冰封的压力，在余下三分之一的时间内完成约41%的全年任务。

早在今年一季度，富力地产董事局主席李思廉就在年度业绩发布会上夸下海口，强调“1300亿”的目标是“至少”。

什么给了李思廉夸海口的勇气？房地产行业合约销售金额与土储的强关联，销售规模可预期。资料显示，富力2017年新增土储可售面积为1811.2万平方米，预估总权益销售货值约2560亿元。李思廉觉得，即便遭遇宏观调控，仅仅是消化6成土储，富力地产的销售也能“远超”1300亿。

李思廉没有预测到的是，房地产调控力度不仅远超预期，其更或造成富力地产核心经营思路游移不定。

2013年开始，富力地产引以为傲的酒店运营业务开始亏损，2017年却“倒行逆施”高价接盘万达项目；从去年开始，富力地产一反常态，主动“下沉二三线”积极拿地，年初定下2018年1300亿，2020年3000亿合同销售的宏伟目标，却又遭遇政策重压。

“在城市选择方面，想不去二三线城市都不行。”李思廉在业绩发布会上曾经如此感叹，目前一线城市竞争除了地价不便宜、供应较少之外，限价政策也比较厉害，所以公司的发展若是单看一线城市，是放慢的。

今年年中，去棚改货币化与“房住不炒”号召后，房企纷纷踏足长租公寓领域，而富力60亿租赁专项债券发行遭离奇中止，李思廉也从未在公开场合承认富力将涉足长租公寓。

比商业地产颓靡、二三线去库存瓶颈等等外部因素，困扰李思廉的，可能是富力地产的跟风与无所适从，逐渐消亡的特立独行。

亏损的酒店大亨

2004年博鳌论坛上，万科王石曾与富力地产的李思廉有过一次正面交锋，后来被房地产行业奉为商业地产模式探讨的开端。

当时，王石并不看好富力的商业地产模式，认为“商业地产出租回报周期太长，造成企业资金链敏感；出售则会引发管理摩擦”，商业地产本身便不是一个好生意。

李思廉在大众眼中一直是一个谦谦公子的形象，数学专业毕业，擅长沟通与处理媒体关系，其人不愠不火，对质疑一向持开放态度。对于王石的质疑，李思廉仅用“你放心，我们能够做好”简单回应。

不久之后，富力地产开始出现掉队迹象，早年被称为房地产“华南五虎”排名榜首，此后，2008年，合生创展和碧桂园超越富力地产；2009年，恒大地产首次超越富力地产；2010年，雅居乐也正式超过富力。如今业绩表现已经从当年首位跌至末尾。

富力曾被指“每一根烟囱的倒下都有富力的功劳”，形容其擅长旧改新装。2002年开始，富力进军一线城市腹地，随着北京富力城、广州珠江新城等项目商业气氛愈发浓厚，加之低价土储，富力的商业地产效益颇好，李思廉也曾一度被认为打了王石的脸。

凭借其港资背景的精致，富力一度被认为其有提升项目溢价能力的核心能力。2006年，富力大手笔进驻成都，拿下“成都第一大烂尾工程”的“成都熊猫万国商城”，将至改造成为如今的“富力天汇MALL”，引入广百百货、丽思卡尔顿酒店、C&A、H&M等商家，试图形成新城市综合体。但即便收购价格合理，但富力天汇MALL成立以来即门可罗雀，原因无非在于成都整体商业氛围欠缺浓厚。

酒店，则是富力的一大金字招牌。

富力地产从2003年起开始投资高端酒店，目前是万豪集团最高端的品牌丽思卡尔顿系列在亚洲区域最大的业主，与凯悦、洲际等在内的国际知名酒店财团有着紧密的往来。

不过，酒店的风头未劲，多年的运营惨淡已经回归。

2011-2016年，富力酒店业务营业额占投资物业营业额的比重均在55%以上。但富力重点打造的酒店业务长期却长期处于亏损状态，财报数据显示，2013年到2017年富力地产酒店亏损金额分别为2.49亿元、1.4亿元、1.67亿元、1.83亿元、1.46亿元。

一线城市便是商业地产的天花板。李思廉意识到这点了么？

2017年7月，富力地产“接盘”万达收购74家酒店及1栋写字楼，让尘封已久的酒店大亨，再次回归众人视线。2018年，富力地产再次接盘海航海南大英山CBD项目，慷慨接盘侠的面貌，再度跃然纸上。

然而，有分析认为，即便从杠杆率水平推测项目有益富力整体资产状况，但酒店项目本身并不赚钱，反而会在扩张器影响资金占用，给富力整体扩张思路造成负面影响。

2018年中报显示，今年上半年，富力酒店运营共实现营收7.51亿，亏损0.89亿。对此，富力自己在半年报中的解释是“管理层将继续寻求扩大集团整体规模并以现有组合资产理顺新酒店组合，为公司增加经营性收入及利润的比例。”

无独有偶，在城镇化的大旗被扯去半边，富力地产的商业地产思路也遭到了“质疑”。

暴食后遗症

一方面加速拿地，一方面将酒店资产纳入囊中，成为“全球最大酒店运营商”，与富力地产抗争的，是富力的融资能力的分界线。

事实上，李思廉在回应以199.06亿吞并账面净值330亿的65家万达酒店时表示，这笔交易其实对富力整体杠杆率是抑制的。

考虑到项目折价率在40%左右，这一举措实际对富力地产资产负债账面数据产生抑制。但考虑到其占用资金的情况，联系富力地产2020年三千亿合同销售的目标，199亿的大交易，并未对集团产生积极效益——甚至在回答记者提问时，李思廉有意将“酒店运营收入不及等价资金融资成本”，自嘲为“把酒店当做土储”。

就在富力接盘万达商业之后，国际知名评级机构惠誉下调富力地产评级展望，称资产收购计划将会推高富力地产的总体债务水平，并使其净债务与调整后库存之比接近60%的惠誉门槛水平，这一决定是在该公司宣布斥资200亿元人民币收购万达商业地产旗下酒店资产后作出的，进行资产收购将减缓公司的降杠杆进程。

即使单笔交易的“数字游戏”已经降低负责，自世纪大交易以来，富力的资产负债水平依然节节走高。

2018年上半年，富力地产净资产负债率较2017年年底上升17.9%至187.5%。2015

年至2017年，富力地产净负债率分别为124.3%、159.9%、169.6%，3年时间提高了近78个百分点。

2017年以来，先发地产大佬，纷纷选择在白银时代主动降杠杆；恒大积极引入战略投资者，主动降低集团负债水平，包括旭辉，融创等借助联合权益投资的方式拿地，有效地控制了杠杆率的走高。然而特立独行的富力，依然偏向于独立运营项目与公开市场融资。

2017年开始，富力加快了公司炒短期融资券的发行节奏：2018年3月7日，富力地产发行10亿超短融券，票面利率5.5%，2018年4月17日，富力实际发行10.4亿超短融券，发行利率5.7%；2018年8月29日，富力地产发行6.7亿短融券，发行利率上升至6.5%。自从“接盘”之后，富力地产的融资利率就不断走高。

2018年中报中，富力地产上半年融资成本27.5亿元，同比增幅高达184%，未偿付刚性债务由1244亿增长至1531亿。

而在中报发布会上，李思廉将公司融资成本上升表示，“下半年或者明年的融资成本，估计都是上升的，我们集团会小心处理这个风险。”

高杠杆运作，最怕的是债券发行计划戛然而止。2018年以来，龙湖、新城、花样年等房企均出现过发债受阻的情况。富力地产更是“个中翘楚”。

2月9日，富力地产宣布因信用市场波动较大，取消了10亿中期票据的发行。5月23日，富力取消10亿短融券。

8月29日，富力地产一笔60亿元的住房租赁专项公司债券已经在被终止。由于目前富力并无长租公寓具体项目融资，分析人士推测富力地产或借助租赁房绿色通道，为合同销售跃进式发展提供稳定低成本融资。而中止的缘由，或许为监管层试图杜绝挪用融资款项或利用绿色通道的行为。

利润意味着企业生命的长度，现金流则是生或死的考验。对于身处资金密集行业的富力地产来说，连续发债中止，并非是个好迹象。

去年10月，富力地产A股主动中止A股审查，这已经是近年富力第五次上市折戟。12月，富力发布公告称，该公司联席保荐机构已完成保荐代表人变更手续，证监会已恢复对富力本次A股发行申请文件的审查，但至今仍未有上会消息。

而至今为止，富力对A股融资投向的描述，仍然是北京、上海、天津等一二线城市的商业地产项目。

从酒店到商业地产、从一二线走到二三线，在长租公寓门前过而不入，困扰富力发展模式的，是主攻方向的游移不定与随波逐流，李思廉或许会很怀念过去那个“旧改大王”。