

信用等级公告

联合[2016] 236 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 2016 年公司债券（第三期）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 2016 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二〇一六年三月十八日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

广州富力地产股份有限公司

2016年公司债券（第三期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：本次债券发行总额不超过 125 亿元（含 125 亿元），其中，本期债券发行规模不超过人民币 29 亿元（含 29 亿元）。

本期债券期限：不超过 7 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 3 月 28 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	1,394.04	1,717.84	1,836.61
负债总额(亿元)	1,059.86	1,197.01	1,344.87
所有者权益(亿元)	334.18	520.83	491.74
长期债务(亿元)	433.53	455.54	497.59
全部债务(亿元)	614.48	676.59	824.39
营业收入(亿元)	363.37	348.13	443.97
净利润(亿元)	76.52	65.08	67.32
EBITDA(亿元)	128.70	102.72	104.41
经营性净现金流(亿元)	-65.82	-164.22	54.14
营业利润率(%)	32.91	31.95	26.46
净资产收益率(%)	25.43	15.22	13.30
资产负债率(%)	76.03	69.68	73.23
全部债务资本化比率(%)	64.77	56.50	62.64
流动比率	1.80	1.91	1.76
EBITDA 全部债务比	0.21	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	3.33	1.78	1.74
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.03	0.82	0.84

注：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。

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很强的行业竞争优势。同时，联合评级也关注到国内房地产业受宏观调控影响大，公司债务规模增长迅速以及未来资本支出较大等因素可能给公司经营与发展带来的不利影响。

未来随着拟建项目的逐步推出，公司可售面积有望获得增长，公司的行业地位将进一步得到巩固，公司整体信用状况有望保持良好，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及本期公司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. 公司对房地产项目的规划统筹能力强，其一体化及标准化经营模式使得公司在开发速度、成本控制等方面具有独特优势。

3. 公司的多元化发展策略有利于降低业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司后续发展能力及持续盈利能力。

4. 公司土地储备丰富，现有土地储备大部分位于一、二线城市的核心区域或发展潜力大的区域，充分保证了公司未来发展的需要。

5. 公司资产规模持续扩大，收入快速增长，营业利润率处于较高水平，盈利水平高。

关注

1. 房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2. 公司的存货规模较大，存货周转率呈波动下降趋势，公司可能面临一定的去化压力。

3. 公司在建及拟建项目规模较大，面临较大的资本支出压力，整体债务负担较重。

4. 公司所有者权益中包含大额永续债券，虽然公司已归还了部分永续债券，但仍有较大金额的永续债券尚未偿付，如其未来进行偿付，将会加重公司债务负担。

5. 人民币汇率的波动可能会给公司带来一定的汇兑损失风险。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

陈诣辉

电话：010-85172818

邮箱：chenyh@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.unitedratings.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”）成立于1994年8月31日成立，原名为广州天力房地产开发公司，初始注册资本为1,000万元。2000年8月，公司改制为有限责任公司，股东为自然人李思廉和张力，分别持有500.00万元注册资本；2001年7月，公司注册资本变更为50,985.60万元，出资人为李思廉、张力、LUJING（吕劲）、周耀南、朱玲。

根据穗经[2001]229号《关于同意设立广州富力地产股份有限公司的批复》的规定，广州市经济委员会同意由李思廉等5人作为发起人，以发起设立的方式，将广州天力房地产有限公司整体变更为广州富力地产股份有限公司，公司的股本为55,177.72万元。

根据2005年6月20日公司特别股东会决议和中国证券监督管理委员会证监国合字[2005]15号《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》的规定，中国证券监督管理委员会核准公司在香港公开发行每股面值为人民币1元的境外上市外资股H股21,151.46万股（含超额配售2,758.88万股）。股票发行后，公司总股本增至76,329.18万股，其中：内资股股东55,177.72万股，公众股东（H股）21,151.46万股；股票代码2777.HK，股票简称“富力地产”。

根据2006年9月22日公司的董事会决议和中国证券监督管理委员会证监国合字[2006]20号《关于同意广州富力地产股份有限公司增发境外上市外资股的批复》的规定，中国证券监督管理委员会批准公司每股股票面值由人民币1元拆细为0.25元，股份数从76,329.18万股变更为305,316.73万股；同时，公司与配售代理订立配售协议，以全数包销方式配售每股面值为人民币0.25元的境外上市外资股H股合计16,920.00万股。新股配售后，公司股份数从305,316.73万股增至322,236.73万股。公司总股本从人民币76,329.18万元增至人民币80,559.18万元，其中李思廉持有33.18%的股权，张力持有33.18%的股权，LUJING（吕劲）持有1.33%的股权，周耀南持有0.40%的股权，朱玲持有0.40%的股权，境外上市的外资股（H股）占公司股本的31.51%。

2007年6月14日，李思廉、张力、吕劲分别同陈量暖、张小林、周耀南、张量、廖冬芬和朱玲签署股权转让协议，李思廉将其持有的公司股份中的1,000.00万股，400.00万股，1,000.00万股分别以总价1元转让给陈量暖、张小林和周耀南；张力将其持有的公司股份中的1,000.00万股，400.00万股，2,000.00万股，2,000.00万股，1,000.00万股分别以总价1元转让给陈量暖、张小林、张量、廖冬芬和朱玲；吕劲将其持有的公司股份中的800.00万股以总价1元转让给张小林。本次股权转让后，公司总股本未发生变化。

截至2015年底，公司股本为80,559.18万元，其中发起人持有内资股比例为66.13%，其他内资股比例为2.36%，境外上市的外资股（H股）比例为31.51%。公司总股本中，李思廉持有33.52%的股权（包括发起人内资股及H股），张力持有31.40%的股权（包括发起人内资股及H股），二人合计持股比例为64.92%（详见附件1）。公司实际控制人为李思廉和张力，两人为一致行动人。

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。

目前公司本部下设企业管理中心、成本监控中心、设计院、销售策划部、开发中心、招标中心、财务中心、核算中心、工程部、集团采购中心、用地发展合同部等27个职能部门（详见附件2）；截至2015年底，公司拥有富力地产集团有限公司、广州天力建筑工程有限公司、广州市住宅建筑设计院有限公司、广州天力物业发展有限公司等直接或间接控股子公司243家，合营公司10家，联营公司5家。截至2015年底，公司拥有在册员工约19,264人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 1,717.84 亿元，负债合计 1,197.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）520.83 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 515.51 亿元。2015 年公司实现营业收入 348.13 亿元，净利润（含少数股东损益）65.08 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 65.54 亿元；经营活动现金流量净额为-164.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为-42.32 亿元。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,836.61 亿元，负债合计 1,344.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）491.74 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 486.46 亿元。2015 年公司实现营业收入 443.97 亿元，净利润（含少数股东损益）67.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 67.40 亿元；经营活动现金流量净额为 54.14 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.80 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、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期公司债券概况

本次债券名称为“广州富力地产股份有限公司2016年公司债券”，发行规模不超过人民币125亿元（含125亿元），采用分期发行的方式。本期债券名称为“广州富力地产股份有限公司2016年公司债券（第三期）”，本期债券发行规模不超过人民币29亿元（含29亿元）。本期债券面值为人民币100元，按面值发行。本期债券的发行期限不超过7年。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。本期债券票面年利率由公司的主承销商按照发行时网下簿记建档结果共同协商确定。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行募集资金扣除发行费用后，将用于偿还金融机构借款，补充营运资金。

三、行业分析

公司营业收入的 85%以上来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

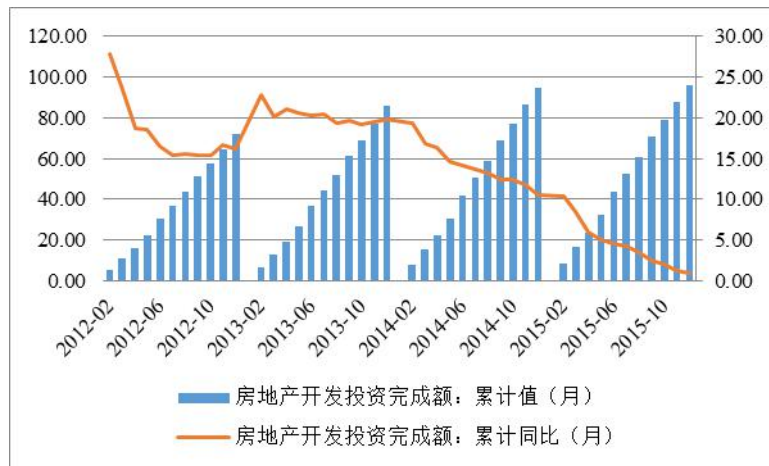
1. 行业概况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，行业景气度出现明显波动。2011 年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012 年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入 2013 年，我国房地市场景气度有所回升，2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长

10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图1 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，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，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。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。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，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

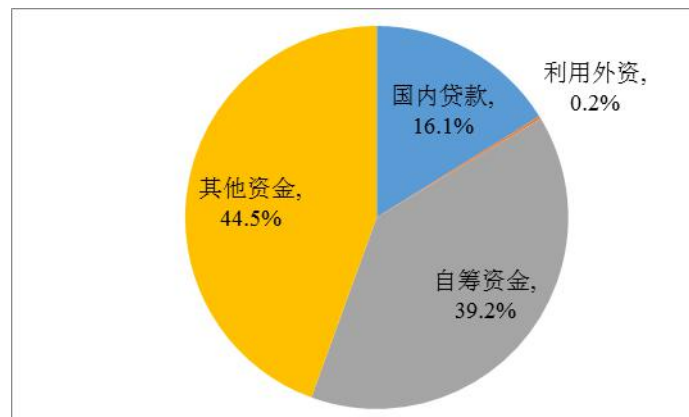
资料来源: WIND 资讯

总体看, 在去库存压力下, 房企拿地速度有明显放缓趋势, 土地供求量均出现较大下滑, 但土地溢价率出现上涨。

(2) 开发资金来源状况

2014 年, 受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响, 房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓, 开发资金规模结束了多年来的高速增长态势, 首次出现负增长。据国家统计局数据显示, 2014 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元, 比上年减少 0.1%, 增速较上年下降 26.6 个百分点, 其中, 国内贷款 21,243 亿元, 较上年增长 8.0%; 利用外资 639 亿元, 增长 19.7%; 自筹资金 50,420 亿元, 增长 6.3%; 其他资金 49,690 亿元, 较上年减少 8.8%。

图 2 2015 年房地产行业资金来源构成



数据来源: wind 资讯

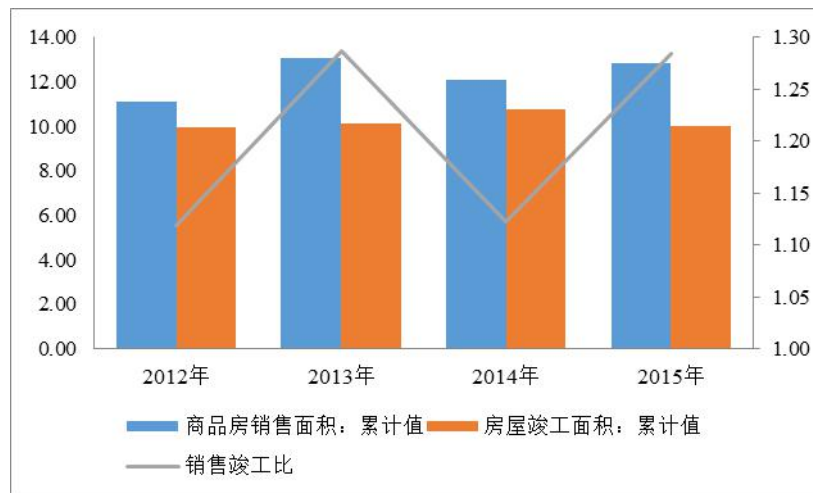
2015 年, 我国经济增速放缓, 存在一定下行压力, 但政府持续实行适度宽松的货币政策, 央行多次降准降息, A 股再融资活跃延续, 房企银行间市场中期票据发行开闸, 证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人, 大大降低发行债券门槛, 且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债, 房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年, 房地产开发企业到位资金 125,203 亿元, 比上年增长 2.6%。其中, 国内贷款 20,214 亿元, 下降 4.8%; 利用外资 297 亿元, 下降 53.6%; 自筹资金 49,038 亿元, 下降 2.7%; 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%。

总体看, 对房地产业偏紧的信贷支持, 使房地产业的资金较为紧张; 但 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。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。房地产市场呈明显的波动态势。

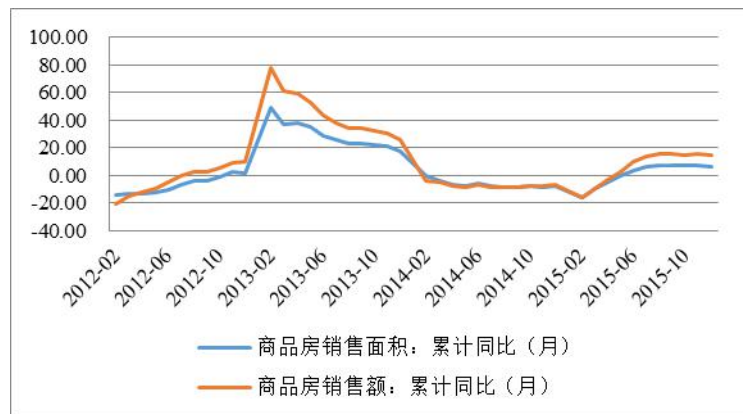
图3 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

受2014年市场低迷影响，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，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

图 4 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



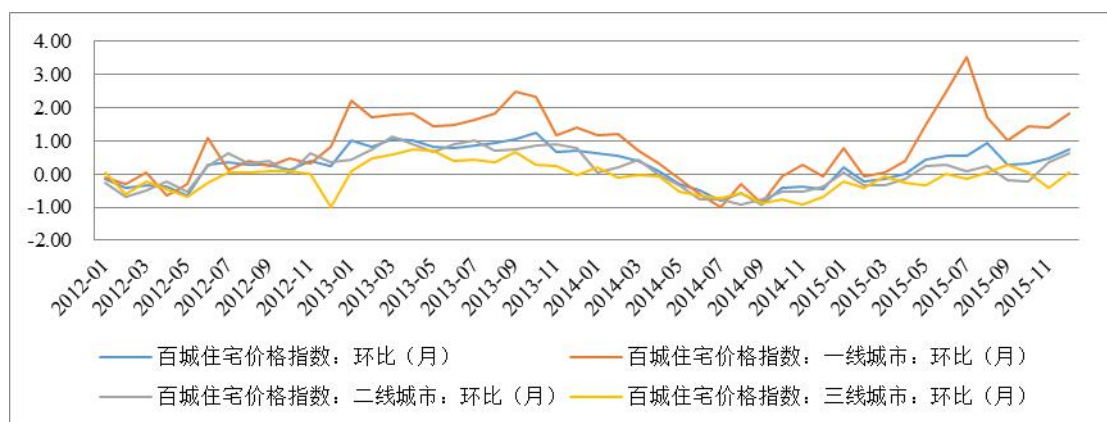
数据来源：wind 资讯

整体来看，2015 年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，同比下跌 2.69%，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，环比跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 5 2012~2015 年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，

增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，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；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

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。

2014 年，20 家典型房企销售业绩同比增长 18%，增速相比去年同比下降了 7 个百分点；房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年 1~11 月，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.13% 和 22.84%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.58% 和 14.83%，预计 2015 年全年指标仍将超过上年。

表 2 前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~11 月
前 10 大企业销售额占比	10.75	12.76	13.72	17.19	16.87
前 20 大企业销售额占比	14.97	17.98	18.88	23.15	22.82
前 10 大企业销售面积占比	5.78	7.72	8.62	10.51	11.31
前 20 大企业销售面积占比	7.66	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产评测中心。

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
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房房贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年9月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房房贷首付比例
2015年9月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房房贷首付比例
2015年9月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015年10月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015年10月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015年11月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016年2月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点
2016年2月	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016年2月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购

限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的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：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继

¹Wind 行业内标的公司：(成分股*总负债) / (成分股*总资产)。

在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。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。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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北京、天津、哈尔滨、西安、太原、大同、沈阳、上海、南京、重庆、成都、惠州、佛山、梅州、珠海、海南、杭州、无锡、贵阳、包头、福州、广西、长沙、郑州和石家庄等近30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。截至2015年底，公司在建51个房地产项目，合计在建面积达4,126.38万平方米。

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 2015 年底，公司总资产规模 1,836.61 亿元，净资产 491.74 亿元；2015 年公司实现营业收入 443.97 亿元，利润总额 90.60 亿元。截至 2015 年底，公司土地储备总可售面积为 3,975.80 万平方米。

公司凭借卓越的综合实力于 2012~2015 年度入选“中国企业五百强”；2013 年公司获得“2012 年度中国房地产上市企业 30 强”、“胡润品牌榜全国最具价值品牌百强”、“全国最具价值民营地产品牌十强”等称号。2008 年，公司拥有的“富力”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。作为国内著名的房地产品牌之一，较高的品牌知名度有利于加快公司产品的销售速度、节省销售费用、提升产品附加值，有效保障了公司的持续盈利能力。

公司对房地产项目的规划统筹能力强，其一体化及标准化经营模式使得公司在开发速度、成本控制等方面具有独特优势。

公司房地产业务采用一体化运营模式，业务涵盖土地早期调研、项目规划、设计、建设、装修、项目策划定位、销售及物业管理等整个产业链。公司可以通过内部的高度协调与合作有效缩短项目的开发周期，最大限度降低成本，实现资产的快速周转。一般情况下，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；项目预售率较高。相对较短的开发周期和良好的销售状况，使得公司的项目开发速度、周转能力和项目的规划统筹能力均居于行业领先水平。

在一体化运营模式下，公司在确定产品价格方面具有先发优势。依靠公司内部房地产全产业链条的紧密合作，公司在定价时能够准确地计算并掌握开发成本，在估算预期利润之后能够确定合理的产品价格。

公司一体化运营模式不但使得公司在开发速度、成本控制等方面具有独特优势，还有利于公司及时获得客户需求信息，从而准确定位公司产品，并通过物业管理进一步提升公司产品的附加值。

公司在全业务链条的多个环节实施了标准化运作，如设计图纸在多个方面的标准化、建筑施工流程和工艺的标准化。公司通过标准化运营能够提高工作效率，从而有利于强化公司在成本控制、开发速度等方面的优势。

公司采取以开发高性价比的中高档住宅项目为主，战略性涉足商业房地产为辅的产品发展策略，合理划分和发展住宅物业和商业物业（含投资性物业）的多元化产品组合。

公司开发的住宅项目是公司营业收入的主要来源，住宅产品涵盖满足刚性需求的产品、高端公寓、别墅、专业市场（鞋城、物流园等）以及近两年开发的旅游地产和养生地产（小区内医疗、养生设施配套齐全）。公司开发的商业物业位于城市核心区域，对于部分地理位置优越、未来增值潜力巨大的商业物业，公司可以作为投资性物业而长期持有，截至 2015 年底，公司已落成的主要投资性物业包括酒店 11 家、写字楼及其他商业物业 5 家。

公司的多元化发展策略有利于公司平衡收入结构，通过出售房地产项目获得快速回报，通过出租和经营投资性物业获得持续稳定的收益及现金流，降低业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司后续发展能力及持续盈利能力。

总体看，公司综合实力强、品牌知名度高，整体竞争实力位居国内行业前列；其一体化及标准化经营模式使得公司在开发速度、成本控制等方面具有独特优势；其多元化发展策略有利于降低业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击。

2. 人员素质

截至 2015 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，现年 59 岁，毕业于香港中文大学并获数学理学士学位，曾从事贸易业务，1993 年开始从事房地产开发，并于 1994 年 8 月与张力共同创办富力地产，任董事长；现主要负责公司的财务及销售方面的管理工作。李先生现同时担任广东省地产商会主席、中华房地产投资开发商会会长、新家园协会副会长以及暨南大学董事、兼职教授。

公司执行董事、联席董事长兼行政总裁张力先生，现年 63 岁，曾从事建筑、装修行业。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富力地产；现主要负责购地、开发、工程、成本控制及公司运作管理等方面。张先生现同时担任第十一届、第十二届全国政协委员、全国工商联房地产商会副会长以及暨南大学董事、兼职教授。

公司执行董事、副总裁周耀南先生，现年 62 岁，毕业于华南师范大学，加入公司前曾在广州多间中学及教育主管部门担任教学和行政职位。1995 年 10 月加入公司并任副总经理，2005 年开始担任公司总经理。2001 年 10 月开始担任公司执行董事，并于 2006 年 5 月续任；现主要负责公司房地产开发项目的开发和工程管理工作。

2013~2015 年，公司员工人数分别为 16,925 人、20,177 人、19,264 人。2015 年底，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 5 2015 年公司员工状况

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	1,866	9.69
	市场营销类	857	4.45
	财务类	316	1.64
	物业服务	10,680	55.44
	建筑施工	2,715	14.09
	其他	2,830	14.69
	总计	19,264	100.00
受教育程度分布	硕士及硕士以上	554	2.88
	本科	4,407	22.88
	大专	3,538	18.36
	中专及其他	10,765	55.88
	总计	19,264	100.00
年龄分布	30 岁以下	7,397	38.39
	30-39 岁	6,081	31.57
	40-49 岁	4,351	22.59

	50 岁以上	1,435	7.45
	总计	19,264	100.00

资料来源：公司提供

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，联席董事长制能够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增加保障力。李思廉及张力为公司的创始人，在公司多年的发展历程中，二人根据各自不同的专业领域，在公司内部管理及项目开发领域分工明确，治理有效，对公司诸如拓展北京、天津、上海等市场领域、抵御房地产市场疲软期、制定有效开发计划等方面起到了积极作用。基于公司近年来的经营业绩，联席董事长制有望继续推动公司未来的持续发展。

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；联席董事长制实施效果显著；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。

3. 区域房地产市场

从近三年公司售房确认收入的地区来看，公司的市场主要集中在以广州为主的华南地区和以北京为主的华北地区。

广州市房地产市场情况

广州作为广东省的省会城市，同时处于广佛都市圈、粤港澳都市圈以及珠三角都市圈的核心位置。2011年广州成为继上海、北京后，第三个加入“GDP万亿元俱乐部”的内地城市；2012年，广州的金融资本竞争力排名第5（次于香港、北京、上海和深圳）；2013年，在中国除台湾城市外的287个城市中，广州的综合竞争力排名第4（次于香港、北京、上海）。2013年广州市实现地区生产总值15,420.14亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长11.60%；人均地区生产总值约为12.01万元，同比增长10.59%。广州市的人均可支配收入和消费性支出均位居全国前列，2013年市区人均可支配收入为42,049元，同比增长10.50%；全年城市居民家庭人均消费性支出33,157元，同比增长8.70%。

2013年以来，广州市房价保持增长趋势，和北京已连续三个月位列70个城市新建商品住宅价格指数同比涨幅前两位，在房价上涨的压力下，广州继北京之后出台了价格指导措施以应对房价日益上涨的局面和“新国五条”中重启房价控制目标的要求。在此背景下，2013年全年广州市场分成四个阶段，3月政策出台前进入短暂的抢购期，市场表现“量价齐高”；4~8月进入一次博弈期，市场表现为“量价齐降”；9~10月进入市场黄金期，市场表现为成交量高、成交均价震荡；11月开始市场进入转折下行期，体现为整体消费者市场预期开始下降，市场观望情绪进一步加重，市场“量降价升”的趋势形成。2013年，广州十区二市商品住宅成交面积1,052万平方米，环比下降4%，全年成交金额1,397亿元，环比上升2.50%，成交均价为13,284元/平方米，环比上涨6.90%。

2014年，广州市房地产市场持续2013年四季度的低迷状态，自春节以来成交呈现连续下跌态势，房地产企业拿地谨慎，去库存压力较大，部分企业已开始降价促销；此后，在信贷放松和降息的双重利好下，10月和11月的成交量明显回升，全年呈现一个U字形的走势。2014年，广州新建商品住宅总成交71,624套，同比大幅下降22.87%。价格方面，2014年，广州新建商品住宅成交均价为15,014元/平方米。

2015年，广州市房地产市场出现强劲反弹，新建商品住宅总成交92,325套，同比增长28.90%，

表明广州房地产市场全面复苏。价格方面，2015年，广州新建商品住宅成交均价为15,207元/平方米，同比上涨1.29%。广州房地产市场呈现量增价稳的态势。

北京市房地产市场情况

北京市作为我国的政治、经济、文化中心，经济发展迅速，人均收入不断增长，在全国经济中占有重要地位。近三年，北京市地区生产总值逐年增加，但是增幅有所趋缓，据国家统计局数据显示，2013年北京市实现地区生产总值19,500.60亿元，同比增长7.70%。2013年城镇居民人均可支配收入为40,321元，同比增长11.30%；人均消费性支出达到26,275元，同比增长9.30%。随着居民收入水平的提高，将使更多住房潜在需求转化为有效需求。

2013年，北京市完成房地产开发投资3,483.40亿元，比上年增长10.50%。截至2013年底，北京市商品房施工面积为13,886.90万平方米，比上年增长5.80%。2013年北京市商品房新开工面积为35,77.50万平方米，比上年增长11%；商品房竣工面积为2,666.40万平方米，比上年增长11.50%；商品房销售面积为1,903.10万平方米，比上年下降2.10%。其中，住宅销售面积为1,363.70万平方米，比上年下降8.10%；写字楼为317.90万平方米，比上年增长25.40%；商业、非公益用房及其他为221.50万平方米，比上年增长7.10%。

2014年，北京市完成房地产开发投资3,911.30亿元，比上年增长12.30%。其中，住宅投资完成1,962亿元，比上年增长13.80%。截至2014年底，北京市商品房施工面积为13,641.50万平方米，比上年末下降1.80%。其中，住宅施工面积为6,999.70万平方米，比上年末下降5.50%；写字楼为2,277.10万平方米，比上年末增长7.70%；商业、非公益用房及其他为4,364.70万平方米，与上年持平。

2014年，北京市商品房新开工面积为2,502.80万平方米，比上年下降30%。其中，住宅新开工面积为1,304万平方米，比上年下降24.90%；写字楼为444.40万平方米，比上年下降33.80%；商业、非公益用房及其他为754.40万平方米，比上年下降35.50%。

2014年，北京市商品房竣工面积为3,054.10万平方米，比上年增长14.50%。其中，住宅竣工面积为1,804.30万平方米，比上年增长6.60%；写字楼为387.50万平方米，比上年增长41.90%；商业、非公益用房及其他为862.30万平方米，比上年增长23%。

2014年，北京市商品房销售面积为1,459万平方米，比上年下降23.30%，但呈降幅收窄态势。其中，住宅销售面积为1,141.30万平方米，比上年下降16.30%；写字楼为136.80万平方米，比上年下降57%；商业、非公益用房及其他为180.90万平方米，比上年下降18.30%。

2015年，北京市新建商品住宅总成交111,773套，成交均价27329元/平方米，同比上涨了10.81%，北京房地产市场呈现量价齐涨的态势。在国家“稳增长”以及新型城镇化等利好背景下，北京房地产市场预期向好，住宅市场整体将呈增长态势；但考虑到“限购”政策的持续实施，北京房地产市场也不太可能出现价格暴涨的现象。

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. 内部控制

公司结合经营环境及自身特点，在经营过程中认真识别内部控制存在的薄弱环节及主要风险，有针对性的对存在问题的控制环节进行改进和完善，健全内部控制体系，以满足不断变化的经营环境及内部管理的需求。公司的主要控制措施包括：

不相容职务分离控制方面，公司在销售与收款、采购与付款等各业务流程中所涉及的不相容职务进行分析、梳理，考虑到不相容职务分离的控制要求，实施相应的分离措施，形成各司其职、各负其责、相互制约的工作机制。

授权审批控制方面，公司各项需审批业务有明确的审批权限及流程，明确各岗位办理业务和事项的权限范围、审批程序和相应责任。

会计系统控制方面，公司在贯彻执行《企业会计准则》和国家其他规定前提下，制定了相应的会计管理规定，从制度上完善和加强公司会计核算工作、提高会计核算工作的质量和水平。同时，公司着力加强会计信息系统建设，提升财务核算工作的信息化水平，有效保证了会计信息及资料的真实和完整。

财产保护控制方面，公司通过《固定资产管理制度》，明确规定了财产登记管理制度和定期清查制度，通过设立台账对各项实物资产进行记录、保管，坚持进行定期盘点及账实核对，保障公司财产安全。

预算控制方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等实施全面预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对营运计划的动态管理强化预算的约束机制。

运营分析控制方面，公司建立了运营情况分析制度，并通过运营管理平台，实现了对公司运营的信息化管理。公司管理层通过季度经营例会、年终总结会议、项目巡查等形式，定期开展运营情况分析，及时发现潜在的经营风险并相应调整公司经营策略。

绩效考评控制方面，公司制定了绩效考核管理办法，明确绩效考核的方法及标准，以客观公正为原则，对公司总部、区域公司、城市公司的工作绩效进行季度、半年度及年度考评，并将考

评结果作为确定员工评优、薪酬、晋升、降职、调岗、辞退等奖惩措施的依据。

总体看，公司的内部控制涵盖了经营管理的重大事项，不存在重大遗漏。

3. 管理制度

目前公司本部下设企业管理中心、成本监控中心、设计院、销售策划部、开发中心、招标中心、财务中心、核算中心、工程部、集团采购中心、用地发展合同部等 27 个职能部门（详见附件 2）；公司拥有富力地产集团有限公司、广州天力建筑工程有限公司、广州市住宅建筑设计院有限公司、广州天力物业发展有限公司等直接或间接控股子公司 243 家，合营公司 10 家，联营公司 5 家。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。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。

销售及收款方面，公司制定了《销售价格管理作业指引》、《销售签约管理作业指引》、《营销费用管理作业指引》、《销售回款流程》等管理指引及流程，建立销售与收款业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理销售与收款业务等不相容岗位相互分离、制约和监督，使用销售管理信息系统对项目定价、认购、折扣、签约、收款等业务流程实施控制与记录，强化公司对销售过程的监管力度。此外，公司建立了销售回款管理体系，及时登记每一客户应收房款余额，对逾期未收房款进行分析，记录逾期未收房款产生的原因，并据此对应收账款进行分类管理，针对不同性质的应收账款，采取不同的方法及程序进行催收，提升公司销售收款管理力度，保证企业营运资产的周转效率。

成本及采购控制方面，公司制定了《工程招标管理流程》、《材料设备采购管理流程》、《战略采购管理作业指引》、《承建商管理办法》、《供应商入围及评估管理作业指引》、《项目采购工作监督管理作业指引》、《合同管理作业指引》等管理流程和指引，用以规范请购、审批、采购、验收、付款等采购活动中的各个环节，提高采购活动的透明度和效率，着力加大项目采购计划及执行情况的管理力度，保证大宗采购及时交付。通过招投标方式，严格进行经济标和技术标评审，在公平公正、充分竞争的基础上择优选择供应商，保证采购成本和质量的合理性，并建立《富力地产集团供应商名录》，定期了解名录中供应商的基本资料，如产品价格、质量、供货条件、信誉、售后服务以及供应商的设备状况、技术水平和财务状况等，为企业采购甄选优质供应商提供信息，以实现集中采购，整合公司内部需求和外部资源，最大限度发挥采购量的优势、实现规模效益。并通过战略合作，与评价最优的供应商形成长期稳定的合作关系，实现采购效率的最大化。在付款环节，公司加强了付款各环节相关凭证的审核力度，并对供应商履约情况进行定期评价，保证付款的合理性及准确性。

资金方面，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。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定了具体的投资管理制度，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、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，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。

对子公司的管理方面，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，对子公司进行专业指导；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。

对外担保方面，公司制定了贷款及担保程序，明确规定担保业务评审、批准、执行等环节的控制要求，对担保业务进行控制。公司除因住宅销售业务对部分业主提供按揭担保外及由母公司对子公司提供担保外，不对外（非关联公司）提供担保，母公司对子公司提供担保均需提请公司董事会审议通过。

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。

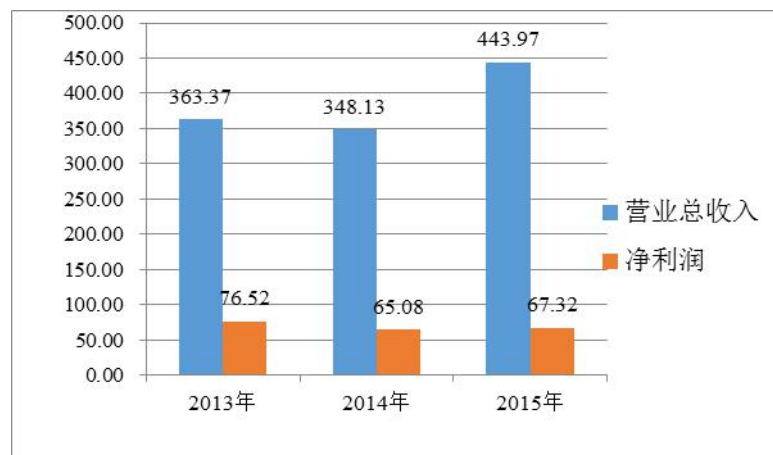
六、经营分析

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。公司在2008年以前经营扩张的速度较快。随着2008年房地产市场的调整，公司根据自身资金、人员、土地储备等资源状况，采取了阶段性稳健经营的思路，从而保证了公司现金流的充裕，规避了行业调整所带来的风险，公司经营整体呈稳健增长的态势，2013~2015年，公司营业收入复合增长率为10.54%，同期净利润复合减少6.21%。

公司整体经营规模较大，2015年，公司实现营业收入和净利润分别为443.97亿元和67.32亿元，均较上年有所上升，主要系中国一、二线城市房地产复苏强劲并且占公司销售额比重较大所致。2015年，公司实现房屋协议销售约544亿元，与2014年基本持平。

图6 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）

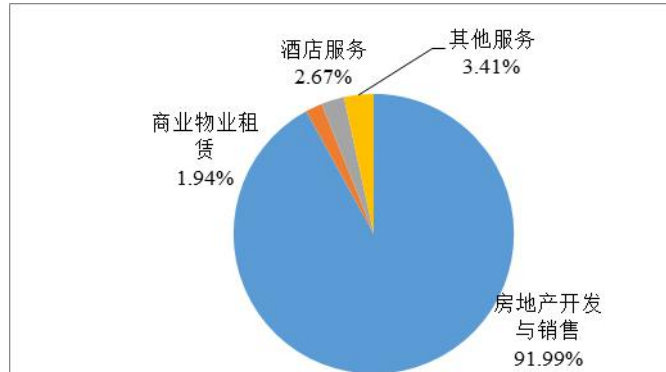


资料来源：公司审计报告

公司主营业务非常突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在99%以上，2015年为99.76%。房屋销售是公司主营业务收入最重要的来源，2015年，房屋销售在主营业务收入中

的占比在91%以上，而酒店、物业出租、物业管理、建筑施工等业务占比相对较低。

图7 2015年公司主营业务收入构成



资料来源：公司审计报告

从营业收入的地区分布来看，近三年公司售房确认收入的地区主要集中在以广州为主的华南地区和以北京、天津为主的华北地区。2015年华北地区营业收入为194.11亿元，占比降低至43.72%；华南地区营业收入为189.69亿元，占比提升至42.73%，主要系当年华南地区项目销售结转收入较多所致。

表6 2013~2015年公司分地区营业收入情况（单位：亿元、%）

区域	2013年		2014年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华南地区	162.76	44.79	98.48	28.29	189.69	42.73
华北地区	155.11	42.69	166.82	47.92	194.11	43.72
西南地区	28.60	7.87	23.58	6.77	22.21	5.00
华东地区	18.58	5.11	36.55	10.50	23.50	5.29
东北地区	-	-	24.08	6.92	16.19	3.65
海外地区	-	-	-	-	0.02	0.005
抵消	-1.69	-0.46	-1.38	-0.40	-1.74	-0.39
合计	363.37	100.00	348.13	100.00	443.97	100.00

资料来源：公司提供

从毛利情况来看，由于房产销售在公司主营业务中的占比很高，因此房产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。公司注重对股东的回报，在拿地的过程中采取稳健的策略，由于拿地成本相对理性，从而奠定了能够取得预期收益的良好基础，2013~2015年，公司房产销售的毛利率逐年下降，主要由于公司所销售产品的结构变化以及房地产宏观调控的影响。2013年，由于房屋整体平均售价由13,040元/平方米下降至12,310元/平方米，降幅为5.60%，公司当年主营业务毛利率下降至45.32%，较上年降低1.71个百分点；2014年，受房地产行业调控政策，以及国家宏观经济环境影响，公司当年主营业务毛利率下降至41.52%，较上年下降3.80个百分点；2015年，受房地产行业低迷影响，公司当年主营业务毛利率下降至38.15%。受上述因素影响，2013~2015年，公司分别实现毛利164.38亿元、144.10亿元和168.98亿元。

表7 2013~2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	336.51	92.78	46.43	316.51	91.20	42.79	407.44	91.99	39.53
房地产出租	7.27	2.01	100.00	8.27	2.38	100.00	8.57	1.94	100.00
酒店服务	9.01	2.48	24.28	11.09	3.19	29.41	11.81	2.67	26.90
其他服务业	9.92	2.74	-13.35	11.18	3.22	-25.50	15.08	3.41	-25.31
合计	362.71	100.00	45.32	347.05	100.00	41.52	442.91	100.00	38.15

资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成来看，2013~2015年，房地产开发与销售收入占主营业务收入的比重分别为92.78%、91.20%和91.99%，可见，公司主营业务收入主要由房地产开发与销售业务贡献。

总体看，房屋销售为公司营业收入及利润的主要来源，整体经营规模较大；华南和华北地区在公司营业收入中的占比较高；公司经营稳健，拿地相对理性，整体毛利率水平较高、盈利规模较大。

2. 业务运营

公司以房地产开发为主，同时辅以酒店、物业出租、物业管理、建筑施工等业务。本部分数据含合作项目及投资性物业，数值均为公司的权益数据。

房地产开发

（1）项目开发

公司在项目开发过程中采用“一体化”经营模式，使得公司有效缩短了开发周期和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；项目预售率高于90%，项目开发速度和周转能力均居于行业领先水平。

从项目的开工计划来看，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，对少数项目采取施工暂时放缓的措施，以利公司资源的合理使用。

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模较大、开发效率较高，2013~2015年，公司开工面积和竣工面积均呈现了快速增长趋势。2013年，公司加快了项目的开发步伐以配合公司销售增长的目标，新开工面积达604万平方米，连同已动工项目的分期开发，至年底在建面积合计约1,004万平方米，分属于48个项目，年内竣工面积336万平方米；2014年，公司进一步加快开发节奏，新开工面积883万平方米，截至当年底，公司在建总建筑面积增加42%至约1,424万平方米，分属于50个项目，竣工面积464万平方米；2015年，公司面对市场状况变化，确保高效的资源配置和避免积压过量库存，减缓了新项目的开发速度，新增开工建筑面积294万平方米，年内竣工面积486万平方米，截至2015年底，公司在建总建筑面积较年初下降了约13%至1,232万平方米。

表8 2013~2015年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2013年	2014年	2015年
在建面积	1,004	1,424	1,232
新开工面积	604	883	294
竣工面积	336	464	486

资料来源：公司提供

从经营策略来看，公司采取周期性的扩张策略及全国化布局策略，以适应宏观经济、政策因素对公司经营业绩的影响。伴随2013年房地产行业的整体回暖行情，公司采取了较为积极的投资及买地行为。与此同时，公司通过深耕策略，不断巩固和发展以广州为核心的华南区域和以北京、天津为核心的华北区域以及以上海为核心的华东区域，并积极拓展其它发展潜力较大的区域性经济中心城市，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，深耕策略使得公司在核心地区有持续的买地需求。伴随上述策略的集中实施，公司近期经营活动现金流出规模较大。2014年~2015年，公司面对市场状况的变化，以灵活手段管理在建房地产项目，以确保高效资源配置，避免积压过量库存，在土地收购方面则趋于严谨，当年收购大部分土地位于现有成功开发的项目，务求将开发风险降至最低。

总体看，近年来，公司房地产开发的规模较大，伴随多种战略的综合实施，公司根据市场形势调整拿地和开发步伐以配合公司整体销售目标的实现。

(2) 房屋销售

公司独自开发房地产项目的销售工作全部由自建的销售策划团队来完成，合作开发的项目主要由销售代理公司开展销售工作。由于公司以独自开发为主，因此自建销售策划团队的销售模式可有效控制销售及市场推广成本，提高产品策划定位的准确性及销售的速度。

公司住宅销售的目标对象以刚性需求和改善型需求为主，为了能够实现房屋的快速销售，以及资金的及时回笼，公司取得预售证后能够及时推出可售房源。对于销售前景较佳的项目，公司会通过价格策略来调整销售进度。

从销售数据来看，伴随全国化布局战略的稳步实施，2013~2015年，公司房产销售区域增长至国内26个省(市)，并于2014年~2015年成功进军海外市场(马来西亚和澳大利亚)。2013~2015年，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10.08%和13.50%，2015年分别为411.04万平方米和544.00亿元。销售区域方面，公司国内销售区域涉及近30个城市和地区，分属于华北、华南、华东、西南和东北地区。其中华北和华南地区一直为公司主要销售区域，2013~2015年，上述两地区合计协议销售金额占比均在80%以上；华东地区近三年协议销售额均保持稳步增长态势，但在公司整体协议销售额中占比仍较小；2015年，以城市而言，广州和北京的协议销售仍是所有城市中最高，分别占2015年总销售额21%和19%。

表9 2013~2015年公司房地产销售情况

项目	2013年	2014年	2015年
协议销售面积(万平方米)	339.23	405.11	411.04
协议销售金额(亿元)	422.27	544.31	544.00
协议销售均价(元/平方米)	12,447.90	13,436.10	13,234.72

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2013年，公司结转面积及结转收入较2012年均较大幅度提升，分别为273.39万平方米和336.51亿元，增长主要来自广州市富力盈凯广场、富力盈通广场等项目，广州地区实现销售收入116.02亿元，较2012年增加41.83亿元；此外，华南地区的惠州及海南分别实现销售收入10.21亿元和19.95亿元，较2012年大幅增长163.65%和207.02%。2014年，公司结转面积316.19万平方米，同比增加15.66%；结转销售收入316.51亿元，同比下降5.94%，主要系当年项目平均结转价格下降至10,010.12元/平方米，使得结转面积增加而结转收入下降。2014年，公司整体平均结转价格下降主要系公司销售组合不同于上年所致，主要是缺少售价较高的商业物业及刚性需求物

业比重增加，主要有平均售价为6,600元/平方米的北京富力新城及太原富力桃园，这两个项目占总营业额的合并份额由上年2%提升至15%。2015年，公司销售结转面积较上年增长11.14%，平均结转价格较上年增长15.83%，结转销售收入较上年增长28.73%，均有所增长，主要是一二线城市房产销售、结转回暖所致。

表10 2013~2015年公司房地产销售结转情况

项目	2013年	2014年	2015年
结转销售面积（万平方米）	273.39	316.19	351.42
结转销售收入（亿元）	336.51	316.51	407.44
平均结转价格（元/平方米）	12,308.79	10,010.12	11,594.30

资料来源：公司提供

总体看，公司房屋销售面积及销售金额的规模较大，销售状况受政策及行业环境的影响较大，但是通过调整产品结构，公司整体销售状况保持良好。公司可售面积的规模较大，为其实现销售目标奠定了基础。

（3）土地储备

公司土地储备的来源主要包括二级市场收购、“招、拍、挂”和旧城改造。公司紧跟城镇化建设的步伐，为了取得更加理性的土地价格，近年来公司多采取收购和旧城改造的方式获得土地储备，从而规避了“招、拍、挂”方式下房地产企业激烈争地、以非理性价格成交的风险。公司主要以单独拿地为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的地块时，公司会与其他开发商合作拿地。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位于全国具有经济活力的一、二线城市的核心区域或发展潜力大的区域，目前已形成分别以广州和北京为核心、辐射周边经济发达城市的华南和华北两大重点发展区域的开发格局。

在公司的土地储备策略中，对于广州和北京等已经有成熟管理团队的城市，通过深耕当地房地产市场，能够在提高管理效率的同时，在当地人群对“富力”品牌已有充分认知的情况下，快速实现房屋的销售目标。

从项目开发的产品来看，公司采取以开发高性价比的中高端住宅为主，同时辅以商业房地产（含投资性物业）的发展策略，合理划分和发展住宅和商业地产多元化产品组合。公司住宅开发的目标对象以刚性需求和改善型需求为主，选择的地块需具备从购入至开始销售的周期较短的条件。通过快速周转，实现资金的快速回笼，从而有利于公司的可持续发展。

近年来公司经营较为稳健，因此公司新增土地储备的节奏较为均衡，在维持充足流动资金的同时，确保了未来开发项目的土地供应。

从新增土地储备的情况来看，2012年，公司购入土地6幅，分别位于广州、北京、杭州、海口4座城市，建筑面积合计122.72万平方米，土地总价37.36亿元，其中北京通州马驹桥镇地块面积32.57万平方米，土地价款18.38亿元；海口2幅土地建筑面积合计73.19万平方米，土地价款合计7.49亿元。

2013年，伴随开拓新市场及全国化布局战略的进一步实施，公司大幅扩充土地储备，全年新增包括湘潭、贵阳、梅州、福州、佛山、珠海、包头、北京、广州、上海及马来西亚等地土地29幅，合计建筑面积2,091.85万平方米，土地总价款为416.09亿元。

经过2013年积极的土地收购后，公司已在年初储备了足够中期开发所需的土地，因此公司

2014年在土地收购方面趋于严谨。2014年，公司新购土地10幅，分别处于上海、杭州、无锡、太原及澳洲等，合计建筑面积231.70万平方米。其中6块新购土地（占总建筑面积约83%）位于公司现有成功开发的项目；其余新购土地也位于公司目前已具备丰富开发经验的城市，以降低开发风险。截至2014年底，公司土地储备总建筑面积约为4,294万平方米，可售面积约4,076万平方米；土地总价款为984.42亿元，已完成支付865.02亿元，未来尚需支付余额规模较大，公司将面临一定资金压力。截至2014年底，公司土地储备总建筑面积约为4,294万平方米，可售面积约4,076万平方米。

2015年，公司在土地收购方面保持谨慎，以总价合适，利润预测达标，周转快速为原则，在十个城市和地区收购共十三幅地块，新增土地可售面积大约360.50万平方米，其中九幅新增地块位于集团现有城市和地区，另有四块分别位于新进入城市石家庄和郑州。截至2015年底，公司土地储备总建筑面积约为4,185.00万平方米，可售面积为3,975.80万平方米，分布在国内近30个城市和地区和海外3个城市，土地总价款为926.24亿元，已完成支付819.73亿元。未来尚需支付余额规模较大，公司将面临一定资金压力。

总体看，公司取得的土地价格较为合理，现有土地储备丰富，可满足未来较长时期的开发需求，充分保证了公司未来经营发展的需要。同时，考虑到公司未付土地款规模较大，使公司面临较大对外融资压力；公司部分土地位于三、四线城市，目前房地产地区分化趋势使其未来预期收益实现具有一定不确定性。

在分析土地储备情况，有必要分析一下公司的在建与拟建项目情况。在建项目方面，截至2015年底，公司主要在建住宅、商业写字楼及酒店等各类项目合计51个，总建筑面积合计约4,126.38万平方米，总投资额合计2,500.88亿元，已完成投资额1,334.61亿元。从地域分布看，公司在建项目相对集中于华北和华南地区，合计建筑面积占总建筑面积的65.20%；从城市分布看，公司各地区在建项目均以直辖市、省会、经济发达城市等一二线城市为主，针对目前国内房地产市场分化情况明显的局面，公司项目分布设置有利于降低未来房地产市场波动风险。

表 11 截至 2015 年底公司主要房地产在建项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

地区	项目数量	总建筑面积	总投资额	截至 2015 年底 已完成投资额
北京	4	309.85	340.26	177.79
天津	5	473.80	366.09	189.18
西安	2	158.87	62.54	47.21
太原	4	333.86	130.39	108.87
大同	1	210.98	77.11	23.84
包头	1	146.36	58.93	12.14
华北地区合计	17	1,633.72	1,035.32	559.02
广州	6	179.06	141.39	109.20
惠州	3	463.22	98.26	54.04
海南	4	342.10	236.44	89.02
梅州	1	235.16	82.92	19.99
佛山	1	22.75	21.24	13.87
珠海	1	13.45	10.79	5.30
福州	1	29.21	31.28	24.44
华南地区合计	17	1,284.95	622.32	315.86
哈尔滨	2	168.25	134.05	59.80
沈阳	2	43.20	27.34	20.64

东北地区合计	4	211.45	161.39	80.43
上海	2	96.92	154.63	95.45
南京	2	105.83	89.68	70.31
杭州	2	44.50	59.23	38.29
无锡	3	88.52	87.45	43.17
湖州	1	46.20	20.31	6.37
华东地区合计	10	381.97	411.30	253.59
成都	1	86.05	56.33	28.46
重庆	2	528.24	214.22	97.24
西南地区合计	3	614.29	270.55	125.70
合计	51	4,126.38	2,500.88	1,334.61

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2015 年底，根据公司战略布局及拿地情况，公司共有主要拟建项目 17 个，以住宅项目为主，同时伴有商业、写字楼、公寓等其他类项目，总建筑面积合计 683.72 万平方米。

表 12 截至 2015 年底公司主要房地产拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	项目类别
福州金水湖项目	26.21	住宅、酒店及商业
莆田玉湖新城项目	43.39	住宅
湘江富力城	329.86	住宅
石家庄平山项目	49.89	住宅
石家庄富力城项目	21.89	住宅及商业
太原蒙山项目	30.71	住宅
重庆富力南山公馆	3.10	住宅及商业
天津柳林外项目	3.26	住宅及商业
杭州市余杭区海创园项目	8.00	商业
滁州富力新城项目	77.08	住宅
北京富力新城（二期）	13.81	住宅及商业
广州萝岗笔村	14.34	住宅
郑州花园口项目	26.16	住宅
境内小计	647.70	
澳大利亚福式加莱项目	16.32	住宅及商业
澳大利亚布里斯本 1 号	7.75	住宅及商业
澳大利亚袋鼠角项目	2.95	住宅及商业
布里斯班西区项目	9.00	住宅及商业
海外小计	36.02	
合计	683.72	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目充足，地区分布顺应国内房地产行业发展及公司经营战略，有利于公司持续经营发展，但在建及拟建项目整体规模及对外融资需求大，公司未来将面临较大融资压力。

投资性物业

公司是国内较早涉足商业地产的房地产公司，在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力巨大的商业物业，公司作为投资性物业而长期持有。

公司的投资性物业主要集中在广州和北京两大一线城市，截至 2015 年底，公司持有的投资性物业主要包括酒店 11 家、写字楼及其他商业物业 5 家，商业物业持有规模较大。

为了合理利用资源及借助外部已有一定知名度的品牌发展酒店业务，公司的酒店业务均委托国际知名的酒店管理公司进行管理。在支付固定管理费的基础上，公司对超出一定收入水平的部分给予酒店管理公司一定的提成，从而调动了酒店管理公司的经营积极性。近年来公司酒店业务呈现良好的经营状况，酒店入住率维持在较高水平、平均房价呈稳步增长的态势。2013~2015 年，公司酒店业务实现营业收入分别达到 9.01 亿元、11.09 亿元和 11.81 亿元，毛利率维持在 20% 以上的水平。

近年来，公司的房地产出租和物业管理业务的营业收入也呈现稳步增长的态势。公司对出租的投资性房地产按公允价值计量，因此没有营业成本，房地产出租业务的毛利率达 100%。

2015 年，公司自持物业实现了明显的增值，部分项目增值了 10% 以上。

表 13 2015 年公司部分持有物业增值情况（单位：元、%）

项 目	2015 年初账面值	2015 年底评估值	2015 年增值金额	增值比例
北京富力中心及广场	4,750,542,700.00	5,293,220,900.00	542,678,200.00	11.42
广州富力中心	4,626,153,000.00	4,870,117,200.00	243,964,200.00	5.27
广州家信商业中心	501,282,600.00	503,859,600.00	2,577,000.00	0.51
广州富力院士庭商铺	378,167,076.44	385,924,800.00	7,757,723.56	2.05
广州皇上皇大厦	118,907,000.00	120,771,000.00	1,864,000.00	1.57
广州富力广场商铺	368,372,100.00	378,167,900.00	9,795,800.00	2.66
重庆海洋广场	769,508,900.00	880,912,500.00	111,403,600.00	14.48
成都天汇一期商场	3,291,190,100.00	3,364,753,300.00	73,563,200.00	2.24
天津富力城商场	490,247,627.82	499,622,000.00	9,374,372.18	1.91
广州海珠城广场	2,024,828,284.62	2,069,890,500.00	45,062,215.38	2.23
合 计	18,146,298,689	19,251,950,900	1,105,652,211	6.09

总体看，公司通过经营和出租投资性物业能够获得持续稳定的收益及现金流，降低售房业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上能够抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司可持续发展能力及持续的盈利能力。

3. 关联交易

公司与关联方存在少量的关联交易。公司从关联方采购、接受劳务主要体现在采购混凝土、餐饮、环保工程等方面；向关联方销售、提供劳务主要体现在租金、设计费、建筑费等方面。2015 年，公司从关联方采购、接受劳务的金额在营业成本中的占比为 0.03%；向关联方销售、提供劳务的金额在营业收入中的占比为 0.48%。

总体看，公司的关联交易规模很小，对公司的影响很小。

表 14 近三年公司关联交易情况（单位：亿元、%）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2013 年	0.33	0.17	1.09	0.30

2014年	0.30	0.15	1.25	0.36
2015年	0.09	0.03	2.13	0.48

资料来源：公司审计报告

4. 经营效率

2013~2015年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为14.78%和21.31%，资产规模呈较快的增长状况；营业收入和净利润复合增长率分别为10.54%和-6.21%，公司经营规模平稳增长。

2013~2015年，公司的应收账款周转率波动降低，主要是因为受国家宏观调控的影响，大部分银行收紧了贷款的按揭政策，对购房客户支付购房款造成了一定的影响，具体表现在：商业地产项目方面部分购房客户采用了分期付款的方式支付购房款；在住宅项目方面部分客户按揭贷款的放款时间也有所延长，从而使得公司的应收账款周转率降至2015年的9.14次，但仍处于较高水平。公司存货周转率也呈波动降低趋势，主要是由于随着公司业务规模的不断扩张，每年新增开工面积以及新增土地储备相应增加，从而使得存货增加较多，2015年公司存货周转率为0.27次。

近三年公司的总资产周转率逐年降低，2013~2015年，公司的总资产周转率分别为0.31次、0.22次和0.25次。

表15 2015年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
万科企业	0.41	83.69	0.33
中国海外发展	0.49	19.09	0.37
保利置业集团	0.26	26.43	0.19
碧桂园	0.60	9.65	0.36
首创置业	0.24	18.14	0.16
远洋地产	0.45	54.96	0.22
上述企业平均值	0.41	35.33	0.27
富力地产	0.27	9.14	0.25

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司各项资产运营情况良好、发展速度较快，近三年，公司整体经营效率有所下滑，经营效率有待提高。

5. 经营关注

房地产市场风险

宏观经济形势的持续变化及房地产市场的波动，尤其是公司房地产开发业务主要经营地市场的波动将给公司经营带来一定的风险。公司房地产开发业务销售收入主要来自北京、天津、广州、重庆、上海、太原和海南，其中北京、天津、广州和重庆四个传统重点城市的销售额占公司总销售收入的比重在50%以上，该四个城市房地产市场的波动对公司业绩的影响较大。

存货余额较大的风险

公司的存货规模较大，近年来呈快速增长态势；同时，公司的存货周转率波动降低，存货可能会占用公司较多资金，公司可能会面临较大的去化压力。

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 2015 年底，公司土地储备面积约为 3,975.80 万平方米。公司所持有的高品质土地储备为未来持续发展提供了坚实有力的基础，但在建和拟建项目开发需要公司在未来投入持续的资金支持。因此，总体上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。

人民币汇率波动的风险

公司正在实施国际化战略，人民币汇率的波动对公司经营有重大影响。2015 年公司受到了 12.11 亿元的汇兑损失，财务费用大幅上升。若未来人民币汇率出现大幅波动，公司财务状况可能会受到一定影响。

总体看，公司未来经营受宏观经济政策、产业政策等的影响较大。

6. 未来发展

公司总体发展战略是不断巩固和发展以广州为核心的华南区域，以北京、天津为核心的华北区域以及以上海为核心的华东区域，并积极拓展其它发展潜力较大的区域性经济中心城市，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。

公司的产品发展战略是以住宅地产为主、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。

公司将根据未来业务拓展的需要，并综合考虑公司的资本结构、盈利能力、外部市场环境等多种因素，以股东利益最大化为原则，合理利用境内外资本市场，通过包括直接融资和间接融资等多种手段进行持续融资，进一步降低公司融资成本、完善公司财务结构，实现公司持续、快速、稳定发展的目标。

总体看，基于公司发展战略，公司将继续在现有运营模式下，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，力争确保公司在各核心业务区域占有并逐步扩大一定的市场份额，形成多区域、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

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 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，2013 年，公司通过收购新增惠州富茂房地产开发有限公司、惠州富茂建设投资有限公司等 14 家子公司；通过投资新设梅县富力房地产开发有限公司、无锡极富房地产开发有限公司等 42 家子公司；由于注销，广州中嘉房地产开发有限公司不再纳入合并范围。2014

年，公司通过投资新设富力（沈阳）房地产开发有限公司、重庆富力嘉盛房地产开发有限公司等 24 家子公司；通过收购新增广州市东富有经济发展有限公司、上海众弘置业发展有限公司等 8 家子公司；由于注销，广州富力百货商贸有限公司、惠州富茂物业管理有限公司和百时国际（澳门）有限公司不再纳入合并范围。2015 年，公司通过投资新设广州耀盈房地产开发有限公司、湖州富力房地产开发有限公司、包头市富力喜桂图房地产开发有限公司等 18 家子公司；通过收购新增山西蒙山佛光房地产开发有限公司、深圳市悦盈投资管理有限公司等 7 家子公司。总体看，近年来，公司合并范围新增子公司数量较多，但整体规模相对较小，对合并报表可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 1,717.84 亿元，负债合计 1,197.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）520.83 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 515.51 亿元。2015 年公司实现营业收入 348.13 亿元，净利润（含少数股东损益）65.08 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 65.54 亿元；经营活动现金流量净额为-164.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为-42.32 亿元。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,836.61 亿元，负债合计 1,344.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）491.74 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 486.46 亿元。2015 年公司实现营业收入 443.97 亿元，净利润（含少数股东损益）67.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 67.40 亿元；经营活动现金流量净额为 54.14 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.80 亿元。

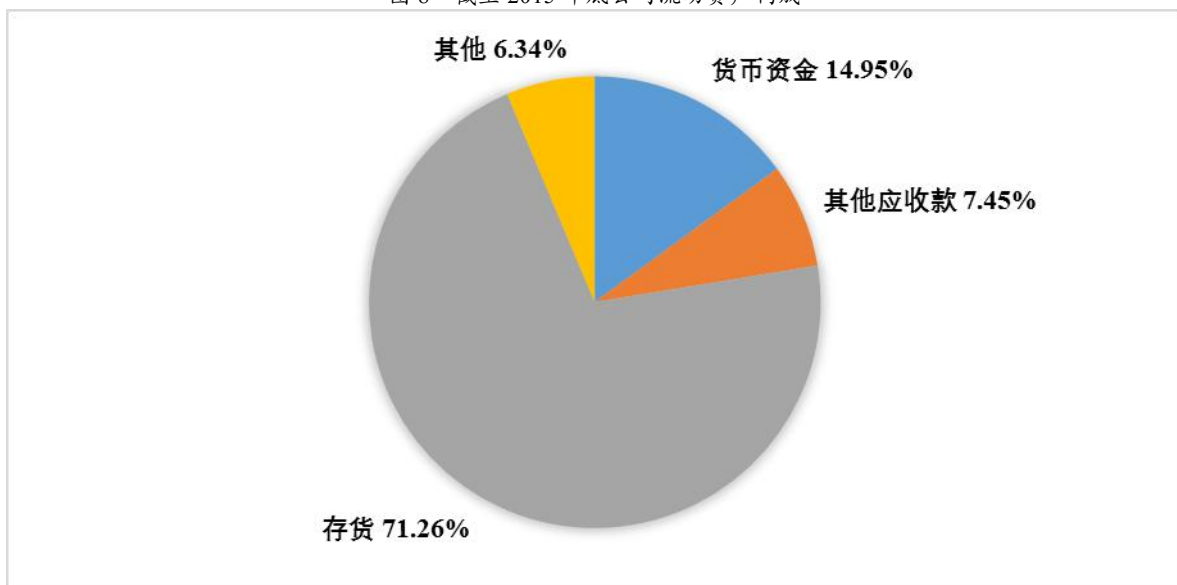
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长率为 14.78%，资产构成以流动资产为主，近三年占比均在 70%以上，流动资产高占比符合房地产开发企业的特征。截至 2015 年底，公司资产规模达 1,836.61 亿元，其中流动资产占比 77.52%，非流动资产占比 22.48%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 15.03%。截至 2015 年底，公司流动资产为 1,423.73 亿元，较上年末增加 5.09%，主要由货币资金（占比 14.95%）、其他应收款（占比 7.45%）和存货（占比 71.26%）构成（见下图）。

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金总额波动下降，年均复合减少 6.50%。截至 2015 年底，公司货

币资金为 212.84 亿元，较上年末增加 7.33%，主要系公司业务增长所致。公司的货币资金以银行存款为主，占比 99.75%，其中受限资金规模较大，占货币资金的 32.01%，主要为房款监控户、贷款保证金、利息保留户及农民工工资保证金等。

2013~2015 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 23.49%，截至 2015 年底，公司其他应收款为 106.08 亿元，较上年末增加了 21.82%，主要系关联方往来款及合作方往来款增加所致。公司其他应收款中认定为发生坏账损失可能性极小、不计提坏账准备的组合一类其他应收款占比较大，占全部其他应收款账面余额的 96.81%，按账龄计提坏账准备的组合二类及单项金额重大单独计提坏账准备的其他应收款共计提坏账准备 0.63 亿元。公司其他应收款主要包括与关联方往来款（占比 40.27%）及合作诚意金（占比 34.76%）。从其他应收款集中度来看，欠款方期末余额前五名的其他应收款占比 51.27%，占比较集中。

表 9 截至 2015 年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收期末余额合计数的比例(%)
广州利合房地产开发有限公司	关联方往来款	2,039,376,890.00	3 年以上	19.11
		400,000,000.00	1 年以内	3.75
天津津南新城房地产开发有限公司	关联方往来款	835,607,400.00	3 年以上	7.83
		297,567,600.00	1-2 年	2.79
		40,000,000.00	1 年以内	0.37
建业住宅集团（中国）有限公司	合作诚意金	540,000,000.00	1-2 年	5.06
		300,000,000.00	1 年以内	2.81
平山县城建投资有限公司	合作诚意金	410,276,000.00	1-2 年	3.84
		131,873,212.00	1 年以内	1.24
广州市越秀区旧城改造项目办公室	保证金、押金	477,341,500.00	3 年以上	4.47
合计		5,472,042,602.00		51.58

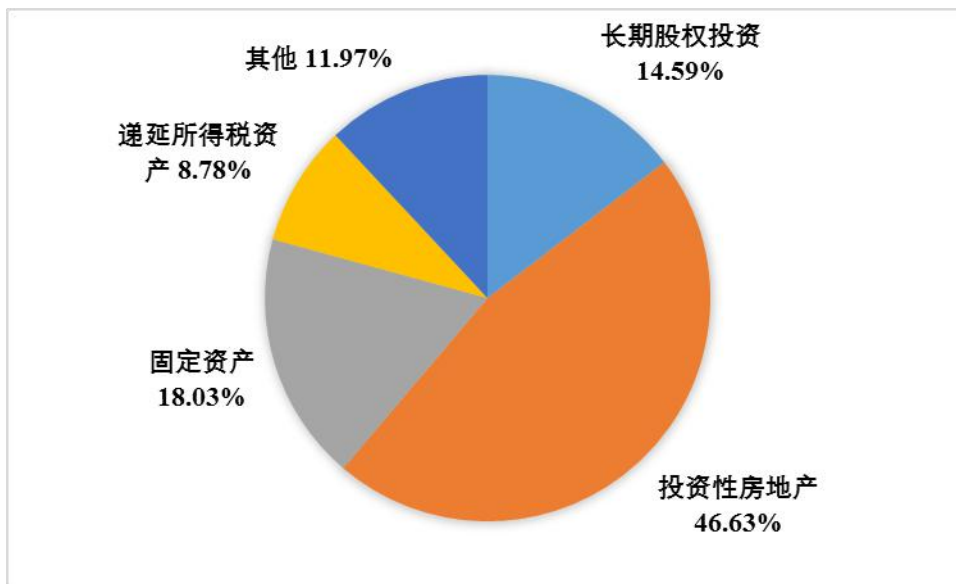
资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率达 22.75%。公司存货包括开发成本、开发产品、拟开发土地以及原材料等。开发成本是归集未竣工项目的成本；开发产品是归集公司已竣工项目的成本；拟开发土地是归集未开工项目的土地成本；原材料是归集未使用的原材料成本。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 1,014.57 亿元，较上年末变化不大，增长 2.64%。从存货构成来看，开发成本和开发产品分别占比 73.00% 和 22.05%，占比增加，拟开发土地面积占比 4.55%，占比下降。公司的土地和房地产项目位于全国具有经济活力的一、二线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。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈上升态势，近三年年均复合增长 13.95%，主要系投资性房地产、长期股权投资、在建工程和固定资产增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 412.89 亿元，较上年末增加 13.72%，主要由长期股权投资（占比 14.59%）、投资性房地产（占比 46.63%）、固定资产（占比 18.03%）和递延所得税资产（占比 8.78%）构成（见下图）。

图 10 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司长期股权投资规模稳步增长，年均增长率为 17.27%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 60.26 亿元，较上年末增加 28.10%，主要由公司与其他房地产开发商合营、联营和参股成立的房地产企业构成。公司所投资企业经营状况良好，2013~2015 年，公司分别取得投资收益 3.08 亿元、1.45 亿元和 13.30 亿元。

公司投资性房地产主要为写字楼、购物中心等，这些物业绝大多数处于广州、北京等城市的核心区域，公司以经营租赁的形式出租给第三方，对投资性房地产按公允价值计量并定期评估。2013~2015 年，公司投资性房地产以年均 10.08% 的速度增长。截至 2015 年底，公司投资性房地产总额为 192.52 亿元，较上年末增加 12.04 亿元，同比增长 6.67%，其中，公司投资性房地产公允价值增加 11.06 亿元，占全部增加额的 91.81%。因此，2015 年公司投资性房地产的增加主要是由于投资性房地产公允价值的增加所致。截至 2015 年底，公司被抵押或质押的投资性房地产达 116.86 亿元，占全部投资性房地产的 60.70%。

2013~2015 年，公司固定资产规模波动增长，年均复合增长率为 17.19%，主要系在建酒店物业工程竣工并投入使用所致。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 74.43 亿元，较上年末增长 37.72%，其中房屋及建筑物占 88.71%、运输设备占 5.41%、办公设备占 0.56%、机器设备占 2.01%、其他设备占 3.31%。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 20.94 亿元，固定资产成新率为 78.05%，成新率较高。

公司递延所得税资产规模较大，主要是由于预提费用所引起的暂时性差异所致。2013~2015 年，递延所得税资产年均复合增长 16.13%，截至 2015 年底，递延所得税资产账面余额为 36.23 亿元，较上年末增加 8.14%。

总体来看，近年来，伴随“一体化”及“多元化”战略的实施，公司保持拿地节奏，加大房地产开发力度，资产规模持续较快增长，资产结构以流动资产为主，符合房地产行业的特点。公司流动资产中，现金类资产保持较大规模；存货占比较大，存货变现能力受行业景气度以及公司房地产开发周期较长影响具有一定不确定性。公司非流动资产以投资性房地产、固定资产为主。公司整体资产质量较好。

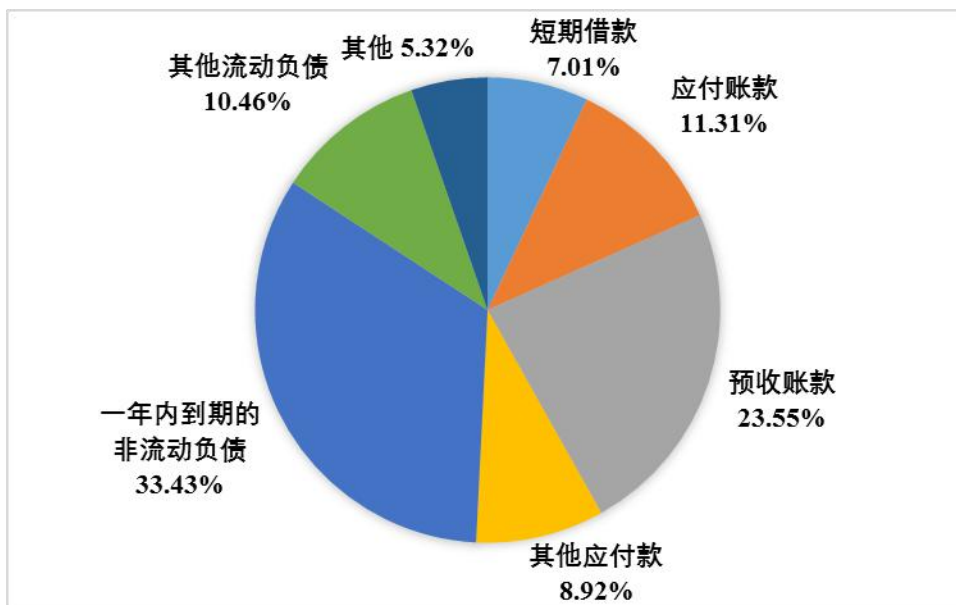
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长率为12.65%。截至2015年底，公司负债合计1,344.87亿元，较上年末增长12.35%，主要系流动负债增加所致。近三年公司负债主要以流动负债为主，截至2015年底，公司流动负债和非流动负债分别占比60.10%和39.90%。

2013~2015年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长16.14%。截至2015年底，公司流动负债合计808.20亿元，较上年末增长14.05%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。2015年底公司流动负债主要由短期借款（占比7.01%）、应付账款（占比11.31%）、预收款项（占比23.55%）、其他应付款（占比8.92%）、一年内到期的非流动负债（占比33.43%）以及其他流动负债（占比10.46%）构成（见下图）。

图11 2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司短期借款逐年大幅增加，年均复合增长49.02%。截至2015年底，公司短期借款余额为56.62亿元，较上年末增长83.52%，主要系新增27.40亿质押借款导致。质押借款、抵押借款、保证借款的占比分别为48.40%、0.66%、50.94%。

2013~2015年，公司应付账款金额波动增长，年均复合增长2.19%。截至2015年底，公司应付账款余额为91.44亿元，较上年末减少12.90%，主要系应付土地及工程款减少导致。公司应付账款主要包括应付土地及工程款（占比64.09%）和材料款（占比35.91%），其中应付土地及工程款主要是由于工程项目预算应付款金额与实际付款金额的差异。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2013~2015年，公司预收款项呈波动增长，年均复合增长率为15.09%。截至2015年底，公司预收款项合计190.31亿元，由于较上年末略减4.32%，主要系广州富力盈耀大厦等项目完工结算导致。由于预收款项届时将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

2013~2015年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少2.56%。截至2015年底，公司其他应付款余额为72.13元，较上年末增长9.66%，主要为往来款项。公司其他应付款中账龄在1年以

内的部分占比为 62.32%、1~2 年的占 20.60%、2~3 年的占 15.28%、3 年以上的占 1.80%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长率为 31.83%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 270.18 亿元，主要包括一年内到期的长期借款（占比 52.53%）和一年内到期的应付债券（占比 47.29%）。

2013~2015 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 8.08%。截至 2015 年底，公司其他流动负债为 84.54 亿元，较上年末增加 15.26%，全部为土地增值税准备金。

2013~2015 年，公司非流动负债逐年增加，年均复合增长率为 7.94%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 536.67 亿元，较上年末增加 9.89%，主要由长期借款（占比 80.72%）、应付债券（占比 11.98%）和递延所得税负债（占比 7.28%）构成。

为满足大量增加的新项目和支付土地成本的资金需求，公司逐年加大了融资力度，银行贷款为公司主要融资渠道。2013~2015 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 7.72%。截至 2015 年底，公司长期借款余额合计为 433.18 亿元，较上年末增长 29.28%，主要系抵押借款增加导致，其中抵押借款占比 81.61%、质押借款占比 9.35%、保证借款占比 9.04%。

2013~2015 年，公司应付债券规模波动增加，年均复合增长率为 4.25%。2015 年公司新发行 65 亿元境内人民币债券，到期期限为 2020 年 7 月 13 日。截至 2015 年底，公司应付债券金额为 64.30 亿元，较上年末减少 46.37%，系上年末应付境外美元债券均转至一年内到期的应付债券所致。

2013~2015 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 20.06%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债合计 39.07 亿元，较上年末增长 18.95%，主要系写字楼、购物中心等投资性房地产的公允价值变动和账面价值的差异，以及可抵扣成本税务和会计处理上的差异带来的暂时性差异。

近三年，公司有息债务规模较大，且呈逐年增加的态势，三年复合增长率为 15.83%。截至 2015 年底，公司全部债务为 824.39 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 39.64%和 60.36%。截至 2015 年底，公司短期债务主要由短期银行借款（占比 17.32%）和一年内到期的非流动负债（占比 82.68%）构成；长期债务主要由长期银行借款（占比 87.05%）和应付债券（占比 12.92%）构成。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 73.23%、62.64%和 50.30%，较上年分别上升 3.54 个百分点、6.13 个百分点和 3.64 个百分点，公司债务指标有所上升，主要系公司 2015 年偿还部分永续债使得所有者权益减少导致。

永续债券无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。公司于 2013 年和 2014 年分别发行 10.00 亿元和 145.50 亿元永续债，于 2015 年偿还 76.44 亿元永续债本金。考虑到永续债券的性质及特点，分别将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响，2013 年底、2014 年底和 2015 年底，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均高于每时点剔除前上述指标值；若将永续债券认定为普通债券，每时点上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表 16 永续债调整测算表（单位：%）

项目	时间	调整前	剔除后	调整至债务
资产负债率	2013 年底	76.03	76.58	76.75
	2014 年底	69.68	76.66	78.79

	2015 年底	73.23	76.55	77.57
全部债务资本化比率	2013 年底	64.77	65.46	65.83
	2014 年底	56.50	65.00	69.57
	2015 年底	62.64	66.68	68.70
长期债务资本化比率	2013 年底	56.47	57.22	57.77
	2014 年底	46.66	55.56	62.68
	2015 年底	50.30	54.71	58.36

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体来看，近年来，由于公司拿地节奏较快，项目开发投入加大，整体债务规模快速扩张；公司有息债务中长期债务占比较高，债务结构较为合理；在永续债计入权益的影响下，公司债务指标波动下降，但考虑到永续债的性质及特点，若剔除其对债务指标的影响或将其认定为普通债券，公司债务负担重。

所有者权益

近三年公司所有者权益波动增长，年均复合增长率为 21.31%，主要来源于未分配利润和计入所有者权益的永续债的增长。截至 2015 年底，公司所有者权益 491.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 486.46 亿元，少数股东权益为 5.28 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 1.66%，资本公积占 7.52%，盈余公积占 0.83%，未分配利润占 73.09%，其他权益工具占 16.40%。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若干子公司向第三方发行的永续债券，此类永续债无到期日，本金偿还及收入分配可由公司选择递延支付，计入公司所有者权益。公司计划于 A 股市场公开招股发行，目前处于 IPO 排队阶段，发行成功后股本将增加，所有者权益稳定性将有所增强。

总体看，目前公司所有者权益中未分配利润及永续债的占比偏高，权益的稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司的营业收入分别为 363.37 亿元、348.13 亿元和 443.97 亿元，呈波动增长，年均复合增长 10.54%。房产销售是公司收入的主要来源，近年来在主营业务收入中的占比较为稳定，2015 年占到公司主营业务收入的 91.99%。2015 年公司实现利润总额 90.60 亿元，同比增加 2.07%，基本保持稳定。

从利润构成看，公司利润主要来自于房地产销售、出租以及酒店服务等主营业务，但是投资性物业公允价值变动所带来的收益以及长期股权投资收益也对公司利润有一定贡献。由于公司对外出租的写字楼、商场等投资性物业采用公允价值计量，公司每年都要对其进行评估，公允价值波动可能对公司经营业绩和财务状况稳定性产生一定影响。2013~2015 年，公司投资性物业评估增值产生的公允价值变动收益分别为 24.36 亿元、16.11 亿元和 10.80 亿元，占当期利润总额的比例分别为 23.13%、18.15%和 11.92%，投资性物业公允价值变动收益波动对公司利润总额影响较大。2013~2015 年公司长期股权投资所带来的投资收益分别为 3.05 亿元、1.45 亿元和 13.25 亿元，占当期利润总额的比例分别为 2.90%、1.63%和 14.62%，长期股权投资收益波动较大。2015 年，公司投资性物业公允价值变动收益较上年减少 32.95%，公司投资收益较上年大幅增长，增长率达 819.71%，原因系合营公司投资性房地产公允价值增加导致按权益法核算的长期股权投资收益增加。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用收入比分别为 11.66%、11.80%和 11.91%，公司费用支出逐年上升，对公司利润侵蚀明显。2013~2015 年，公司的销售费用和管理费用逐年增长，

年均复合增长率分别为 19.67%和 14.08%。2013~2015 年，公司财务费用波动增长，年均复合增长率为 6.24%；近三年财务费用支出波动较大，2014 年由于利息支出中资本化利息快速增长，计入财务费用利息支出大幅下降，2015 年受 12.11 亿元的汇兑损益影响，财务费用再次大幅上升。2015 年，公司期间费用为 52.89 亿元，同比上升 28.75%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 16.96%、45.01%和 38.03%，管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。

从各项盈利指标来看，近三年，受房地产宏观调控的影响，公司各项盈利指标均出现了一定程度下滑。2013~2015 年，公司营业利润率逐年下降，三年分别为 32.91%、31.95%和 26.46%。2015 年，受汇兑损益等因素影响，公司总资本收益率较上年下降 0.81 个百分点，为 6.08%；总资产报酬率较上年下降 0.66 个百分点，为 5.61%；净资产收益率较上年下降 1.93 个百分点，为 13.30%。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于较高水平（如下表所示）。

表 17 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率（平均）	总资产报酬率	销售毛利率
万科企业	19.24	7.55	24.79
中国海外发展	20.51	12.66	30.19
保利置业集团	-10.18	-0.11	11.51
碧桂园	15.21	4.71	20.19
首创置业	17.62	4.29	11.61
远洋地产	5.49	3.82	20.61
富力地产	13.30	5.61	38.22

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司收入规模显著增长，同时费用收入比也有所增长，公司利润规模呈上升态势，盈利能力基本保持平稳，且处于行业较好水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 -65.82 亿元、-164.22 亿元和 54.14 亿元。2015 年公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态，主要系销售增长、库存消化以及往来款减少所致。经营活动现金流入方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 441.32 亿元，同比增长 14.50%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 18.20 亿元，同比减少 49.01%，主要为往来款；2015 年，公司经营活动现金流入为 459.51 亿元，同比增长 9.12%。经营活动现金流出方面，2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 244.49 亿元，同比减少 36.52%；支付其他与经营活动有关的现金 58.90 亿元，同比减少 44.62%，主要为往来款及支付与购买土地相关的其他费用；2015 年，公司经营活动现金流出为 405.37 亿元，同比减少 30.75%。从收入实现质量来看，公司的现金收入比呈波动上升的趋势，近三年现金收入比分别为 97.80%、110.71%和 99.40%，收入实现质量尚可，主要系公司预售情况较好所致。

从投资活动情况来看，公司近三年投资活动现金流均呈现净流出的状态，2013~2015 年，投资活动现金净流出分别为 20.63 亿元、19.24 亿元和 19.97 亿元，净流出规模保持稳定。2013~2015 年，公司投资活动现金流入逐年上升，年均复合增长 282.43%，2015 年为 2.42 亿元，同比增加 84.31%，主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额；2013~2015 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 3.75%，2015 年，公司投资活动现金流出 22.39 亿元，同比上升 8.92%，主要系公司构建固定资产和其他长期资产支付的现金、投资支付的现金上升所致。其中购

建固定资产、无形资产等支付的现金占比较大，2015年为15.98亿元，主要为公司对多个在建酒店等自持物业的建设投入。

从筹资活动情况来看，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为194.35亿元、140.85亿元和-25.10亿元。公司筹资活动现金流出主要系支付分红款及偿还银行贷款和到期债券等，筹资活动现金流入主要系取得银行借款和发行债券。2015年，公司筹资活动现金流入452.44亿元，同比增加3.56%，主要系公司取得银行借款所致；筹资活动现金流出477.54亿元，同比增加61.31%，主要系偿还到期公司债券、银行借款以及赎回永续债券所致。

总体看，2015年，公司减缓土地储备和项目开发节奏，使得经营活动现金由净流出转为净流入的状态；公司收入实现质量有所下降但仍保持在较高水平；投资活动现金净流出的规模波动下降；筹资活动现金由于偿还银行借款及永续债由净流入转为净流出状态。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率呈波动下降态势；速动比率呈逐年下降态势。截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为1.76倍和0.51倍；现金短期债务比为0.65倍，现金类资产对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，公司盈利水平较高，EBITDA年均复合下降9.93%，主要系2014年行业景气度下滑造成利润大幅下滑所致。2015年公司EBITDA为104.41亿元，其中，利润总额90.60亿元，计入财务费用的利息支出9.15亿元，固定资产折旧3.69亿元，无形资产摊销0.97亿元。2015年，公司的EBITDA利息倍数为1.74倍，EBITDA全部债务比为0.13倍，EBITDA对全部债务的保障程度尚可。公司发行的永续债券总额（79.78亿元）存在偿付可能，若将其认定为长期债务，公司2015年EBITDA全部债务比下降为0.12倍。考虑到公司拥有较大规模的土地储备和在建项目，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。综合来看，公司整体偿债能力较强。若永续债发生偿付，将对公司整体偿债能力产生一定不利影响。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年底，公司共获得商业银行授信总额966.99亿元，尚未使用的授信额度为682.16亿元，公司间接融资渠道畅通。公司于2005年7月13日在香港联交所成功上市（股票代码：HK.2777），并于2006年10月顺利完成H股增发，公司直接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2015年底，公司及下属房地产经营子公司按照房地产经营惯例为商品房购房人提供按揭担保235.30亿元，从以往历年的情况来看，公司没有发生由于上述担保连带责任而发生重大损失的情形，公司或有风险较小。

截至2015年底，公司存在一项重大未决诉讼，具体事项为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8日，北京市第二中级人民法院出具（2007）二中民初字第3100号《民事判决书》，对该案判决结果如下：一、撤销金星公司与北京华恩于2004年12月签订的《关于解除2001年7月8日签订“征地、转让合作开发协议书”的协议》及《协议书》；二、解除金星公司与北京华恩签订的《征地、转让协议书》；三、北京华恩在判决生效后15日内给付金星公司赔偿金3,000.00万元；四、驳回金星公司其他诉讼请求。北京华恩与金星公司均不服北京市第二中级人民法院（2007）二中民初字第3100号重审判决，分别于2008年5月15日和2008年5月20日向北京市高级人民法院提起上诉。截至目前，该案仍处于法院二审审理阶段。相对于公司资产规模，该事项所涉及的金额较小；并且，根据2004年12月11日公司、北

京华恩与北京华恩原股东签订的关于北京华恩股权转让事宜的相关约定，北京华恩的上述纠纷应由原股东负责解决，因此，该诉讼不会对公司的整体偿债能力产生重大不利影响。

总体看，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，或有风险较小，间接融资渠道畅通，整体偿债能力强。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2016年1月27日，公司存在已结清4笔关注类贷款，无未结清不良信贷信息记录。

根据过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司债务总额为824.39亿元，本次债券拟发行规模为125亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，但部分将用于偿还金融机构借款，对公司整体负债水平影响不大。

以2015年底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为125亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为55.87%、65.88%和74.93%，债务负担有所增加，但有利于债务结构的改善。考虑到部分募集资金将用于偿还金融机构借款，实际负债水平将低于预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2015年底的相关财务数据为基础，公司2015年EBITDA为104.41亿元，为本次公司债券发行额度（125亿元）的0.84倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高；2015年经营活动产生的现金流入459.51亿元，为本次公司债券发行额度（125亿元）的3.68倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度高；现金类资产212.84亿元，为本次债券发行额度（125亿元）的1.70倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度高。

3. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

本期债券发行规模不超过人民币29亿元（含29亿元）。截至2015年底，公司债务总额为824.39亿元，本期债券发行规模不超过29亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小，对公司整体负债水平影响较小。

以2015年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为29亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为51.71%、63.44%和73.64%，债务负担有所增加，但有利于债务结构的改善。

4. 本期公司债券偿债能力分析

本期债券发行规模不超过人民币29亿元（含29亿元）。以2015年底的相关财务数据为基础，公司2015年EBITDA为104.41亿元，为本期债券最大发行规模（29亿元）的3.60倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度高；2015年经营活动产生的现金流入459.51亿元，为本期债券最大发行规

模（29 亿元）的 15.85 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 212.84 亿元，为本期债券最大发行规模（29 亿元）的 7.34 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很强。

九、综合评价

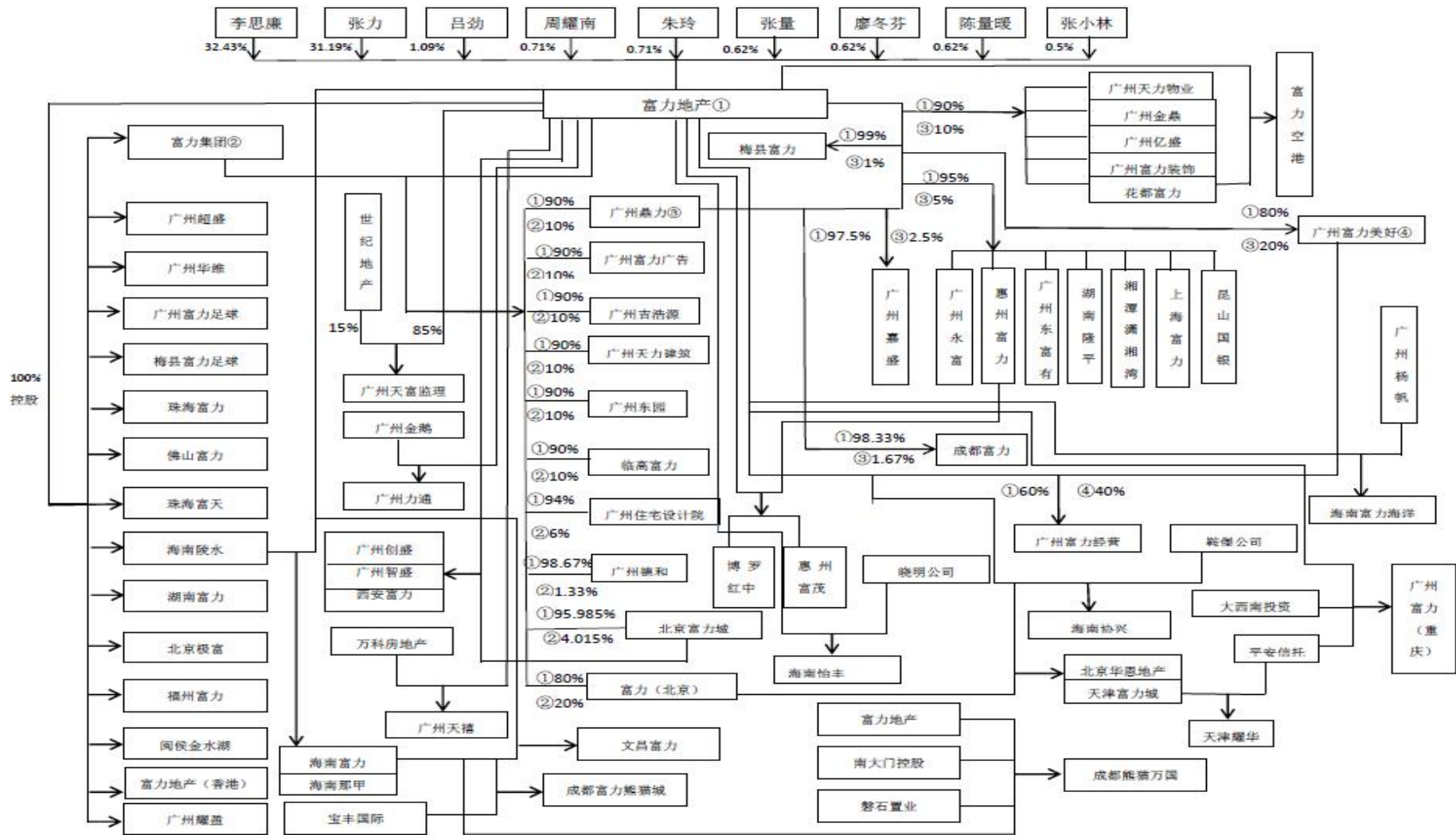
房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将会继续稳健发展。同时，包括富力地产在内的龙头房地产企业逐渐建立起更大的市场优势，有望获得比较大的生存空间。

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很强的行业竞争优势。公司近三年盈利水平较高，有助于提升整体偿债能力；目前公司债务负担合理，整体偿债能力强。同时，联合评级也关注到房地产业持续调控政策以及资本支出较大等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

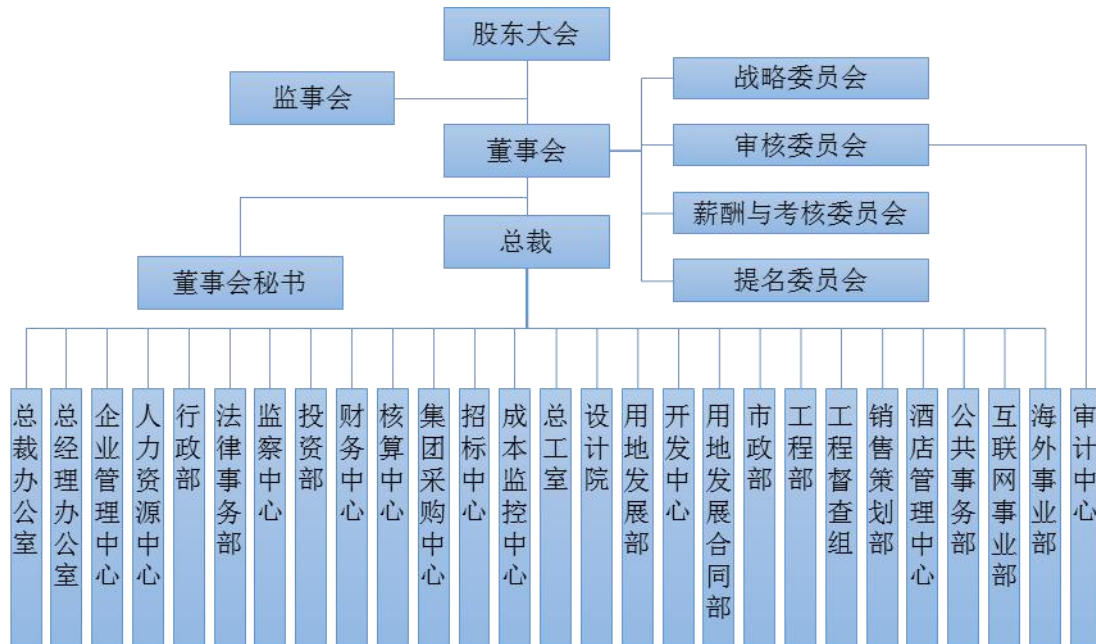
未来随着在建项目的竣工，公司可售面积有望获得增长，公司的行业地位将进一步得到巩固，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司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很小。

附件 1 广州富力地产股份有限公司股权结构图



附件 2 广州富力地产股份有限公司组织结构图



附件3 广州富力地产股份有限公司 主要计算指标

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	1,394.04	1,717.84	1,836.61
所有者权益(亿元)	334.18	520.83	491.74
短期债务(亿元)	180.95	221.05	326.79
长期债务(亿元)	433.53	455.54	497.59
全部债务(亿元)	614.48	676.59	824.39
营业收入(亿元)	363.37	348.13	443.97
净利润(亿元)	76.52	65.08	67.32
EBITDA(亿元)	128.70	102.72	104.41
经营性净现金流(亿元)	-65.82	-164.22	54.14
应收账款周转率(次)	9.50	7.36	9.14
存货周转率(次)	0.35	0.24	0.27
总资产周转率(次)	0.31	0.22	0.25
现金收入比率(%)	97.80	110.71	99.40
总资本收益率(%)	12.27	6.89	6.08
总资产报酬率(%)	10.56	6.28	5.61
净资产收益率(%)	25.43	15.22	13.30
营业利润率(%)	32.91	31.95	26.46
费用收入比(%)	11.66	11.80	11.91
资产负债率(%)	76.03	69.68	73.23
全部债务资本化比率(%)	64.77	56.50	62.64
长期债务资本化比率(%)	56.47	46.66	50.30
EBITDA利息倍数(倍)	3.33	1.78	1.74
EBITDA全部债务比(倍)	0.21	0.15	0.13
流动比率(倍)	1.80	1.91	1.76
速动比率(倍)	0.67	0.52	0.51
现金短期债务比(倍)	1.35	0.90	0.65
经营现金流动负债比率(%)	-10.98	-23.17	6.70
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.03	0.82	0.84

附件 4 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=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 5 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 2016 年公司债券（第三期）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

二零一六年五月二十八日