

信用等级公告

联合[2018]1845号

广州富力地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广州富力地产股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广州富力地产股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

广州富力地产股份有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二零一八年十月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广州富力地产股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 40 亿元（含）

本期债券期限：品种一 4 年（2+2）；品种二 5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 10 月 19 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	1,836.61	2,263.68	2,980.67	3,360.32
所有者权益（亿元）	491.74	468.04	648.62	657.26
长期债务（亿元）	497.59	871.70	1,138.29	1,142.57
全部债务（亿元）	824.39	1,208.52	1,422.44	1,591.38
营业收入（亿元）	443.97	538.25	594.04	341.42
净利润（亿元）	67.32	70.66	214.26	40.80
EBITDA（亿元）	104.41	120.19	283.33	85.40
经营性净现金流（亿元）	54.14	59.17	-18.01	-44.25
营业利润率（%）	26.46	24.23	29.02	32.59
净资产收益率（%）	13.30	14.73	38.37	--
资产负债率（%）	73.23	79.32	78.24	80.44
全部债务资本化比率（%）	62.64	72.08	68.68	70.77
流动比率（倍）	1.76	2.04	1.90	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.10	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.70	4.20	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.61	3.00	7.08	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2018 年半年度财务数据经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）的评级反映了公司作为国内大型的较为知名的房地产企业，综合实力较强、开发经验丰富、土地储备充裕、品牌知名度较高。公司地产销售收入较快增长，经营状况良好；随着公司完成对大连万达商业地产股份有限公司（以下简称“万达商业”）部分酒店资产的收购，未来酒店业务有望为公司带来持续稳健的现金流。同时，联合评级也关注到房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、公司未来资金需求较大、债务负担较重等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前公司土地储备充裕，随着在建及拟建项目的陆续开发和销售；公司有望保持良好的竞争力，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司房地产开发的历史较长、开发规模较大、综合实力强、品牌知名度高，整体竞争实力位居国内同行业前列。

2. 公司形成全国化项目布局，有效分散区域集中度风险；目前土地储备充裕，能满足未来几年的开发需求；签约销售金额稳定增长，为未来业绩提供良好支撑。

3. 2017 年以来通过收购万达商业部分酒店资产，公司已成为全球最大豪华酒店业主，未来酒店业务有望为公司带来持续稳健的现金流。

4. 公司具有较高的经营效率和良好的盈

利能力。

关注

1. 近期房地产调控政策趋严，对房地产行业景气度影响较大。未来房地产仍将持续受到政策调控的影响，公司经营将持续面临一定的政策风险。

2. 2017 年公司加大了项目拓展力度和开发力度，目前公司在建规模较大，未来将面临较大的资金需求。

3. 公司目前部分项目位于三四线城市，该等区域未来预期收益实现具有一定不确定性。

4. 公司收购万达商业酒店资产后续存在一定的合并整合风险，若整合不善，可能会对公司经营产生不利影响。

5. 公司投资性房地产规模较大，且以公允价值计量，未来若房地产行业出现波动，将可能影响公司利润水平。

6. 2017 年，公司债务规模进一步增长，目前债务负担较重；公司长期借款及应付债券于 2019 年面临较大的集中偿付压力。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

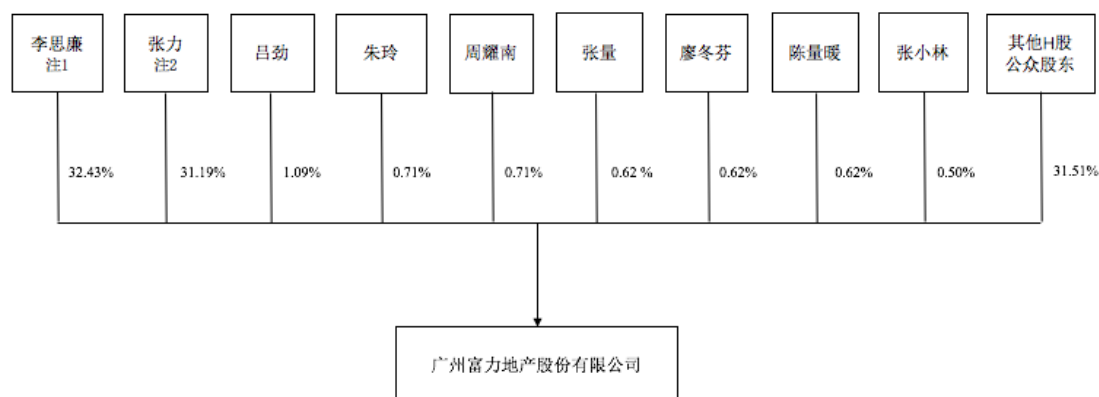
广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）前身是广州天力房地产开发公司（以下简称“天力房地产”），天力房地产是 1994 年 8 月 31 日由李思廉和张力以现金出资、以挂靠方式成立的集体企业，注册资本为 1,000 万元，挂靠单位为广州富力实业发展总公司。2000 年 8 月，公司改制为有限责任公司，名称变更为“广州天力房地产开发有限公司”（以下简称“天力有限公司”），注册资本为 1,000 万元，李思廉和张力各占 50.00%；2001 年，公司注册资本变更为 50,985.60 万元，出资人为李思廉、张力、吕劲、周耀南和朱玲。

2001 年 9 月，经广州市人民政府办公厅以穗府办函〔2001〕116 号《关于同意设立广州富力地产股份有限公司的复函》批准，天力有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为广州富力地产股份有限公司，公司的股本为 55,177.72 万元。

经公司于 2004 年 9 月 13 日召开的 2004 年临时股东大会审议通过，并经广东省人民政府于 2004 年 9 月 6 日出具的《关于同意广州富力地产股份有限公司到香港主板公开发行的函》（粤府函〔2004〕283 号）以及中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）会于 2005 年 5 月 8 日出具的《关于同意广州富力地产股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监国合字〔2005〕15 号）批准，公司在香港联交所主板市场以每股 10.80 港元的价格公开发行 21,151.46 万股 H 股。股票发行后，公司总股本为 76,329.18 万股，股票代码 2777.HK，股票简称“富力地产”。

其后，经过拆股、增发及股权转让，截至 2018 年 6 月底，公司股本为 80,559.18 万元。公司控股股东及实际控制人为李思廉和张力，具体的股权结构如下：

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：1、李思廉持有内资股10.45亿股，占公司总股本比例为32.43%；持有H股3,000万股，占公司总股本比例为0.93%。李思廉持有内资股与H股合计占公司总股本比例为33.36%。2、张力持有内资股10.05亿股，占公司总股本比例为31.19%；持有H股663.28万股，占公司总股本比例为0.21%。张力持有内资股与H股合计占公司总股本比例为31.40%。

公司经营范围为：房地产开发经营；房地产咨询服务；仓储服务；场地租赁；酒店管理；木门、铝合金窗、金属扣件、橱柜生产；建筑工程后期装饰、装修和清理；室内装饰、装修。

截至 2017 年底，公司下设总裁办公室、监察中心、财务中心、人力资源中心、成本监控中心等直属部门；区域公司包括华南、华北、华东、西北、中南、海南六大区域公司，主要负责各自区域内地区公司统筹管理以及项目招标、土地储备等职能，区域公司下设总经理办公室、人力资

源部、招标中心、总工室、土地储备中心、用地发展合同部和设计院等部门；职能子公司主要为集团房地产业务提供一体化业务支持以及实现公司多元化经营（详见附件 1）。截至 2017 年底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司 556 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,980.67 亿元，负债合计 2,332.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）648.62 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 639.05 亿元。2017 年，公司实现营业收入 594.04 亿元，净利润（含少数股东损益）214.26 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 213.31 亿元；经营活动现金流量净额为-18.01 亿元，现金及现金等价物净增加额为-56.09 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 3,360.32 亿元，负债合计 2,703.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）657.26 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 645.64 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 341.42 亿元，净利润（含少数股东损益）40.80 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元；经营活动现金流量净额为-44.25 亿元，现金及现金等价物净增加额为-9.19 亿元。

公司注册及办公地址：广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 45-54 楼；法定代表人：李思廉。

二、本次（期）债券概况及募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

经中国证监会于 2018 年 9 月 28 日签发的“证监许可[2018]1567 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 130 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），本期债券为上述获准额度内的首期发行，本期债券名称为“广州富力地产股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”，发行规模不超过 40 亿元（含）。本期债券分为 2 个品种，其中品种一为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券不同品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。本期债券票面金额 100 元，按面值发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本次（期）债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿付以下公司已发行公司债券于 2019 年内的到期回售部分，具体情况如下：。

表 1 公司于 2019 年到期回售债券情况（单位：万元，%）

债券名称	债券简称	发行金额	当前余额	当前利率	回售日
广州富力地产股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）	16 富力 01	600,000	600,000	3.95	2019.1.11
广州富力地产股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）	16 富力 03	360,000	360,000	3.95	2019.1.22
合计	--	960,000	960,000	--	--

资料来源：公司提供

在本次公司债券募集资金到位之前，公司可根据实际情况，本着有利于优化公司债务结构、尽可能节省财务费用的原则，以自筹资金偿付募集说明书中约定的募集资金投向项目所需款项，并在募集资金到位后予以置换。

在上述拟使用募集资金偿付的公司债券到期回售前，为提高资金使用效率、降低财务费用，在保证不影响募集资金投向项目正常使用的前提下，公司可根据实际情况，将部分闲置募集资金用于暂时补充流动资金。

三、行业分析

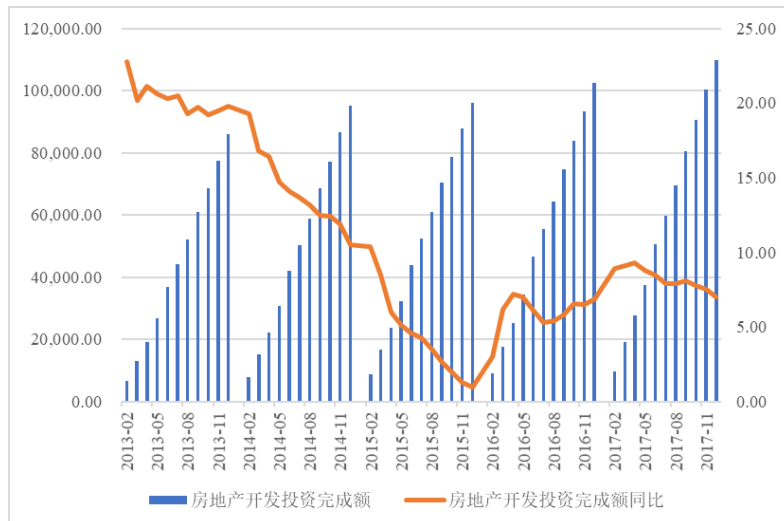
公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方

政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 2 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积（万平方米）	113,235	103,212	111,907
同比（%）	-18	-9	8
成交面积（万平方米）	85,671	85,885	95,036
同比（%）	-21	-3	8
出让金（亿元）	21,793	29,047	40,623
同比（%）	-10	31	38
楼面均价（元/平方米）	1,384	1,904	2,374
同比（%）	14	40	26
土地平均溢价率（%）	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到

所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

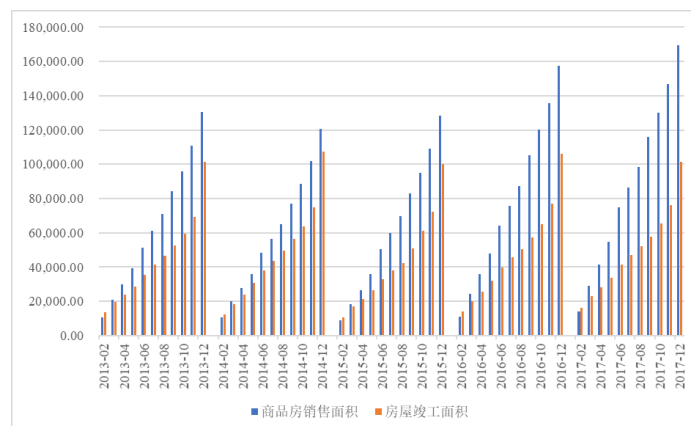
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

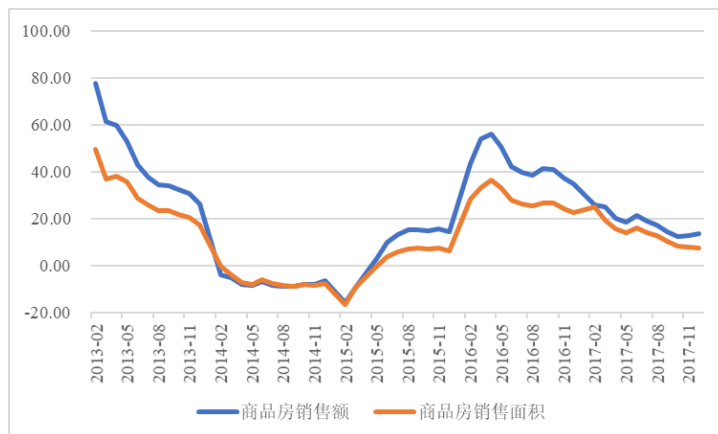
图 3 2013~2017 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

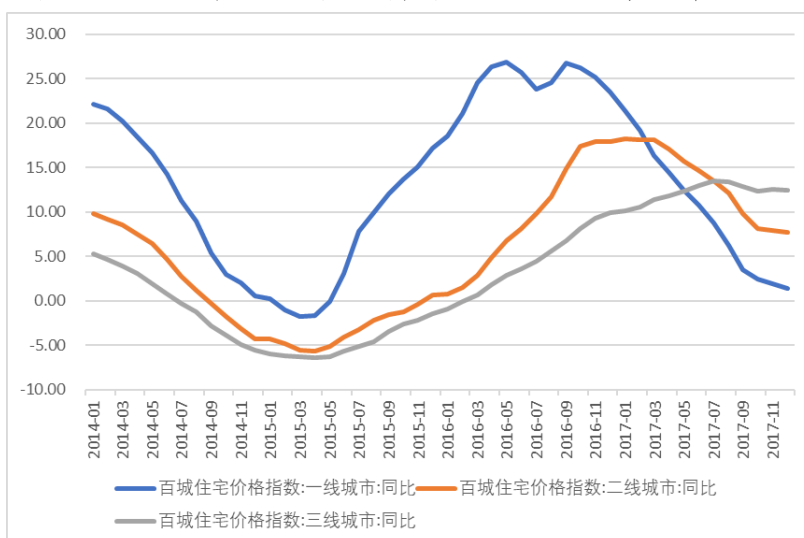
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind 资讯

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

3. 竞争格局

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 3 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 的房企在踏

准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 4 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套住房首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控

2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
---------	---

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司从事房地产开发的时间较长、开发规模较大、综合实力强、品牌知名度高，整体竞争实力位居国内行业前列。

公司自1994年从事房地产开发以来，经过20多年的持续发展，业务范围已由广州扩展至国内外近69个城市和地区，基本上已实现全国性的布局策略，并将业务版图扩展至马来西亚、澳洲等海外市场。公司一直坚持诚信经营，同时注重不断提高产品质量，公司品牌已经成为国内最著名的房地产品牌之一，良好的品牌形象加快了公司的产品销售速度，降低销售费用，有效提高了公司的盈利能力。

公司已成为集房地产设计、开发、工程监理、销售、装修、物业管理、房地产中介等业务为

一体、综合实力持续位居国内房地产行业前列的企业，目前拥有房地产开发一级资质，其下属企业分别拥有建筑施工一级、建筑设计甲级、工程监理甲级、物业管理一级、房地产中介一级等资质。

作为位居国内房地产行业前列的企业，公司的资产规模大、盈利水平高、土地储备较为丰富，截至 2018 年 3 月底，公司总资产规模 3,141.11 亿元，净资产 646.46 亿元。截至 2017 年，公司拥有土地储备权益建筑面积合计 5,971.50 万平方米，为公司未来几年的发展提供良好支撑。2017 年，公司实现协议销售金额 818.6 亿元，同比大幅增长 35%。公司是国内房地产行业中最具竞争力的房企之一，2016~2018 年，公司连续三年在由中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合主办的“中国房地产 500 强测评”中排名第 10 位。

同时，公司积极进行多元化业务布局，2017 年，公司通过收购大连万达商业地产股份有限公司（以下简称“万达商业”）拥有的大部分酒店资产，成为全球最大的豪华酒店业主，截至 2018 年 3 月底，公司拥有亚多、康莱德、皇冠假日、希尔顿逸林、君悦、希尔顿、假日、智选假日、凯悦、洲际、逸兰、艾美、万豪、柏悦、喜来登、索菲特、威斯汀等品牌经营的 88 间豪华酒店，合计 26,365 间客房。

总体看，公司综合实力强、品牌知名度高，土地储备充裕，同时公司已成为全球最大的豪华酒店资产拥有者，整体竞争力很强。

2. 人员素质

截至2017年底，公司有9名董事：董事长1人，联席董事长1人，另有执行董事2人，非执行董事2人，独立非执行董事3人。此外，公司有3名监事。公司的高级管理人员共有10名：总裁1人，首席财务官1人，副总裁4人，副总经理3人，董事会秘书1人。

公司执行董事、董事长李思廉先生，1957年出生，中国香港籍，香港永久性居民，本科学历。曾从事贸易业务，1993年开始从事房地产开发，并于1994年8月与张力共同创办本公司。现任本公司执行董事、决策委员会主席、董事长及董事会战略委员会召集人、董事会提名委员会召集人。李思廉先生现兼任新家园协会会长及监事会主席、广东省地产商会主席、广州市房地产行业协会会长、广州市房地产学会会长及暨南大学董事、兼职教授。

公司执行董事、联席董事长兼行政总裁张力先生，1953年出生，中国香港籍，香港永久性居民。在加入公司之前曾担任广州市二轻局团委书记、广州市白云区乡镇企业管理局生产科长。1993年开始从事房地产开发，并于1994年8月与李思廉共同创办本公司。现任本公司执行董事、决策委员会主席、联席董事长、总裁。张力先生曾任第十一届、第十二届全国政协委员，现任第十三届全国政协委员，兼任全国工商联房地产商会会长及暨南大学董事、兼职教授。

截至2017年底，公司拥有在职员工49,239人。从岗位构成来看，公司员工的专业结构、受教育程度及年龄分布结构如下表所示。

表6 截至2017年底公司员工状况

项目	类别	员工人数（人）	占总人数的比例
专业划分	工程设计技术类	3,375	6.85%
	市场营销类	4,554	9.25%
	财务类	2,046	4.16%
	物业服务	14,955	30.37%
	建筑施工	3,904	7.93%

	其他	20,405	41.44%
	总计	49,239	100.00%
受教育程度分布	硕士及硕士以上	1,157	2.35%
	本科	12,334	25.05%
	大专	11,806	23.98%
	中专及其他	23,942	48.62%
	总计	49,239	100.00%
年龄分布	30 岁以下	20,670	41.98%
	30-39 岁	15,348	31.17%
	40-49 岁	10,432	21.19%
	50 岁以上	2,789	5.66%
	总计	49,239	100.00%

资料来源：公司提供

总体看，公司高层管理人员大都具有较长的房地产行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高；近年来公司高层管理人员变动较小，团队凝聚力较强；公司员工整体素质能够满足公司日常经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《香港联合交易所有限公司证券上市规则》等法律、行政法规、部门规章的要求，建立了一套以《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》为基础，以各专业委员会工作制度、独立董事制度、《总经理工作细则》、《企业管治常规守则》、区域业务审批流程为具体规范的治理制度。公司明确了股东大会、董事会、监事会及管理层行使决策权、执行权和监督权时享有的权利及履行的义务，形成了职责分离与制衡机制。

公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，行使决定公司经营方针、投资、筹资、利润分配等重大事项的权利。

公司董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权。公司采用联席董事长制，即李思廉作为董事长、张力作为联席董事长共同掌管董事会，领导公司经营运作。基于公司业务领域及企业规模，联席董事长制有效地降低权力集中的风险，并利用两位董事长的资源给企业的可持续发展提供了保障。此外，公司董事会设立了战略、审核、提名、薪酬与考核4个专业委员会，提高了董事会的运作效率。公司董事会9名董事中，有3名独立董事。公司的审核、薪酬与考核委员会主席均由独立董事担任，涉及专业的事项首先要咨询专业委员会意见后才提交董事会审议，以利于独立董事更好的发挥作用。

公司由3名监事组成的监事会对股东大会负责，对公司财务和高管履职情况进行检查监督；由10名高级管理人员组成的管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业日常经营管理工作。公司总裁由董事长提名，董事会聘任或解聘。公司总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，落实董事会的各项决议。

总体看，公司法人治理结构较为完善。

2. 管理体制

公司下设总裁办公室、监察中心、财务中心、人力资源中心、成本监控中心等直属部门；区域公司包括华南、华北、华东、西北、中南、海南六大区域公司，主要负责各自区域内地区公司统筹管理以及项目招标、土地储备等职能，区域公司下设总经理办公室、人力资源部、招标中心、总工室、土地储备中心、用地发展合同部和设计院等部门。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

投资管理方面，公司制定了适应行业特点及自身经营情况的投资管理制度，其中明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法及投资、决策权限与程序等。在选择投资项目时，公司重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算等措施提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

融资管理方面，公司的融资与结算业务由总部财务中心统一管理。财务中心根据《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制评价指引》制定了信贷管理制度、资金管理制度用以监督、控制公司资金的筹集及使用，降低资金使用成本并保证资金安全。公司及下属各自子公司所有融资事项、信贷工作须在财务中心统一安排下，经由公司首席财务官审查同意方可实施。同时，财务中心还通过定期编制年度资金计划和月度动态资金计划加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，实时调整资金安排。

对外担保方面，公司能够较严格地控制担保行为，建立了担保决策程度和责任制度，对担保原则、担保标准和条件、担保责任等相关内容已作了明确规定，对担保合同订立的管理较为严格，能够及时了解和掌握被担保人的经营和财务状况，以防范潜在的风险，避免和减少可能发生的损失。

子公司管理方面，公司根据《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制评价指引》构建总部、区域、城市的三级架构体系。在三级架构体系下，总部对区域和子公司的授权和职责划分坚持不相容职责分离原则；总部对各职能部门统一制订制度，对子公司实行统一管理；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，公司建立了完整的管理制度，整体运作规范，对子公司管控力度强，公司综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

经过多年的发展，公司形成了以房地产开发为主业，酒店、物业出租、物业管理、建筑施工等业务为辅业的综合业务架构。

公司经营整体呈稳健增长的态势，2015~2017年，得益于房地产项目结转规模的增长，公司营业收入逐年稳步增长，年均复合增长15.67%，2017年为594.04亿元。2015~2017年，公司净利润呈大幅增长态势，分别为67.32亿元、70.66亿元和214.26亿元，其中2017年同比大幅增长203.20%，主要得益于收购万达商业酒店资产形成131.08亿元企业合并收益。

2015~2017年公司主营业务收入较为突出，在营业收入中占比分别99.76%、99.82%和99.79%。房地产开发与销售是公司主营业务收入最重要的来源，2015~2017年房产开发与销售业务收入在主营业务收入中的比重分别为91.99%、92.11%和90.61%，而酒店、物业出租、物业管理、建筑施工

等业务占比仍相对较低，对公司收入变动影响较小。2015~2017年，房地产开发与销售业务收入逐年增长，主要系项目结转规模增长所致。2015~2017年，酒店服务收入逐年快速增长，分别为11.81亿元、13.62亿元和23.79亿元，其中2017年同比大幅增长74.71%，主要系2017年公司收购万达商业酒店资产所致；由于2017年酒店服务收入仅合并了并购的万达商业酒店第四季度收入，预计2018年酒店服务收入将大幅增长，同时主营业务中的占比也将大幅上升。公司其他业务主要为物业管理、建筑工程等业务，2017年收入为22.48亿元，同比增长14.64%，主要系公司房地产业务产业链布局不断完善，收入规模稳定增长所致。

从毛利率情况来看，由于房产销售在公司主营业务中的占比很高，因此房地产开发与销售业务的毛利率水平对公司整体的毛利率水平影响较大。2015~2017年，公司房地产开发与销售业务的毛利率分别为39.53%、33.41%和39.15%，毛利率的波动主要与当期结转项目有关。2015~2017年，公司其他业务毛利率分别为-25.31%、-28.78%和-21.38%，呈持续亏损状态，主要系足球娱乐部业务毛利率波动所致。2015~2017年，公司主营业务综合毛利率分别为38.15%、31.93%和37.06%。

表7 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	407.44	91.99	39.53	494.89	92.11	33.41	537.09	90.61	39.15
商业物业租赁	8.57	1.94	100.00	9.18	1.71	100.00	9.41	1.59	100.00
酒店服务	11.81	2.67	26.90	13.62	2.53	19.79	23.79	4.01	20.39
其他服务	15.08	3.41	-25.31	19.61	3.65	-28.78	22.48	3.79	-21.38
合计	442.91	100.00	38.15	537.30	100.00	31.93	592.78	100.00	37.06

资料来源：公司审计报告

2018年1~6月，公司实现营业收入341.42亿元，同比增长66.95%；实现净利润40.80亿元，同比增长64.38%，其中归属于母公司所有者净利润39.57亿元。2018年上半年，公司营业收入和净利润的同比大幅增长，主要系2017年收购万达商业酒店资产导致合并范围增加所致。

总体看，近三年，公司经营稳健，得益于结转规模增长以及收购万达商业酒店资产，2017年，公司收入及利润水平大幅增长；预计2018年酒店服务收入将实现大幅增长；同时由于结转项目不同，公司主营业务毛利率有所波动。

2. 业务运营

土地储备方面，公司拿地方式主要以招拍挂和收并购为主。2015~2016年，公司土地收购的整体方向以稳健及均衡为主；公司所挑选的地块，以总价合适、利润预测达标和周转快速为原则；2017年，公司采取积极的土地拓展策略，大规模购入土地，以保证未来可售资源的可持续性。具体来看，2015年，公司在10个城市和地区收购共13宗地块，新增土地权益可售面积大约360.50万平方米；2015年，公司收购土地的楼面均价约为1,300元/平方米。2016年，公司在15个城市和地区共收购22块土地，新增土地权益可售面积约504.10万平方米，22块土地中有13块位于公司现有的城市和地区，9块位于新进入的深圳、宁波、烟台、南昌、秦皇岛和呼和浩特；2016年，公司收购土地的楼面均价约为3,500元/平方米。2017年，公司在53个城市和地区投入584.30亿元收购81块土地，新增土地权益可售面积约1,811.20万平方米，81块土地中有41块位于公司现有的城市和地区，40块位于新进入的28个城市；2017年，公司收购土地的楼面均价约为3,226.04元/平方米。2018年1~6月，公司在31个城市和地区投入约214亿元用于新增土地，新增土地权益可售面积约840万平方

米，楼面均价约2,500元/平方米。

截至2018年6月底，公司土地储备权益总建筑面积约6,746.40万平方米，可满足公司未来至少4年的开发需求。但公司目前土地储备有部分位于三四线城市，目前房地产地区分化趋势使其未来收益实现具有一定不确定性。截至2018年6月底，公司权益可售面积合计约5,696.90万平方米，根据公司过往销售节奏，可满足公司未来几年的销售需求。从区域分布看，公司储备项目主要位于华南地区、华北地区以及西北地区。

表 8 截至 2018 年 6 月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

地区	权益总建筑面积	权益可售面积
华南地区	1,428.80	1,262.20
中南地区	682.30	623.50
华东地区	694.10	533.70
华北地区	1,622.20	1,401.40
西北地区	1,104.60	963.70
海南	317.50	303.20
海外	672.70	409.90
投资物业	224.20	199.30
合计	6,746.40	5,696.90

资料来源：公司年报

项目开发方面，由于公司旗下拥有设计院、监理、建筑、园林、机电、装饰、物业、商业运营等八大专业子公司，因此公司在项目开发过程中采用“一体化”经营模式，使其有效缩短了开发周期，提升了存货的周转能力。根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为8~12个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为12~24个月。

公司房地产开发以自主开发为主，少量项目采取合作开发模式。从开发计划来看，公司房地产开工计划是按照年初制定的销售计划来安排，以配合销售目标的实现。当可售房源的规模较大时，公司会考虑资金成本等因素相应调整项目开发及销售计划，以实现公司资源的合理使用。

2015~2017年，公司新开工面积和竣工面积呈现快速增长趋势。2015年，基于对房地产市场走势预判，为确保高效资源配置和避免积压过量库存，公司集中资源按计划推进在建项目开发进度，减缓新开工项目规模，导致当期新开工面积同比大幅下滑至294万平方米，年内竣工面积486万平方米。2016年，随着房地产市场景气度回升，公司新开工面积为601万平方米，较上年增长104.42%。2017年，公司采取积极的土地拓展策略，新开工面积同比大幅增长95.34%至1,174万平方米，期末在建面积为1,771万平方米。2018年1~6月，公司新开工面积1,206万平方米，已超过上年全年水平，期末在建面积2,656万平方米。

表 9 2015~2017 年以及 2018 年上半年公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
新开工面积	294	601	1,174	1,206
竣工面积	486	540	678	331
期末在建面积	1,232	1,275	1,771	2,656

资料来源：公司年报

在建项目方面，截至2018年6月底，公司主要在建项目合计87个，其中华北地区24个、华南地区24个、东北地区7个、华东地区25个、华中地区1个、西南地区6个。公司主要在建项目总投资额

3,079.88亿元，截至2018年6月底已完成投资1,601.75亿元，尚需投资1,478.13亿元，未来资金压力较大。从地区分布上看，公司在建项目主要集中于华北地区和华南地区，华北地区和华南地区在建项目建筑面积合计占比为57.52%。从城市分布看，公司在建项目在一二三四线城市均有布局，针对目前国内房地产市场分化情况明显的局面，公司项目分散区域布局有利于降低未来区域房地产市场波动风险，但同时位于一些三四线的项目未来可能面临一定去化压力。截至2018年6月底，公司主要在建项目如下表所示。

表10 截至2018年6月底公司主要在建项目投资情况（单位：个，万平方米，亿元）

地区	项目数量	总建筑面积	总投资额	已完成投资额
北京及周边	4.00	134.35	165.92	93.34
天津	3.00	408.96	267.20	184.14
太原	6.00	344.21	209.83	103.00
西安	2.00	158.87	68.54	54.34
包头	3.00	190.76	110.51	39.71
大同	1.00	210.98	77.11	30.76
通辽	1.00	22.90	9.19	1.43
呼和浩特	2.00	65.28	32.13	8.55
石家庄	1.00	49.90	8.11	1.20
临汾	1.00	31.40	15.54	4.55
华北地区合计	24.00	1,617.60	964.08	521.04
广州	2.00	83.50	48.18	31.66
佛山	1.00	8.60	4.08	2.03
珠海	1.00	27.50	14.76	6.23
惠州	4.00	462.08	178.34	101.53
江门	2.00	59.20	27.57	12.02
韶关	1.00	41.90	19.90	2.86
英德	1.00	28.96	11.38	0.42
汕尾	1.00	9.00	4.17	0.87
海南	4.00	355.60	282.58	119.69
梅州	1.00	235.16	82.92	40.90
福州	1.00	29.21	31.28	29.76
龙岩	1.00	20.14	12.57	5.17
三明	1.00	15.70	8.03	3.98
莆田	1.00	53.90	26.34	16.18
厦门	1.00	2.76	8.22	7.45
漳州	1.00	23.80	10.03	4.59
华南地区合计	24.00	1,457.00	770.34	385.33
哈尔滨	2.00	168.25	134.05	82.71
铁岭	2.00	137.65	66.38	8.43
沈阳	2.00	64.96	39.68	26.95
鞍山	1.00	118.70	52.31	8.49
东北地区合计	7.00	489.56	292.42	126.58
上海	1.00	53.41	126.35	85.62
宁波	3.00	85.20	69.65	36.17
南通	2.00	62.83	30.45	8.89
青岛	1.00	31.62	29.61	9.36

滁州	1.00	77.08	34.71	11.84
无锡	3.00	120.51	142.04	102.86
菏泽	1.00	45.00	21.31	5.10
抚州	1.00	13.03	7.38	3.48
杭州	1.00	15.10	17.32	7.69
湖州	3.00	105.39	58.99	41.67
南昌	3.00	54.94	42.68	27.67
九江	1.00	14.10	5.17	1.17
温州	2.00	50.38	50.80	28.65
烟台	1.00	27.93	11.21	5.18
东营	1.00	20.83	15.00	5.94
华东地区合计	25.00	777.35	662.67	381.29
成都	1.00	86.05	56.33	35.92
重庆	1.00	485.66	196.84	105.03
乐山	1.00	14.32	9.78	4.78
贵阳	2.00	48.67	23.89	12.09
凯里	1.00	20.90	17.40	6.83
西南地区合计	6.00	655.59	304.23	164.65
长沙	1.00	329.86	86.14	22.86
华中地区合计	1.00	329.86	86.14	22.86
合计	87.00	5,326.97	3,079.88	1,601.75

资料来源：公司提供

物业销售方面，近三年，在我国房地产行业集中度不断提高的背景下，得益于公司全国化布局战略的稳步实施，公司协议销售面积及协议销售金额均快速增长，年均复合增长率分别为24.04%和22.67%；2017年公司协议销售面积为632.42万平方米，协议销售金额为818.63亿元，同比增长率均在35%左右。2015~2017年，公司协议销售均价逐年小幅下降，三年分别为13,234.72元/平方米、12,967.93元/平方米和12,944.40元/平方米。结转方面，2015~2017年，公司房地产结转销售面积和结转销售收入均稳步增长，2017年结转销售面积471.03万平方米，结转收入537.09亿元，同比分别增长11.89%和8.53%。2017年，公司房地产项目平均结转价格11,402.46元/平方米，较上年变化不大。2018年1~6月，公司协议销售金额569.55亿元，达上年全年的69.57%；协议销售均价12,903.55元/平方米，较上年变动不大；实现结转收入293.06亿元，平均结转价格12,261.92元/平方米。

表 11 2015~2017 年及 2018 年上半年公司房地产销售及结转情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
协议销售面积（万平方米）	411.04	469.35	632.42	441.39
协议销售金额（亿元）	544.00	608.65	818.63	569.55
协议销售均价（元/平方米）	13,234.72	12,967.93	12,944.40	12,903.55
结转销售面积（万平方米）	351.42	420.95	471.03	239.00
结转销售收入（亿元）	407.44	494.89	537.09	293.06
平均结转价格（元/平方米）	11,594.30	11,756.50	11,402.46	12,261.92

资料来源：公司提供

分地区来看，2017年，公司房地产销售主要来自于国内华南、华北两大区域，合计88个销售

项目。2017年，华南和华北地区协议销售金额分别同比增长35%和32%至261.56亿元和473.01亿元，海南地区协议销售金额同比增长19%至49.19亿元。从城市来看，太原和天津协议销售金额占比最高，分别达到8.59%和6.90%。但2018年4月，海南省在已出台限购政策的基础上，实施全域限购，自政策发布起正式实施，将可能对海南地区未来的销售产生较大不利影响。同时公司位于沈阳、铁岭也有较大规模在建项目，后续项目去化可能也存在一定压力。

表12 2017年公司房地产项目销售城市分布情况（单位：万平方米，%，亿元）

地区	协议销售面积	占比	同比	协议销售金额	占比	同比
广州	227,900	3.60	-15	53.13	6.49	-15
惠州	469,800	7.43	24	48.72	5.95	35
重庆	372,300	5.89	21	28.49	3.48	68
成都	124,100	1.96	22	10.00	1.22	58
福州及周边	224,100	3.54	10	32.50	3.97	9
梅州	334,800	5.29	6	20.99	2.56	29
贵阳	109,000	1.72	143	10.00	1.22	135
佛山	130,900	2.07	185	22.89	2.80	253
南宁	43,900	0.69	89	5.38	0.66	124
珠海及周边	116,700	1.85	212	18.96	2.32	73
长沙及周边	69,700	1.10	545	6.54	0.80	707
南昌	36,200	0.57	--	3.96	0.48	--
华南地区	2,259,400	35.73	30	261.56	31.95	35
北京及周边	98,400	1.56	-72	43.91	5.36	-43
天津	349,700	5.53	-15	56.47	6.90	-22
太原	662,600	10.48	122	70.36	8.59	143
西安	141,400	2.24	236	12.42	1.52	295
沈阳及周边	99,900	1.58	22	7.72	0.94	36
哈尔滨	213,100	3.37	119	29.25	3.57	134
上海及周边	102,700	1.62	-33	36.65	4.48	-18
杭州及周边	312,700	4.94	6	52.37	6.40	35
南京及周边	250,400	3.96	79	22.10	2.70	-2
无锡及周边	303,500	4.80	20	44.96	5.49	75
大同	250,400	3.96	145	13.89	1.70	174
包头	202,400	3.20	8	16.25	1.98	29
郑州	65,200	1.03	-26	7.84	0.96	-21
石家庄	77,100	1.22	--	11.52	1.41	--
烟台及周边	125,100	1.98	--	10.22	1.25	--
秦皇岛	52,100	0.82	--	5.32	0.65	--
宁波	117,900	1.86	--	19.38	2.37	--
呼和浩特	152,800	2.42	--	12.38	1.51	--
华北地区	3,577,400	56.57	43	473.01	57.78	32
海南	328,800	5.20	-14	49.19	6.01	19
马来西亚柔佛新山	148,500	2.35	206	30.28	3.70	297
澳大利亚布里斯本	8,700	0.14	-53	4.08	0.50	-48
澳大利亚墨尔本	1,400	0.02	--	0.52	0.06	--
总计	6,324,200	100.00	35	818.63	100.00	35

资料来源：公司年报，联合评级整理

酒店业务方面，2017 年，公司新开业酒店有 4 间，为广州康莱德酒店、惠州龙门富力希尔顿度假酒店、成都逸兰（富力）服务式公寓和海南香水湾亚朵酒店。同时，公司 2017 年与万达商业签订协议收购万达商业酒店资产，截至 2018 年 6 月底，公司已完成收购万达商业 71 家酒店资产（详见“重大事项”部分）。收购 71 家万达商业酒店资产后，公司合计拥有 88 间运营中酒店，另有 29 间在建及规划中酒店，合计 117 间酒店，成为全球最大豪华酒店资产拥有者。2017 年，公司酒店业务营业收入同比增长 74.71%至 23.79 亿元，考虑到酒店服务收入仅合并了万达商业酒店第四季度收入，因此预计 2018 年酒店服务收入将大幅上升。

自持物业方面，2017 年新增佛山富力华南国际金融中心和大连万达中心项目，2017 年实现商业物业租赁收入 9.41 亿元，同比变动不大。2017 年，公司位于北京的富力城地下综合体项目以及佛山富力华南国际金融中心项目出现明显增值，其中北京富力城地下综合体项目增值率 20.55%、佛山富力华南国际金融中心项目增值率为 40.98%。

表 13 2017 年公司部分持有物业增值情况（单位：万元，%）

项 目	年初账面价值	评估价值	年度增值率
北京富力城地下综合体	69,056.80	83,245.88	20.55
北京富力中心及广场	628,261.09	639,485.45	1.79
广州富力中心	516,437.53	531,284.51	2.87
广州家信商业中心	50,670.89	51,496.30	1.63
广州富力院士庭商铺	39,237.78	39,291.84	0.14
广州皇上皇大厦	12,263.54	12,508.43	2.00
广州富力广场北区商铺	2,000.81	2,006.87	0.30
广州富力广场商铺	38,455.06	39,655.15	3.12
重庆海洋广场	89,185.16	90,716.14	1.72
重庆富力城商铺	35,062.04	35,542.53	1.37
成都天汇一期商场	352,616.82	359,710.78	2.01
天津富力城商场	50,408.18	50,608.25	0.40
广州海珠城广场	211,929.50	213,292.77	0.64
广州狮岭（国际）皮革皮具城	111,282.93	112,216.09	0.84
佛山富力华南国际金融中心	53,196.93	74,998.08	40.98
大连万达中心	143,300.00	145,373.21	1.45
合计	2,403,365.06	2,481,432.28	3.25

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司持续进行区域拓展，加大土地储备获取力度；目前公司土地储备充裕，能满足未来至少 4 年的开发需求；同时在房地产回暖景气度较高的背景下，公司签约销售规模逐年稳步增长，公司现有可售项目充足，能够为未来几年的销售提供良好支撑。酒店业务方面，公司收购万达商业酒店资产后已成为全球最大豪华酒店业主，酒店业务未来有望为公司带来持续稳健的现金流。同时，公司在建项目尚需投资规模较大，部分项目位于三、四线城市，目前房地产地区分化趋势使该等区域未来预期收益实现具有一定不确定性。

3. 重大事项

交易情况简述：

公司与万达商业于 2017 年 7 月 19 日签订《转让协议书》。公司有条件同意通过公司控股子公司收购酒店控股公司股权的方式分别收购万达商业旗下宁波万达索菲特酒店等 77 家酒店的全

部权益（包括 76 家酒店的 100%权益及烟台万达文华酒店的 70%权益），各家酒店收购价款参考由万达商业估算的各家酒店的资产净值并经交易双方协商后确定。拟收购的 77 家酒店价款合计约为 199.06 亿元（可向下调整）。具体如下：

（1）万达商业将该 77 家酒店的全部权益从万达商业各项目公司剥离至独立法人资格的酒店控股公司（简称“酒店控股公司”），由各酒店控股公司独立持有该 77 家酒店的全部权益，万达商业再将各酒店控股公司的股权分别转让给公司控股子公司。

（2）若万达商业未能剥离相关酒店资产至独立法人资格的酒店控股公司，则万达商业承诺将相关酒店资产转让给公司控股子公司。

（3）如公司及公司控股子公司未按约定支付某家酒店的收购价款，将被视为自愿放弃收购该未付款的酒店资产，而万达商业有权自行出售该酒店资产；如万达商业未在约定期限内将某一家酒店转让给公司控股子公司，公司有权选择不再受让该家酒店。

（4）烟台万达文华酒店所属酒店公司的 30%股权由烟台日樱花园房地产开发有限公司（以下简称“烟台日樱”）持有，烟台日樱对万达商业转让该酒店公司股权依法享有优先购买权，若烟台日樱行使优先购买权，则该公司 70%的权益的相应价款无需支付。

上述 77 家酒店均位于所在城市的核心地段，并与万达商业自营酒店品牌（包括超豪华品牌万达文华和豪华品牌万达嘉华）和多个国际知名豪华酒店管理品牌（包括威斯汀、希尔顿、洲际、康莱德、艾美等）进行合作，运营良好，具有良好的市场口碑和影响力。

公司从 2004 年开始投资建设高端酒店，先后跟万豪国际酒店集团、凯悦酒店集团、洲际酒店集团、希尔顿国际酒店集团及雅高酒店集团等国际知名酒店管理集团合作，在国内主要城市和旅游区域开业了十几家国际品牌酒店。

公司积极看好中国经济发展前景及国内酒店市场的增长，通过上述酒店收购，公司加大国内酒店业务投资，以合理成本补充了大量国内优质酒店资产，将进一步扩展旗下的酒店业务及城市布局，增加优质投资物业的经营收益，实现多元化的产品、产业布局。

交易的进展情况：

2017 年 10 月 20 日，公司与万达商业就上述重大交易事项签订了补充协议，转让标的范围增加大连万达中心写字楼，剔除三亚万达希尔顿逸林酒店、南京万达希尔顿酒店及广州万达希尔顿酒店。由于转让标的调整，转让价款合计由原来的约人民币 199.0639 亿元调整为约人民币 192.0480 亿元。

2017 年 11 月 23 日，公司与万达商业就上述转让协议及补充协议签订新的补充协议，将烟台万达文华酒店 70%权益从本次转让标的中剔除，调整后转让标的包括 74 家酒店（含大连万达中心写字楼）。由于转让标的调整，扣除烟台万达文华酒店对应的转让价款即人民币 2.4952 亿元后，转让价款合计由原来的约人民币 192.0480 亿元调整为约人民币 189.5528 亿元。公司收购资金来源为公司自筹资金 126.42 亿元以及贷款 63.13 亿元。

截至 2017 年 11 月 23 日，公司及万达商业共同确认 74 家酒店中已达到转让条件的酒店合计 71 家，其中首批酒店（65 家酒店）已于 2017 年 10 月 31 日完成支付，第二批酒店（6 家酒店）已于 2017 年 11 月 23 日完成支付。公司已向万达商业支付该等 71 家酒店转让价款合计约人民币 180.6934 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司已付清 71 家酒店转让价款（含大连万达中心写字楼）181.58 亿元，该 71 家酒店已完成转让。

总体看，通过收购万达商业酒店资产，公司为原有酒店业务补充了大量优质酒店资产，未来

有望为公司带来稳健的现金流；但同时为收购该酒店资产，公司债务规模进一步加大。

4. 经营效率

2016~2017 年，公司流动资产周转率分别为 0.34 次和 0.30 次，2017 年有所下降主要系公司加大项目拓展和开发力度导致流动资产增速较快所致；总资产周转率分别为 0.26 次和 0.23 次，2017 年下降主要系资产规模增幅较大所致；存货周转率分别为 0.35 次和 0.30 次，2017 年有所下降主要系项目拓展和建设力度加大导致存货增幅较大所致。从同行业比较来看，公司流动资产周转率、存货周转率处于行业中上水平，总资产周转率处于行业中等水平。

表 14 2017 年主要房地产发债公司经营效率指标对比情况（次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.28	0.30	0.24
招商蛇口	0.30	0.34	0.26
保利地产	0.27	0.27	0.25
融创地产	0.15	0.21	0.13
龙湖地产	0.32	0.32	0.25
中海地产	0.23	0.26	0.20
富力地产	0.30	0.30	0.23

资料来源：Wind

总体看，公司经营效率指标在同业中处于中上水平，整体经营效率较好。

5. 经营关注

房地产市场风险

房地产市场发展结构性分化严重，一线城市和热点二线城市开发商竞争激烈，各类资源争夺压力大。种类繁多的限购限贷、土地出让、楼市调控、市场监管政策可能继续维持或加剧，在竞争激烈的城市获取优质土地成本越来越高，对公司土地拓展、成本控制、销售、利润空间等带来一定的市场风险。

投资性物业公允价值波动的风险

公司采用公允价值模式计量投资性物业。若未来房地产市场发生变化，公司投资性物业的公允价值在未来可能出现较大波动，将对公司的经营业绩和财务状况产生一定影响。

未来存在较大规模资本支出的风险

房地产开发项目一般投资周期较长，投资规模较大，属于资金密集型产业。截至 2018 年 6 月底，公司在建项目仍需较大规模资金投入，公司在未来将面临一定程度的资本支出压力。未来若公司的融资能力受到宏观经济政策、信贷政策、产业政策等方面的影响，则未来公司的经营目标的实现将受到一定程度的影响。

公司部分项目后续去化风险

公司现有项目于一二三四线城市均有分布，在一定程度上有利于降低未来区域房地产市场波动风险，但同时位于一些三四线的项目未来可能面临一定去化压力。如海南省 2018 年以来严厉的全域限购政策，可能对公司海南区域项目的销售产生较大不利影响；同时公司位于铁岭、沈阳等地的项目，可能也面临一定的去化压力。

酒店业务整合风险

公司 2017 年以来收购万达商业较大规模的酒店资产，在一定程度上壮大了公司的酒店资源，使公司成为全球最大豪华酒店业主；但对公司的酒店运营管理能力也提出较大的挑战。

6. 未来发展

公司已经形成以华南、中南、华东、华北、西北及海南六大区域为重点的区域发展战略，并积极拓展其它发展潜力较大的城市及地区，通过合理增加土地储备和开发规模，扩大市场份额以弹性的定价和销售策略来保持市场的领先地位。同时，公司在已布局的区域将采取进一步深耕策略，在区域内同时开发多个项目，使当地消费者不断强化富力地产的品牌效应，实现对公司品牌价值的推广作用。此外，公司在发展物业的过程中会根据城市定位、预计的客户收入群等因素作出精确的部署，增加销售物业的吸引力从而提高销售量及销售价格。

在产品选择布局方面，公司将坚持以住宅地产为主、商业地产为辅，以产品销售为主、出租经营为辅，合理划分和发展住宅地产、商业地产（含投资性物业）。公司将继续以总体发展战略中确定的核心城市为开发重点，秉承公司先进的开发理念和经营模式，主要发展高性价比的中高档住宅，实施滚动开发，保持业务经营的连贯性、创新性。在保证住宅产品市场竞争优势和盈利能力的同时，保持适当比例的写字楼、商场和服务式公寓项目，以此保证公司整体业务发展的平衡性。

随着 2017 年内公司酒店资产收购的完成，公司商业地产板块收入占比将大幅增长，公司将投入更大的优质经营管理资源，进一步提升包括酒店在内商业地产的整体收入及盈利情况。同时，在区域布局方面，公司将在保证一、二线城市业务发展优势的前提下，透过适当多元化至适当布局拓展业务至二、优质三、四线城市，实施更加均衡发展的地域布局，应对各地方政府差异化宏观调控政策的影响以将公司多元化发展带来的收益与全国性的市场布局紧密结合起来，例如降低任何房地产政策监管措施可能带来的负面影响。

总体看，公司将在现有运营模式下，继续通过夯实和完善全国战略布局、合理扩大土地储备、深化品牌影响力，保持多区域、多产品的利润来源结构。同时，公司还将积极探讨并运用品牌经营、资本运营等手段，保持公司的经营活力，促进收益的稳步增长。

七、财务分析

公司提供的 2015~2017 年的合并财务报表均已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

从合并范围变化来看，2016 年，公司收购了 7 家子公司，新设立了 32 家子公司；2017 年，公司新设立了 155 家子公司，注销了 2 家子公司，收购子公司 37 家，非同一控制下企业合并子公司 84 家。公司合并范围发生较大变化。截至 2017 年底，公司合并范围内共有子公司 556 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,980.67 亿元，负债合计 2,332.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）648.62 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 639.05 亿元。2017 年，公司实现营业收入 594.04 亿元，净利润（含少数股东损益）214.26 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 213.31 亿元；经营活动现金流量净额为-18.01 亿元，现金及现金等价物净增加额为-56.09 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 3,360.32 亿元，负债合计 2,703.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）657.26 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 645.64 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 341.42 亿元，净利润（含少数股东损益）40.80 亿元，其中，归属于母公司所

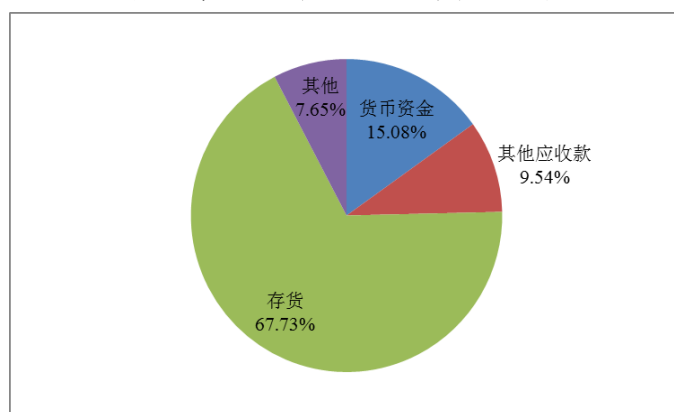
有者的净利润 39.57 亿元；经营活动现金流量净额为-44.25 亿元，现金及现金等价物净增加额为-9.19 亿元。

1. 资产质量

2015~2017 年，随着业务规模的扩大以及合并范围的增加，公司资产规模逐年稳步增长，年均复合增长率为 27.39%。截至 2017 年底，公司资产总额 2,980.67 亿元，较年初大幅增长 31.67%，流动资产和非流动资产均有较大幅度增长；资产构成中，流动资产占比 71.67%，非流动资产占比 28.33%，非流动资产占比较年初有所上升。

流动资产方面，2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长 22.50%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产 2,136.38 亿元，较年初增长 19.80%，主要系存货大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 15.08%）、其他应收款（占比 9.54%）和存货（占比 67.73%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 23.03%。截至 2016 年底，公司货币资金 459.69 亿元，较年初大幅增长 115.98%，主要系 2016 年公司发行债券规模大幅增长以及房地产项目销售回款大幅增长共同影响所致；截至 2017 年底，公司货币资金账面余额 322.15 亿元，较年初大幅下降 29.92%，主要系 2017 年公司加快房地产业务布局，新增大量土地储备，致使经营活动现金流出大幅增加所致；公司的货币资金以银行存款为主，占比 99.82%，其中受限资金规模较大，占货币资金总额的 38.86%，主要为房款监控户、贷款保证金、利息保留户及建筑工人工资保证金等。

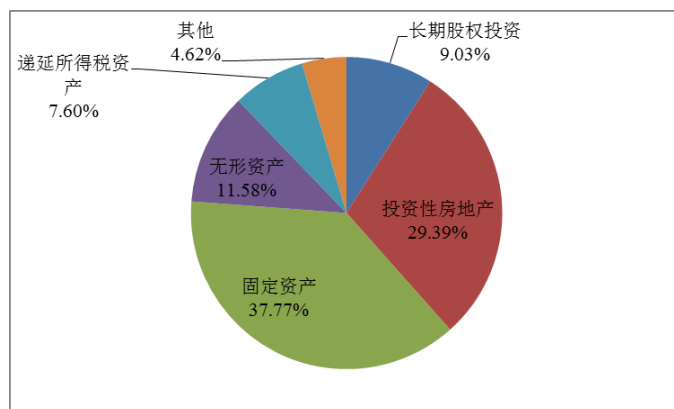
2015~2017 年，公司其他应收款逐年快速增长，年均复合增长 38.65%，主要系保证金、押金、合作诚意金以及关联方往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 204.80 亿元，计提坏账准备 0.89 亿元，账面价值 203.91 亿元，较年初增长 53.69%。

2015~2017 年，公司存货规模呈逐年增长趋势，年均复合增长 19.42%，主要系公司扩大开发规模所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 1,446.92 亿元，较年初增长 33.73%，主要系 2017 年公司新增土地储备规模较大，期末在建面积扩大所致；从存货构成来看，主要由开发成本（未竣工项目）、开发产品（已竣工项目）和拟开发土地构成，分别占比 59.57%、23.09%和 17.05%；公司的土地和房地产项目主要位于全国具有经济活力城市的核心区域或发展潜力大的区域，未出现存货减值迹象，故未计提存货跌价准备；但部分项目位于限购政策较严的区域或者三四线城市，

可能面临一定减值风险。

非流动资产方面，2015~2017 年，公司非流动资产呈大幅增长态势，年均复合增长 43.00%，主要系 2017 年合并万达商业酒店资产所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 844.29 亿元，较年初增长 75.77%，主要系固定资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 9.03%）、投资性房地产（占比 29.39%）、固定资产（占比 37.77%）、无形资产（占比 11.58%）和递延所得税资产（占比 7.60%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 12.49%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 76.25 亿元，较年初增长 9.52%，主要系合作开发项目增加所致。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 13.53%。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 248.14 亿元，较年初增长 12.44%，主要系合并万达商业中心写字楼以及公允价值增加所致。

2015~2017 年，公司固定资产呈大幅增长态势，年均复合增长 106.98%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 318.88 亿元，较年初增长 255.96%，主要系 2017 年公司收购万达商业酒店资产所致；构成主要为房屋及建筑物（占比 95.09%），截至 2017 年底，公司固定资产累计折旧 73.35 亿元，固定资产成新率为 77.00%，成新率一般。

2015~2017 年，公司无形资产逐年快速增长，年均复合增长 133.42%。截至 2017 年底，公司无形资产 97.81 亿元，较年初大幅增长 289.74%，主要系公司合并万达商业酒店资产导致土地使用权大幅增加所致。

公司递延所得税资产规模较大，主要系预提费用所引起的暂时性差异所致，2015~2017 年，公司递延所得税资产逐年快速增长，年均复合增长 33.09%。截至 2017 年底，递延所得税资产账面余额为 64.17 亿元，较年初增长 50.86%。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 809.61 亿元，占资产总额的 27.16%，资产受限比例一般。

表 15 截至 2017 年底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
货币资金	125.18	4.20
存货	357.68	12.00
固定资产	46.26	1.55

在建工程	5.99	0.20
投资性房地产	151.91	5.10
无形资产	7.58	0.25
子公司股权	96.24	3.23
应收账款	18.78	0.63
合计	809.61	27.16

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 3,360.32 亿元，较年初增长 12.74%，主要系存货规模增长所致；其中流动资产占比 73.49%，非流动资产占比 26.51%，资产构成较年初变动不大。

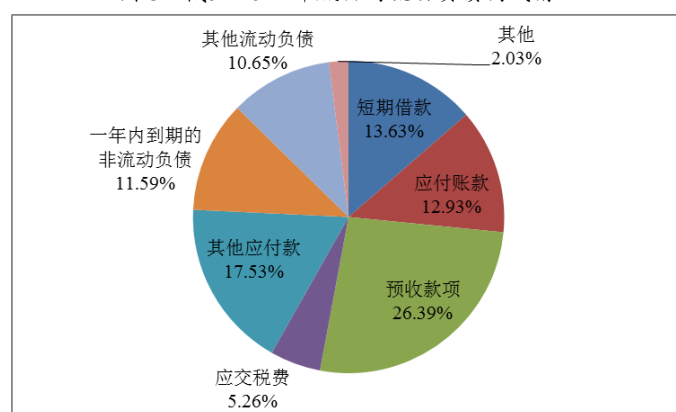
总体来看，近三年，得益于公司加大开发力度以及收购万达商业的酒店资产，公司资产规模逐年快速增长。公司资产主要以流动资产为主，流动资产中货币资金和存货占比较大，货币资金受限比例较高，存货变现能力受行业景气度、区域经济活跃度以及公司房地产开发周期较长影响具有一定不确定性。整体看，公司资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 31.68%，主要来自非流动负债的增长。截至 2017 年底，公司负债合计 2,332.05 亿元，较年初增长 29.87%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中流动负债和非流动负债占比分别为 48.31%和 51.69%。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 18.07%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 1,126.66 亿元，较年初增长 28.80%，主要系预收款项、短期借款、应付账款和其他应付款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 13.63%）、应付账款（占比 12.93%）、预收款项（占比 26.39%）、其他应付款（占比 17.53%）、一年内到期的非流动负债（占比 11.59%）以及其他流动负债（占比 10.65%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，随着开发规模的扩大，短期融资需求增长，公司短期借款逐年快速增长，年均复合增长 64.71%。截至 2017 年底，公司短期借款 153.60 亿元，较年初增长 44.48%，主要系短期融资需求增长所致，其中抵质押借款占比 88.33%、保证借款占比 11.67%。

2015~2017 年，公司预收款项逐年快速增长，年均复合增长 24.99%，主要系预收购房款增长所致。截至 2017 年底，公司预收款项合计 297.29 亿元，较年初大幅增长 48.55%，主要系 2017 年房地产行业景气度较高，公司项目预售房款大幅增长所致。

2015~2017 年，公司其他应付款呈大幅增长态势，年均复合增长 65.46%。截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值为 197.47 亿元，较年初大幅增长 143.91%，主要系公司收到合营联营企业往来款增加以及公司积极通过收并购方式拓展项目导致应付股权转让款以及承债款大幅增长所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年下降，年均复合减少 30.49%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 130.54 亿元，较年初下降 43.37%，主要系公司对部分到期债务进行了偿付所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 19.12%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 119.95 亿元，较年初增长 30.75%，主要系预提土地增值税大幅增长所致，构成主要是预提土地增值税（占比 92.52%）和待转销税项（占比 7.48%）。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年快速增长，年均复合增长 49.87%，主要系应付债券和长期借款大幅增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 1,205.39 亿元，较年初大幅增长 30.89%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 45.61%）和应付债券（占比 48.71%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈波动增长态势，年均复合增长 12.66%。截至 2017 年底，公司长期借款余额合计为 549.77 亿元，较年初增长 43.73%，主要系本期加大土地获取力度以及收购万达商业酒店，公司加大长期债务融资力度所致；其中抵押借款占比 77.10%、质押借款占比 14.71%、保证借款占比 8.19%；公司长期借款于 2019 年到期金额 245.12 亿元、2020 年到期金额 99.08 亿元、2021 年到期金额 18.23 亿元、2022 年到期金额 19.71 亿元、2023 年及之后到期金 167.63 亿元，公司长期借款于 2019 年面临一定的集中偿付压力。

2015~2017 年，随着公司发行多期债券，公司应付债券呈大幅增长态势，年均复合增长 202.20%。2017 年，公司发行了两期中期票据以及三期美元债券，截至 2017 年底，应付债券账面价值较年初增长 20.57%至 587.17 亿元。2018 年 5 月~2018 年 7 月，“16 富力 08”、“16 富力 09”和“15 富力债”分别到达回售期，对于上述三期债券，公司分别回售 84.70 亿元、85.00 亿元和 62.55 亿元。同时，公司于 2018 年 5 月 30 日发行了规模 10 亿元的“18 富力 01”，债券期限 3 年，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；于 2018 年 6 月 26 日发行了规模 5 亿元的“18 富力 04”，债券期限 3 年，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计 332.75 亿元（含 SCP 和 MTN）若考虑债券回售，并假设全部行权，公司 2018 年债券到期金额 20 亿元；2019 年到期债券金额 253.50 亿元；2020 年到期债券金额 49.75 亿元；2021 年到期金额 9.50 亿元。公司 2019 年债券到期规模占比高，2019 年公司债券面临较大的集中偿付压力。

2015~2017 年，公司全部债务规模逐年快速增长，年均复合增长 31.36%。截至 2017 年底，公司全部有息债务为 1,422.44 亿元，较年初增长 17.70%，主要系长期债务增长所致；债务结构中，短期债务和长期债务分别占比 19.98%和 80.02%，长期债务占比较年初继续上升，债务结构持续优化。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 73.23%、79.32%和 78.24%；全部债务资本化比率分别为 62.64%、72.08%和 68.68%；长期债务资本化比率分别为 50.30%、65.07%和 63.70%。若将公司发行的永续债 24.04 亿元从所有者权益中剔除并将其作为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，截至 2017 年底，公司全部有息债务合计 1,446.48 亿元，其中短期债务占比 19.64%、长期债务占比 80.36%；公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.05%、69.84%和 65.05%。整体看，2017 年得益于加大土地获取力度以及受让万达商业

酒店资产，公司资产规模以及所有者权益规模增幅较大，导致公司债务指标小幅下降，但公司整体债务负担仍较重。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 2,703.05 亿元，较年初增长 15.91%，主要系长期借款增长所致；其中流动负债占比 55.10%，非流动负债占比 44.90%，流动负债占比较年初有所上升。公司流动负债 1,489.33 亿元，较年初大幅增长 32.19%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；非流动负债 1,213.73 亿元，较年初增长 0.69%，主要系长期借款增长所致。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务合计 1,591.38 亿元，较年初增长 11.88%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务 448.81 亿元（占比 28.20%），长期债务 1,142.57 亿元（占比 71.80%）。短期债务占比较年初上升 8.22 个百分点。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.44%、70.77%和 63.48%，均较年初有所上升，公司债务负担进一步增长。

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 14.85%；截至 2016 年底，公司所有者权益 468.04 亿元，较年初下降 4.82%，主要系公司对部分永续债进行了偿付所致；截至 2017 年底，公司所有者权益 648.62 亿元，较年初大幅增长 38.58%，主要系未分配利润增长所致，其中归属于母公司所有者权益为 639.05 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占 1.26%，其他权益工具占 3.76%，资本公积占 5.80%，其他综合收益占 0.41%，盈余公积占 0.63%，未分配利润占 88.13%。公司未分配利润和其他权益工具占比偏高，权益的稳定性较弱。其他权益工具指公司下属子公司向第三方发行的永续债券，截至 2017 年底，公司永续债 24.04 亿元，主要为 2016 年新发行的 24 亿元永续债。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 657.26 亿元，较年初小幅增长 1.33%；其他权益工具由年初的 24.04 亿元下降为零，主要系公司对永续债进行了偿付所致，未分配利润较年初增长 5.55%，其他科目较年初变动不大。

总体看，近三年，受融资规模增长影响，公司有息债务规模快速增长；公司目前债务负担仍较重；同时公司所有者权益中未分配利润的占比偏高，权益的稳定性较弱。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年稳健增长，年均复合增长 15.67%。2017 年公司的营业收入为 594.04 亿元，同比增长 10.37%，主要系房地产结转规模增长所致。2015~2017 年，公司净利润逐年大幅增长，年均复合增长率为 78.40%，其中 2017 年公司净利润为 214.26 亿元，同比增长 203.20%，主要系合并万达商业酒店资产产生非经常性损益 131.08 亿元所致。

期间费用方面，2015~2017 年，随着业务规模的扩大，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 12.57%；2017 年，公司期间费用为 67.02 亿元，同比增长 10.74%。2017 年，公司费用构成中，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 27.08%、50.92%和 22.00%。2015~2017 年，公司销售费用受销售规模的上升逐年快速增长，年均复合增长率为 42.27%，2017 年为 18.15 亿元；管理费用受职工成本上升影响也呈逐年快速增长态势，年均复合增长率为 19.73%，2017 年为 34.13 亿元；财务费用波动减少，三年分别为 20.11 亿元、21.75 亿元和 14.74 亿元，2017 年公司财务费用同比大幅下降 32.20%，主要系公司 2016 年发行的公司债置换了部分高成本借款导致利息支出下降以及当期人民币对美元汇率上升，公司实现汇兑收益 11.72 亿元共同影响所致。

利润构成方面，2015~2017 年，公司公允价值变动收益波动下降，主要系投资性房地产评估增值波动所致。2017 年，公允价值变动收益为 7.81 亿元，占营业利润的比重为 6.80%，占比不大。2015~2017 年，公司营业外收入分别为 2.45 亿元、1.17 亿元和 132.79 亿元，其中 2017 年营业外收入较上年增长 131.62 亿元，主要系 2017 年收购万达商业酒店资产产生企业合并收益 131.08 亿元所致。

2017年，公司利润总额246.55亿元，营业外收入占比53.86%，占比较高；2017年非经营性损益对利润水平影响较大，但不具备可持续性。

2015~2017年，公司总资本收益率分别为6.08%、5.88%和12.87%；总资产报酬率分别为5.61%、5.55%和10.43%；净资产收益率分别为13.30%、14.73%和38.37%。2017年，总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均出现大幅上升，主要系当期合并万达商业酒店形成大额营业外收入带动利润水平大幅增长所致。从同行业对比来看，公司盈利指标在行业中处于较好水平。

表 16 2017 年主要房地产发债公司盈利能力指标对比情况 (%)

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
万科 A	5.28	22.80	34.10
招商蛇口	7.53	19.58	37.66
保利地产	4.85	15.93	31.05
融创地产	3.23	29.92	18.79
龙湖地产	7.61	20.10	35.23
中海地产	6.01	11.93	35.20
富力地产	11.90	38.76	37.15

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，上表所有数据均取自 Wind。

2018年1~6月，公司实现营业收入341.42亿元，净利润40.80亿元，其中归属于母公司所有者净利润39.57亿元。

总体看，近三年，得益于结转规模增长，公司收入规模大幅增长；同时，2017年得益于收购万达商业的酒店资产，公司产生较大规模的非经常性损益导致利润水平大幅增长。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017年得益于签约销售规模大幅增长，公司经营活动现金流入金额逐年大幅增长，年均复合增长率为30.78%，2017年经营活动现金流入785.95亿元，同比大幅增长36.32%。同时，公司加大拿地力度，经营活动现金流出金额也呈逐年大幅增长态势，年均复合增长40.83%，2017年为803.96亿元，同比大幅增长55.39%。2015~2017年，公司经营活动现金净流量分别为54.14亿元、59.17亿元和-18.01亿元，2017年由于公司加大了土地获取力度，经营活动现金净流量由上年的净流入转为净流出状态。

从投资活动情况来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入规模较小，2017年公司投资活动现金流入金额4.87亿元，同比增长42.35%，主要系当期公司转让联营公司股权收回投资款增加所致。同期，公司投资活动现金流出金额波动较大，分别为22.39亿元、22.20亿元和222.01亿元，其中2017年同比大幅增长899.88%，主要系当期收购万达商业酒店资产支付现金规模较大所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-19.97亿元、-18.78亿元和-217.14亿元，呈持续净流出状态。

从筹资活动情况来看，2015~2017年，随着融资需求的增长，公司筹资活动现金流入金额逐年快速增长，年均复合增长26.82%，2017年筹资活动现金流入727.73亿元，同比增长15.01%。2015~2017年，公司筹资活动现金流出金额波动增长，年均复合增长7.08%，2017年为547.56亿元，同比变动不大。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为-25.10亿元、67.29亿元和180.17亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流量净额-44.25亿元；投资活动现金流量净额-15.08亿元；筹资活动现金流量净额为50.49亿元。

总体看，2017年，公司加大了土地储备获取力度，公司经营活动产生的现金流转为净流出状态；由于公司2017年加快房地产业务拓展以及多元化业务布局，公司投资活动产生的现金呈大规模净流出状态；由于公司扩大规模的需要，公司对筹资活动较为依赖。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为1.76倍、2.04倍和1.90倍；速动比率分别为0.51倍、0.80倍和0.61倍。其中2016年，流动比率和速动比率均有所上升，主要系2016年公司积极调整债务结构，使得流动资产增幅大于流动负债规模的增幅；2017年，受流动负债增幅较大影响，公司流动比率和速动比率较年初均有小幅下降。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为0.65倍、1.36倍和1.13倍，2016年现金类资产规模大幅攀升导致现金短期债务比有较大幅度上升；2017年受货币资金下降以及短期债务规模增长影响，公司现金短期债务比为1.13倍，较年初有所下降，现金类资产对短期债务的保护程度尚可。截至2018年6月底，公司流动比率和速动比率分别为1.66倍和0.53倍，现金短期债务比为0.80倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017年公司EBITDA逐年大幅增长，年均复合增长64.74%；2017年公司EBITDA为283.33亿元，同比增长135.75%，主要系利润总额大幅增长所致，EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占比9.50%）和利润总额（占比87.02%）构成。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为1.74倍、1.70倍和4.20倍；EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.10倍和0.20倍，EBITDA对利息的保障程度高，对全部债务的保障程度一般。若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，公司2017年EBITDA全部债务比仍为0.20倍。同时考虑到收购万达商业酒店资产所产生的较大规模非经常性损益对利润水平影响较大，若将营业外收入从利润总额中剔除，公司2017年调整后的EBITDA为150.55亿元，EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比将分别为2.23倍和0.11倍，剔除营业外收入的EBITDA对利息覆盖程度仍较好，对全部债务覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年6月底，公司在主要银行的授信总额为1,969.11亿元，尚未使用的授信额度为1,369.03亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为香港联交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2018年6月底，公司对外担保余额46.12亿元，占净资产的比重为7.02%，或有负债风险较低。

截至2018年6月底，公司存在四项重大未决诉讼。具体如下。

（1）北京金星房地产开发有限公司（以下简称“金星公司”）诉公司控股子公司北京华恩房地产开发有限公司（以下简称“北京华恩”）土地转让及合作开发协议纠纷案，2008年5月，北京市第二中级人民法院做出判决，后北京华恩与金星公司均不服判决，分别向北京市高级人民法院提起上诉，截至2017年底，该案仍处于二审审理阶段。

（2）国兴环球土地整理开发有限公司（以下简称“国兴环球”）将公司子公司富力（北京）地产开发有限公司（以下简称“富力北京”）作为被告，向河北省高级人民法院提起诉讼，并提出以下诉讼请求：1）请求判令支付土地整理费用3.36亿元，并按中国人民银行同期贷款基准利率支付至实际给付之日（暂计算至2015年10月31日为0.52亿元），共计3.88亿元；2）承担诉讼费用。截至2017年底，上述案件正在一审审理过程中，尚未判决。

（3）宝丰国际投资有限公司（以下简称“宝丰国际”）将公司下属子公司成都富力熊猫城项目开发有限公司（以下简称“成都富力熊猫城”）作为被告、公司作为第三人，向四川省成都市

中级人民法院提起诉讼，提出以下诉讼请求，1) 请求判令解散成都富力熊猫城；2) 请求判令支付按照 35% 的股权比例计算的应分配利润（暂估值为人民币 1.099 亿元）及剩余财产；3) 承担诉讼费用。截至 2017 年底，上述案件正在二审审理过程中，尚未判决。

(4) 重庆外建永畅建筑材料有限公司（以下简称“永畅建材”）将公司下属子公司广州天力建筑工程有限公司（以下简称“天力建筑”）作为被告，于 2016 年 9 月 27 日向重庆市第一中级人民法院提起诉讼，天力建筑于 2016 年 10 月 28 日收到法院应诉传票，该诉讼请求如下：1) 请求判令支付货款 0.48 亿元及资金占用损失 0.23 亿元（该损失自起计算至 2016 年 9 月 13 日止，自 2016 年 9 月 14 日起的资金占用损失以应付款项 0.48 亿元为本金，按人民银行同期贷款利率的四倍计算，利随本清）；2) 承担诉讼费用。截至 2017 年底，上述案件正在一审审理过程中，尚未判决。

公司未决诉讼涉诉金额不大，公司或有负债风险不大。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1044010600891300B），截至 2018 年 10 月 11 日，公司未结清信贷业务中无不良和关注类记录。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般。考虑到公司现金类资产较为充裕，土地储备和在建项目的规模较大，或有负债风险较小，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 1,591.38 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 40 亿元，相对于公司债务规模，本期债券发债额度一般，且将用于偿还已发行公司债券拟回售部分，对公司整体债务水平影响不大。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 40 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.67%、71.28% 和 64.28%，债务负担有所上升。考虑到募集资金将用于偿还现有债务，实际负债水平将低于预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 283.33 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 7.08 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流入 785.95 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 19.65 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度高；现金类资产 322.15 亿元，为本期债券发行额度（40 亿元）的 8.05 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型房地产开发企业，在综合实力、开发规模、“一体化”和“多元化”经营模式、品牌、土地储备等方面具有较强的行业竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

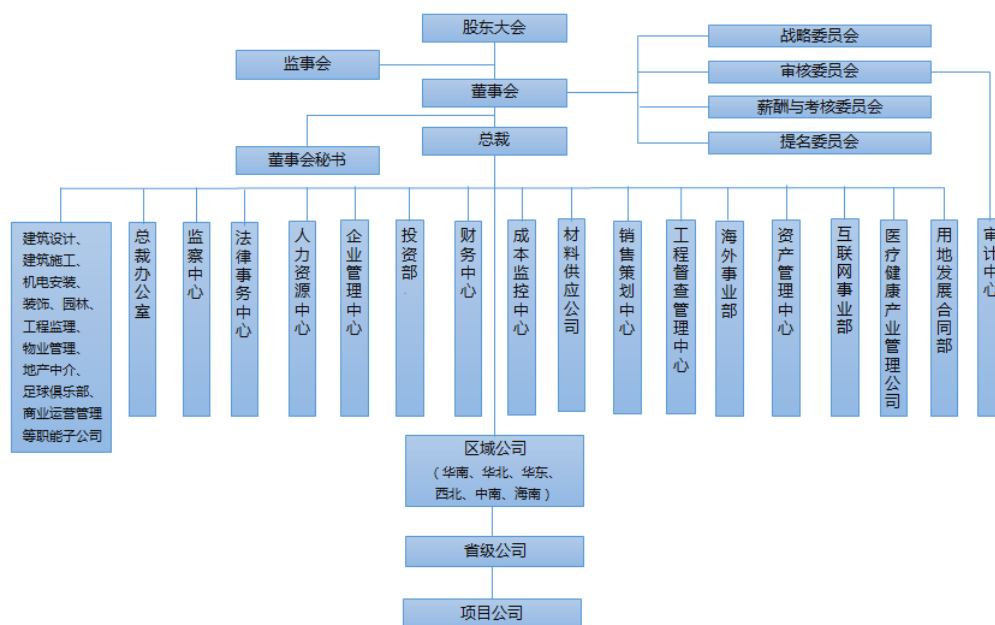
公司作为国内大型的较为知名的房地产企业，综合实力较强、开发经验丰富、土地储备充裕、品牌知名度较高。公司地产销售收入较快增长，经营状况良好；随着公司完成对万达商业部分酒

店资产的收购，未来酒店业务有望为公司带来持续稳健的现金流。同时，联合评级也关注到房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、公司未来资金需求较大、债务负担较重等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前公司土地储备充裕，随着在建及拟建项目的陆续开发和销售；公司有望保持良好的竞争力，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 广州富力地产股份有限公司组织结构图



附件 2 广州富力地产股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	1,836.61	2,263.68	2,980.67	3,360.32
所有者权益（亿元）	491.74	468.04	648.62	657.26
短期债务（亿元）	326.79	336.82	284.14	448.81
长期债务（亿元）	497.59	871.70	1,138.29	1,142.57
全部债务（亿元）	824.39	1,208.52	1,422.44	1,591.38
营业收入（亿元）	443.97	538.25	594.04	341.42
净利润（亿元）	67.32	70.66	214.26	40.80
EBITDA（亿元）	104.41	120.19	283.33	85.40
经营性净现金流（亿元）	54.14	59.17	-18.01	-44.25
流动资产周转次数（次）	0.32	0.34	0.30	--
存货周转次数（次）	0.27	0.35	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.26	0.23	--
现金收入比率（%）	99.40	95.73	120.72	135.04
总资本收益率（%）	6.08	5.88	12.87	--
总资产报酬率（%）	5.61	5.55	10.43	--
净资产收益率（%）	13.30	14.73	38.37	--
营业利润率（%）	26.46	24.23	29.02	32.59
费用收入比（%）	11.91	11.24	11.28	18.30
资产负债率（%）	73.23	79.32	78.24	80.44
全部债务资本化比率（%）	62.64	72.08	68.68	70.77
长期债务资本化比率（%）	50.30	65.07	63.70	63.48
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.70	4.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.10	0.20	--
流动比率（倍）	1.76	2.04	1.90	1.66
速动比率（倍）	0.51	0.80	0.61	0.53
现金短期债务比（倍）	0.65	1.36	1.13	0.80
经营现金流动负债比率（%）	6.70	6.76	-1.60	-2.97
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.61	3.00	7.08	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2018年半年度财务数据经审计，相关财务指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广州富力地产股份有限公司公开发行 2018 年公司债券 (第一期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广州富力地产股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州富力地产股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州富力地产股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广州富力地产股份有限公司的相关状况，如发现广州富力地产股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广州富力地产股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广州富力地产股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广州富力地产股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年十月十九日