

跟踪评级公告

联合[2017]449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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“15 富力债”、“16 富力 01”、“16 富力 03”、“16 富力 04”和“16 富力 05”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月十四日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

广州富力地产股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 富力债	65.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2016/4/15
16 富力 01	60.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2016/4/15
16 富力 03	36.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2016/4/15
16 富力 04	19.50 亿元	6 年 (3+3)	AAA	AAA	2016/3/28
16 富力 05	9.50 亿元	7 年 (5+2)	AAA	AAA	2016/3/28

跟踪评级时间：2017 年 5 月 24 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,836.61	2,263.68	2,325.04
所有者权益 (亿元)	491.74	468.04	471.36
长期债务 (亿元)	497.59	871.70	976.16
全部债务 (亿元)	824.39	1,208.52	1,207.08
营业收入 (亿元)	443.97	538.25	46.54
净利润 (亿元)	67.32	70.66	2.20
EBITDA (亿元)	104.41	120.19	--
经营性净现金流 (亿元)	54.14	59.17	-33.64
营业利润率 (%)	26.46	24.23	31.58
净资产收益率 (%)	13.30	14.73	--
资产负债率 (%)	73.23	79.32	79.73
全部债务资本化比率 (%)	62.64	72.08	71.92
流动比率 (倍)	1.76	2.04	2.22
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.74	1.70	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.55	0.63	--

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、公司 2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，得益于房地产行业回暖，广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）房地产开发业务稳步发展，酒店、物业出租等辅业发展态势良好，营业收入大幅增长；公司在综合实力、开发规模、“一体化”和“多元化”经营模式、品牌、土地储备等方面仍具有很强的行业竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下“联合评级”）也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司在建项目未来资本支出压力大，债务负担仍属较重等因素可能给公司经营与发展带来的不利影响。

未来随着在建项目的推进，公司经营收入及盈利水平有望获得增长。公司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，形成多区域、多产品的利润来源结构，公司的行业地位有望进一步得到巩固。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 富力债”、“16 富力 01”、“16 富力 03”“16 富力 04”和“16 富力 05”的债项信用等级为 AAA。

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。2016 年，公司继续保持着较强的市场竞争力。

2. 2016 年，公司在房地产领域坚持一体化及多元化的发展策略，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。

3. 2016 年，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。

4. 2016 年，通过发行多期公司债券，公司债务成本及结构继续优化，现金类资产较为充裕；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，盈利能力继续保持较高水平。

关注

1. 2016 年下半年以来，多个城市密集出台多项调控政策，从限购、限贷和限价等多个方面分别进行调控；公司房地产业务仍然面临较大的政策调控风险。

2. 截至 2016 年底，公司在建项目规模较大，面临较大的资本支出压力。

3. 公司投资性房地产规模较大，未来若房地产行业出现波动，将可能给其公允价值带来不利影响，进而影响公司利润水平。

4. 2016 年，公司融资规模有所增长；目前，公司整体债务负担较重。

分析师

冯 磊

电 话：010-85172818

邮 箱：fengl@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.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

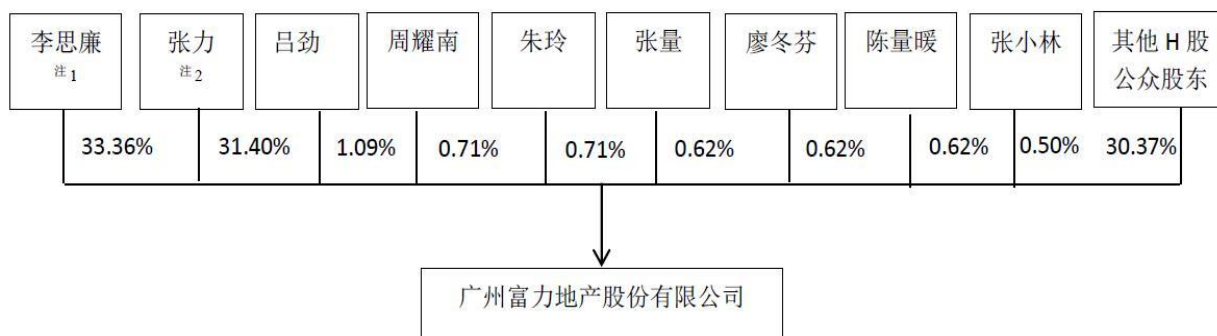
广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）前身是广州天力房地产开发公司（以下简称“天力房地产”），天力房地产是 1994 年 8 月 31 日由李思廉和张力以现金出资、以挂靠方式成立的集体企业，注册资本为 1,000 万元，挂靠单位为广州富力实业发展总公司。2000 年 8 月，公司改制为有限责任公司，名称变更为“广州天力房地产开发有限公司”（以下简称“天力有限公司”），注册资本为 1,000 万元，李思廉和张力各占 50.00%；2001 年，公司注册资本变更为 50,985.60 万元，出资人为李思廉、张力、吕劲、周耀南和朱玲。

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股票的意见》（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”）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 2016 年底，公司股本为 80,559.18 万元。其中，李思廉持有 33.36% 的股权，张力持有 31.40% 的股权，二人合计持股比例为 64.76%。公司实际控制人为李思廉和张力，两人为一致行动人。

图 1 截至 2016 年底公司股权结构图



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%。

2016 年，公司主营业务未发生变更，依然采取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，坚持以广州、深圳为核心的珠三角区域，北京、天津为核心的京津冀区域，上海、杭州等为核心的长三角区域，太原以及海南为重点发展区域的区域发展战略。截至 2016 年底，公司合并范围内拥有子公司 282 家，在职员工 20,867 人。

截至 2016 年底，公司合并口径资产总额 2,263.68 亿元，负债合计 1,795.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）468.04 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 461.50 亿元。2016 年，公司实现营业收入 538.25 亿元，净利润（含少数股东损益）70.66 亿元，其中，归属于母公司所有者的

净利润 70.40 亿元；经营活动现金流量净额为 59.17 亿元，现金及现金等价物净增加额为 108.36 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径资产总额 2,325.04 亿元，负债合计 1,853.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）471.36 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 463.70 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.54 亿元，净利润（含少数股东损益）2.20 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.29 亿元；经营活动现金流量净额为-33.64 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -7.84 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、债券发行及募集资金使用情况

1. 15 富力债

2015 年 6 月，经中国证监会证监许可（2015）1322 号文核准批复，公司获准发行不超过 65.00 亿元的公司债券。2015 年 7 月 13 日，公司发行“2015 年广州富力地产股份有限公司公司债券”，发行规模 65 亿元，发行期限 5 年，含第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 4.95%，该公司债券已于 2015 年 8 月 25 号上市，债券简称“15 富力债”，债券代码 122395.SH，募集资金全部用于偿还银行贷款。截至 2016 年底，“15 富力债”募集资金用途与募集说明书的相关承诺保持一致，募集资金已经使用完毕。2016 年 7 月 13 日，公司支付了“15 富力债”2015 年 7 月 13 日至 2016 年 7 月 12 日期限内的利息。

2. 16 富力 01、16 富力 03、16 富力 04 和 16 富力 05

2015 年 12 月，经中国证监会证监许可（2015）3065 号文核准批复，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 125.00 亿元（含 125.00 亿元）的公司债券，采用分期发行方式。

2016 年 1 月 11 日，公司发行了“广州富力地产股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，发行规模 60 亿元，发行期限 5 年，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 3.95%，该公司债券已于 2016 年 3 月 9 号上市，债券简称“16 富力 01”，债券代码 136140.SH。截至 2016 年底，“16 富力 01”募集资金已按照募集说明书规定全部用于偿还金融机构借款和补充营运资金。2017 年 1 月 11 日，公司支付了“16 富力 01”债券 2016 年 1 月 11 日至 2017 年 1 月 10 日期限内的利息。

2016 年 1 月 22 日，公司发行了“广州富力地产股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”，发行规模为 36 亿元，期限为 5 年，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率 3.95%，该公司债券已于 2016 年 3 月 11 日上市，债券简称“16 富力 03”，债券代码 136188.SH。

“16 富力 03”债券募集资金用于偿还金融机构借款和补充营运资金。截至 2016 年底，“16 富力 03”募集资金专项账户余额 23.29 万元，资金的使用与募集说明书相关承诺一致。2017 年 1 月 23 日，公司支付了“16 富力 03”债券 2016 年 1 月 22 日至 2017 年 1 月 21 日期限内的利息。

2016 年 4 月 7 日，公司发行了“广州富力地产股份有限公司 2016 年公司债券（第三期）”，其中品种一发行规模为 19.50 亿元，期限为 6 年，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率 3.48%。品种一债券已于 2016 年 5 月 3 日上市，债券简称“16 富力 04”，债券代码 136360.SH；品种二发行规模为 9.5 亿元，期限为 7 年，含第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率 3.95%，品种二债券已于 2016 年 5 月 3 日上市，债券简称“16

富力 05”，债券代码 136361.SH。“16 富力 04”和“16 富力 05”债券募集资金均用于偿还金融机构借款和补充营运资金。截至 2016 年底，“16 富力 04”和“16 富力 05”债券募集资金专项账户余额分别为 27.06 万元和 9.73 万元，资金的使用与募集说明书相关承诺一致。2017 年 4 月 7 日，公司支付了“16 富力 04”和“16 富力 05”债券 2016 年 4 月 7 日至 2017 年 4 月 6 日期限内的利息。

本报告所跟踪债券如下表所示。

表1 本报告所跟踪公司债券相关情况

债券简称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）
15 富力债	122395.SH	65.00	5 年（3+2）	4.95
16 富力 01	136140.SH	60.00	5 年（3+2）	3.95
16 富力 03	136188.SH	36.00	5 年（3+2）	3.95
16 富力 04	136360.SH	19.50	6 年（3+3）	3.48
16 富力 05	136361.SH	9.50	7 年（5+2）	3.95
合计	--	190.00	--	--

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

三、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2016 年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，较上年增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016 年，全国房屋新开工面积 166,928 万平方米，较上年增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，较上年增长 8.7%。房屋竣工面积 106,128 万平方米，增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，较上年增长 4.6%。房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，比上年增长 3.2%。其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，增长 1.9%。

需要注意的是，2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

（2）行业供需

土地供应方面，2016 年房地产开发企业土地购置面积为 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地

供应收缩，导致“地王”频现。2016年9月，100大中城市成交土地溢价率为80.10%，达到峰值；此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降。截至2016年底，成交土地溢价率为27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016年商品房销售面积为157,349万平方米，较上年增长22.5%。其中，住宅销售面积较上年增长22.4%，办公楼销售面积较上年增长31.4%，商业营业用房销售面积较上年增长16.8%。2016年，商品房销售额117,627亿元，增长34.8%，增速回落2.7个百分点。其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016年12月，百城住宅价格指数同比增长18.71%。我国房价自2002年至今一直处于波动上升的态势，截至2016年底，百城住宅平均价格13,035元/平方米，已达到新的历史高点。

截至2016年底，全国商品房待售面积为69,539万平方米，比上年末下降3.2%，但较11月底增加444万平方米，连续9个月库存下降的态势被打破。截至2015年底，我国商品住宅待售面积4.52亿平方米，2016年底降至4.03亿平方米，下降了11.00%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较2015年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业政策

2016年2月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。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》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016年下半年，随着房地产市场持续快速升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016年9~10月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016年9月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10月12日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10月21日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在

防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

表 2 2016~2017 年 3 月房地产行业新出台主要政策

出台政策时间	政策类别	政策内容	影响判断
2016 年 2 月	指导性政策	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	持续刺激需求
2016 年 2 月 2 日	信贷政策	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	刺激需求，加大地方调整自主权，分化调控
2016 年 2 月 19 日	税收政策	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）	持续刺激需求
2016 年 6 月 3 日	指导性政策	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》	持续刺激需求
2016 年 9 月 30 日	限购政策、信贷政策	2016 年 9 月 30 日至 2016 年底中旬，已有 20 余个城市出台相关房地产限购限贷政策	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期
2016 年 12 月 14 日	指导性政策	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位	保障刚性需求，抑制投资性购房
2017 年 2 月	指导性政策	到 2018 年年底，在相关地区建立符合城乡统一建设用地市场要求，产权明晰、市场定价、信息集聚、交易安全的土地二级市场，市场规则基本完善，土地资源配置效率显著提高，形成一批可复制、可推广的改革成果，为构建城乡统一的建设用地市场、形成竞争有序的土地市场体系、修改完善相关法律法规提供支撑。	规范市场规则，完善相关体系
2017 年 3 月	限购政策、信贷政策	北京、广州、郑州、南京、杭州、福州、长沙、石家庄等 24 个城市新一轮限购、限贷措施出台。	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

（4）行业关注

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。由于近年来政府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；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近年来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。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，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

房企利润率普遍下滑

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，地价占比逐渐攀升；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。

（5）未来发展

调控政策去行政化

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。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，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。

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是成为关键投入，技术性投入比重加大。

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，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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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、管理分析

2016年，公司董事、监事及高级管理人员无变动，管理方式及管理制度未发生重大变化。公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司依然采取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，2016年，公司营业收入和净利润分别为538.25亿元和70.66亿元，均较上年有所增长，主要系公司当年结转规模增长所致。

2016年公司主营业务收入依然较为突出，在营业收入中占比为99.82%。房地产开发与销售是公司主营业务收入最重要的来源，2016年房产开发与销售业务收入在主营业务收入中的比重为92.11%，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。2016年，房地产开发与销售业务收入494.89亿元，同比大幅增长21.46%，主要系2016年公司房地产项目结转规模大幅增长所致。

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。2016年，公司房地产开发与销售业务的毛利率为33.41%，较上年下降6.12个百分点，主要系2016年结转收入的项目以太原、南京、杭州、无锡、包头、哈尔滨等二、三线城市居多，该类区域本身房地产业务毛利率相对一线城市较低所致，受此影响2016年公司主营业务毛利率下降至31.93%。

表3 2015~2016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		
	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
商业物业租赁	8.57	1.94	100.00	9.18	1.71	100.00
酒店服务	11.81	2.67	26.90	13.62	2.53	19.79
其他服务	15.08	3.41	-25.31	19.61	3.65	-28.78
合计	442.91	100.00	38.15	537.30	100.00	31.93

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年公司经营稳健，得益于结转规模大幅增长，公司收入规模大幅增长；但同时受当年结转项目土地和建筑成本较高影响，公司毛利率水平有所下降，但仍处于较高水平。

2. 业务运营

土地储备方面，2016年，公司土地收购的整体方向继续以稳健及均衡为主；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，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。截至2016年底，公司土地储备总权益建筑面积约4,296.50万平方米（其中投资性物业权益建筑面积139.60万平方米），位于国内32个城市和地区以及海外的3个城市，分布较广，根据公司过往开发节奏，可满足公司未来至少5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2016年底，公司权益可售面积合计约3,848.10万平方米，根据公司过往销售节奏，可满足公司未来几年的销售需求。从城市分布看，公司储备项目主要以直辖市、省会、经济发达城市等一、二线城市为主，未来收益较有保障。同时，公司在马来西亚柔佛新山、澳大利亚墨尔本和布里斯本均有项目。

表4 截至2016年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

地区	总建筑面积	权益可售面积
广州	115.20	95.30
深圳	44.20	24.80

佛山	21.20	17.00
珠海	38.80	35.20
惠州	288.20	273.40
梅州	159.50	141.20
海南	317.80	310.40
长沙及周边地区	336.60	329.90
福州及周边地区	102.20	98.10
南昌	20.30	20.30
南宁	29.40	16.60
重庆	454.70	435.60
成都	16.90	12.20
贵阳	6.70	4.80
上海及周边地区	51.00	28.70
南京及周边地区	98.70	87.30
杭州及周边地区	82.40	65.80
宁波	78.30	68.40
无锡及周边地区	141.70	133.40
北京及周边地区	150.30	113.50
石家庄	79.20	71.80
秦皇岛	23.20	23.20
天津	381.40	352.70
烟台	19.70	19.70
西安	32.50	29.90
太原	230.40	186.10
大同	188.50	183.30
哈尔滨	132.70	113.70
潘阳	14.00	7.00
包头	119.90	116.50
呼和浩特	21.70	21.70
郑州	65.10	32.00
马来西亚柔佛新山	257.00	209.00
澳大利亚墨尔本	16.30	16.30
澳大利亚布里斯本	21.20	19.80
投资物业	139.60	133.50
合计	4,296.50	3,848.10

资料来源：公司年报

项目开发方面，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，2016年，公司新开工建筑面积601.10万平方米，较上年大幅增长104.46%，主要系房地产行业回暖，公司加大了开工力度所致。2016年，公司竣工面积540.40万平方米，截至2016年底，公司在建总建筑面积为1,275.00万平方米，较年初变动不大。

在建项目方面，截至2016年底，公司主要在建项目合计53个，其中华北地区16个、华南地区18个、东北地区4个、华东地区11个、华中地区1个、西南地区3个。公司主要在建项目总投资额2,671.70亿元，已完成投资1,369.94亿元，尚需投资1,301.76亿元，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64.73%。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，公司项目分散区域布局有利于降低未来区域房地产市场波动风险。截至2016年底，公司主要在建项目如下表所示。

表5 截至2016年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	2	240.35	259.86	126.41
天津	4	432.02	345.37	171.67
太原	6	403.08	190.91	140.70
西安	2	158.87	68.54	49.89
包头	1	146.36	58.93	27.89
大同	1	210.98	77.11	25.30
华北地区合计	16	1,591.66	1,000.73	541.86
广州	5	151.68	65.42	34.56
佛山	1	22.75	21.24	16.72
珠海	1	13.45	10.79	7.23
惠州	4	484.34	234.47	85.90
海南	4	354.53	277.73	100.20
梅州	1	235.16	82.92	27.77
福州	1	29.21	31.28	26.61
莆田	1	43.39	26.34	11.02
华南地区合计	18	1,334.51	750.19	310.01
哈尔滨	2	168.25	134.05	70.80
沈阳	2	43.20	29.34	25.66
东北地区合计	4	211.45	163.39	96.46
上海	2	96.70	155.13	106.32
杭州	2	24.51	31.95	22.23
南京	3	182.90	115.85	80.23
无锡	3	88.52	87.45	54.19
湖州	1	46.20	20.31	8.31
华东地区合计	11	438.83	410.68	271.29
成都	1	86.05	56.33	31.85
重庆	2	528.24	214.22	101.94
西南地区合计	3	614.29	270.54	133.79
长沙	1	329.86	76.17	16.53
华中地区合计	1	329.86	76.17	16.53
合计	53	4,520.59	2,671.70	1,369.94

资料来源：公司提供

房屋销售方面，得益于公司全国化布局战略的稳步实施以及我国房地产行业回暖，2016年公司协议销售面积及协议销售金额均快速增长，分别为469.35万平方米和608.65亿元，同比分别增长14.19%和11.88%。2016年，协议销售均价为12,967.93元/平方米，较上年下降2.02%，主要系2016年一线城市销售占比同比有所下降所致。结转方面，2016年，公司房地产结转销售面积420.95万平方米，结转收入494.89亿元，同比分别增长19.79%和21.46%；2016年，公司房地产项目平均结转价格11,756.50元/平方米，较上年变化不大。

表 6 2015~2016 年公司房地产销售及结转情况

项目	2015 年	2016 年
协议销售面积（万平方米）	411.04	469.35
协议销售金额（亿元）	544.00	608.65
协议销售均价（元/平方米）	13,234.72	12,967.93
结转销售面积（万平方米）	351.42	420.95
结转销售收入（亿元）	407.44	494.89
平均结转价格（元/平方米）	11,594.30	11,756.50

资料来源：公司提供

分地区来看，2016年，公司房地产销售主要集中于华南地区和华北地区，两地区协议销售面积分别为173.96万平方米和250.40万平方米，占比分别为37.06%和53.35%；华南地区和华北地区协议销售面积分别同比增长16.00%和3.00%。协议销售金额方面，华南地区为193.23亿元（占比31.75%），华北地区为358.60亿元（占比58.92%），同比增长均为10.00%。

表 7 2016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	较 2015 年变动	协议销售金额	占比	较 2015 年变动
广州	26.83	5.72	-41.00	62.86	10.33	-44.00
惠州	37.89	8.07	71.00	36.06	5.92	122.00
重庆	30.85	6.57	25.00	16.91	2.78	30.00
成都	10.16	2.16	-27.00	6.33	1.04	-16.00
福州及周边	20.35	4.34	197.00	29.84	4.90	125.00
梅州	31.66	6.75	6.00	16.33	2.68	7.00
贵阳	4.49	0.96	221.00	4.25	0.70	248.00
佛山	4.59	0.98	139.00	6.48	1.06	88.00
南宁	2.32	0.49	2,220.00	2.40	0.39	1,579.00
珠海	3.74	0.80	6.00	10.96	1.80	17.00
长沙及周边	1.08	0.23	--	0.81	13.31	--
华南地区合计	173.96	37.06	16.00	193.23	31.75	10.00
北京及周边	35.69	7.60	-43.00	77.16	12.68	-25.00
天津	40.92	8.72	12.00	72.08	11.84	21.00
太原	29.88	6.37	-46.00	28.97	4.76	-40.00
西安	4.21	0.90	42.00	3.15	0.52	8.00
潘阳	8.21	1.75	33.00	5.67	0.93	6.00
哈尔滨	9.74	2.08	-4.00	12.52	2.06	-24.00
上海及周边	15.30	3.26	125.00	44.51	7.31	90.00
杭州及周边	29.50	6.29	85.00	38.66	6.35	76.00
南京及周边	14.02	2.99	38.00	22.63	3.72	36.00
无锡	25.25	5.38	73.00	25.66	4.22	105.00
大同	10.21	2.18	143.00	5.08	0.83	134.00
包头	18.67	3.98	33.00	12.58	2.07	41.00
郑州	8.80	1.87	175.00	9.93	1.63	229.00
华北地区合计	250.40	53.35	3.00	358.60	58.92	10.00
海南	38.29	8.16	223.00	41.28	6.78	166.00
马来西亚柔佛新山	4.85	1.03	-20.00	7.63	1.25	-25.00

澳大利亚布里斯本	1.85	0.39	340.00	7.91	1.30	356.00
合计	469.35	100.00	14.00	608.65	100.00	12.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

酒店业务方面，公司酒店主要位于广州、惠州、成都、重庆、北京和海南等地，均为 4~5 星级豪华酒店，2016 年，公司新增两家酒店，为海南香水湾富力万豪度假酒店（贵宾楼）和重庆富力假日酒店；公司酒店均由国际知名酒店管理公司运营，具有较强竞争力。2016 年，公司酒店业务实现稳健增长，营业收入同比增长 15.33%至 13.62 亿元，毛利率同比下降 7.11 个百分点至 19.79%，主要系新开业酒店尚处于客流量培育期，入住率较低，拉低了公司酒店业务整体毛利率所致。

自持物业方面，商业物业出租业务保持稳定增长，2016 年实现收入 9.18 亿元。2016 年，公司位于北京的自持物业出现明显增值，其中北京富力城地下综合体项目增值率 32.09%、北京富力中心及广场增值率为 18.69%。

表 8 2016 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	52,279.80	69,056.80	32.09
北京富力中心及广场	529,322.09	628,261.09	18.69
广州富力中心	487,011.72	516,437.53	6.04
广州家信商业中心	50,385.96	50,670.89	0.57
广州富力院士庭商铺	38,592.48	39,237.78	1.67
广州皇上皇大厦	12,077.10	12,263.54	1.54
广州富力广场北区商铺	1,955.17	2,000.81	2.33
广州富力广场商铺	37,816.79	38,455.06	1.69
重庆海洋广场	88,091.25	89,185.16	1.24
重庆富力城商铺	34,236.15	35,062.04	2.41
成都天汇一期商场	336,475.33	352,616.82	4.80
天津富力城商场	49,962.20	50,408.18	0.89
广州海珠城广场	206,989.05	211,929.50	2.39
广州狮岭（国际）皮革皮具城	107,591.81	111,282.93	3.43
合 计	2,032,786.90	2,206,868.13	8.56

资料来源：公司提供

总体看，2016 年得益于房地产行业回暖，公司房地产开发与销售保持良好发展态势。公司现有土地储备丰富，可满足未来较长时期的开发需求。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该区域未来预期收益实现具有一定不确定性。公司物业出租和酒店经营业务整体发展较为稳健，能给公司带来稳定的现金流。

3. 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。公司战略发展城市多数分布于一二线热点城市，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，在竞争激烈的二线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 2016 年底，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。

4. 未来发展

未来市场的选择方面，公司发展战略是不断巩固和发展以广州、深圳为核心的珠三角区域，北京、天津为核心的京津冀区域，上海、杭州等为核心的长三角区域，太原以及海南为重点发展区域的区域发展战略，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、巩固成本控制优势及保持较高利润率水平来保持市场的领先地位。同时公司在已布局的城市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，实现品牌价值的广告效应。此外，公司在发展物业的过程中会根据城市定住宅类型，实施滚动开发，保持业务经营的连贯性、创新性。

产品选择方面，公司将以住宅地产为主、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）。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。

发展速度方面，公司将采取稳健增长策略。公司将在业务运营中保持谨慎的态度，审慎管理并严格控制现金流，特别是在土地收购方面，需价格合理及地理位置优越，付款模式和时间等条件也必须和公司的资金配比计划相符合。公司在扩大土地储备方面将在一、二线城市作出更多收购，但目标仍集中选择位置理想的核心地块，特别是从收购到预售周期较短的地块。

总体看，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，形成多区域、多产品的利润来源结构。同时，公司还将积极探索并运用品牌经营、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。

六、财务分析

公司提供的 2015~2016 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，2016 年，公司收购了 7 家子公司，新设立了 32 家子公司。公司新收购公司及新设公司资产规模相对较小，公司财务数据可比性较强。截至 2016 年底，公司合并范围内共有子公司 282 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2,263.68 亿元，负债合计 1,795.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）468.04 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 461.50 亿元。2016 年，公司实现营业收入 538.25 亿元，净利润（含少数股东损益）70.66 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 70.40 亿元；经营活动现金流量净额为 59.17 亿元，现金及现金等价物净增加额为 108.36 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2,325.04 亿元，负债合计 1,853.68 亿元，所有者权益

(含少数股东权益) 471.36 亿元, 其中, 归属于母公司所有者权益 463.70 亿元。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 46.54 亿元, 净利润 (含少数股东损益) 2.20 亿元, 其中, 归属于母公司所有者的净利润 2.29 亿元; 经营活动现金流量净额为 -33.64 亿元, 现金及现金等价物净增加额为 -7.84 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底, 公司资产总额 2,263.68 亿元, 较年初大幅增长 23.25%, 主要系流动资产大幅增长所致; 资产构成中, 流动资产占比 78.78%, 非流动资产占比 21.22%, 构成比例较年初变化不大。

流动资产方面, 截至 2016 年底, 公司流动资产 1,783.34 亿元, 较年初增长 25.26%, 主要系货币资金大幅增长所致; 公司流动资产主要由货币资金 (占比 25.78%)、其他应收款 (占比 7.44%) 和存货 (占比 60.67%) 构成。截至 2016 年底, 公司货币资金账面余额 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所致; 公司的货币资金以银行存款为主, 占比 99.86%, 其中受限资金规模较大, 占货币资金总额的 44.95%, 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。截至 2016 年底, 公司其他应收款账面余额 133.41 亿元, 计提坏账准备 0.73 亿元, 账面价值 132.68 亿元, 较年初增长 25.07%, 主要系保证金、押金及合作诚意金增加所致; 公司其他应收款中不计提坏账准备的余额合计 129.45 亿元, 主要由关联方往来款 (占比 8.46%)、保证金和押金 (占比 39.77%) 以及合作诚意金 (占比 48.46%) 构成; 按账龄组合计提坏账准备的余额为 3.92 亿元, 计提坏账准备 0.69 亿元。截至 2016 年底, 公司存货账面价值为 1,082.00 亿元, 较年初小幅增长 6.65%, 主要系 2016 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, 开发成本 (未竣工项目)、开发产品 (已竣工项目) 和拟开发土地分别占比 63.97%、24.71% 和 11.02%; 公司的土地和房地产项目主要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。

非流动资产方面, 截至 2016 年底, 公司非流动资产总额为 480.34 亿元, 较年初增长 16.34%, 主要系投资性房地产和固定资产增长所致; 公司非流动资产主要由长期股权投资 (占比 14.49%)、投资性房地产 (占比 45.94%)、固定资产 (占比 18.65%)、无形资产 (占比 5.22%) 和递延所得税资产 (占比 8.86%) 构成。截至 2016 年底, 公司长期股权投资为 69.62 亿元, 较年初增长 15.54%, 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, 2016 年权益法下确认投资收益合计 7.80 亿元。截至 2016 年底, 公司投资性房地产账面价值 220.69 亿元, 较年初增长 14.63%, 主要系投资性房地产公允价值增加所致。截至 2016 年底, 公司固定资产账面价值为 89.58 亿元, 较年初增长 20.35%, 主要系收购企业导致房屋及建筑物增加所致; 构成主要为房屋及建筑物 (占比 86.21%) 和运输设备 (占比 9.03%), 截至 2016 年底, 公司固定资产累计折旧 27.69 亿元, 固定资产成新率为 76.39%, 成新率较高。截至 2016 年底, 公司无形资产 25.10 亿元, 较年初大幅增长 39.80%, 主要系土地使用权增加所致。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, 截至 2016 年底, 递延所得税资产账面余额为 42.54 亿元, 较年初增长 17.41%。

截至 2016 年底, 公司所有权或使用权受限的资产合计 714.39 亿元, 占资产总额的 31.56%, 资产受限比例一般。

截至 2017 年 3 月底, 公司资产总额 2,325.04 亿元, 较年初增长 2.71%; 其中流动资产占比

78.90%，非流动资产占比 21.10%，资产构成比例较年初变动不大。公司流动资产 1,834.36 亿元，非流动资产 490.68 亿元，主要构成科目较年初均无较大变化。

总体来看，2016 年，得益于项目销售回款大幅增长以及债券发行规模增长，货币资金大幅增长带动公司资产规模的大幅增长，公司资产结构仍以流动资产为主。公司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

截至 2016 年底，公司负债合计 1,795.64 亿元，较年初增长 33.52%，主要系非流动负债大幅增长所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为 48.71%和 51.29%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 874.74 亿元，较年初增长 8.23%，主要系短期借款大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 12.15%）、应付账款（占比 11.77%）、预收款项（占比 22.88%）、其他应付款（占比 9.26%）、一年内到期的非流动负债（占比 26.35%）以及其他流动负债（占比 10.49%）构成。截至 2016 年底，公司短期借款 106.31 亿元，较年初大幅增长 87.78%，主要系为满足房地产项目开发资金需求，公司扩大了短期融资规模所致。公司应付账款账面价值为 102.94 亿元，较年初增长 12.58%，主要系应付土地及工程款增加所致。公司预收款项合计 200.12 亿元，较年初小幅增长 5.16%。公司其他应付款账面价值为 80.96 亿元，较年初增长 12.24%，主要为往来款项。公司一年内到期的非流动负债为 230.51 亿元，较年初下降 14.68%，主要系公司对部分到期债务进行了偿付所致。公司其他流动负债 91.74 亿元，较年初增长 8.52%，其中预提土地增值税 88.05 亿元（占比 95.97%），待转销项税 3.69 亿元（占比 4.03%）。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 920.90 亿元，较年初大幅增长 71.60%，主要系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 41.54%）、应付债券（占比 52.88%）和递延所得税负债（占比 5.34%）构成。截至 2016 年底，公司长期借款余额合计为 382.51 亿元，较年初下降 11.70%，主要系 2016 年公司发行公司债券对部分长期借款进行置换所致；其中抵押借款占比 78.14%、质押借款占比 15.05%、保证借款占比 6.80%。公司应付债券账面价值为 486.98 亿元，较年初大幅增长 657.41%，主要系 2016 年公司发行了多期境内公司债所致。公司递延所得税负债合计 49.20 亿元，较年初增长 25.91%，主要系投资性房地产公允价值增长所致。

截至 2016 年底，公司全部有息债务为 1,208.52 亿元，较年初大幅增长 46.60%，主要系 2016 年发行多期公司债导致长期债务增长所致；其中短期债务和长期债务分别占比 27.87%和 72.13%，长期债务占比大幅上升，债务结构大幅优化；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 79.32%、72.08%和 65.07%，较上年分别上升 6.10 个百分点、9.45 个百分点和 14.77 个百分点，公司债务指标大幅上升，主要系公司 2016 年继续偿还部分永续债使得所有者权益减少，以及债券发行导致债务规模大幅增长所致。若将公司发行的永续债从所有者权益中剔除并将其做为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，截至 2016 年末，公司全部有息债务合计 1,232.56 亿元，其中短期债务占比 27.33%、长期债务占比 72.67%；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 80.39%、73.52%和 66.86%。整体看，受公司短期融资规模增加以及发行多期公司债影响，公司债务规模大幅增长，目前债务负担较重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 1,853.68 元，较年初增长 3.23%；其中流动负债占比 44.59%，非流动负债占比 55.41%，非流动负债占比略有上升。公司流动负债 826.49 亿元，较年初减少 5.52%，主要系公司对部分一年内到期的非流动负债进行了偿付所致。公司非流动负债 1,027.19 亿元，较

年初增长 11.54%，主要系长期借款和应付债券均有所增长所致；公司长期借款 439.78 亿元，较年初增长 14.97%；应付债券 536.38 亿元，较年初增长 10.14%，主要系 2017 年一季度公司成功发行了两期金额分别为 2.65 亿美元和 4.60 亿美元的美元债券所致。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 1,207.08 亿元，较年初小幅下降 0.12%；其中短期债务 230.92 亿元（占比 19.13%），长期债务 976.16 亿元（占比 80.87%）。公司短期债务占比较年初下降 8.74 个百分点，债务结构进一步优化。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 79.73%、71.92%和 67.44%，均较年初无较大变化。若将公司发行的永续债从所有者权益中剔除并将其做为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，截至 2017 年 3 月末，公司全部债务合计 1,233.47 亿元，其中短期债务占比 18.72%、长期债务占比 81.28%；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 80.78%、73.40%和 69.16%。

截至 2016 年底，公司所有者权益 468.04 亿元，较年初减少 4.82%，主要系公司永续债规模大幅下降所致，归属于母公司所有者权益为 461.50 亿元，其中股本占 1.75%，其他权益工具占 5.21%，资本公积占 8.03%，其他综合收益占 0.82%，盈余公积占 0.87%，未分配利润占 83.32%。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，截至 2016 年底，公司永续债 24.04 亿元，较年初大幅下降 69.86%，主要系 2016 年公司偿还了 79.78 亿元永续债本息并于 2016 年新发行 24 亿元永续债所致。公司计划于 A 股市场公开招股发行，目前处于 IPO 审核阶段，若能够发行成功，股本将增加，所有者权益稳定性将有所增强。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 471.36 亿元，较年初微幅增长 0.71%；归属于母公司所有者权益 463.70 亿元，较年初微幅增长 0.48%。归属于母公司所有者权益各科目构成均较年初变动不大。

总体看，2016 年，受融资规模扩大所致，公司债务规模大幅增长，公司债务负担较重；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

公司房地产业务稳健发展，收入逐年增长，2016 年公司的营业收入为 538.25 亿元，同比增长 21.23%，主要系房地产结转规模增长所致。2016 年，公司结转项目毛利率有所下降导致公司主营业务毛利率同比下降 6.22 个百分点至 31.93%。2016 年，公司投资性物业的公允价值变动收益为 17.41 亿元，较上年增长 61.21%，主要系 2016 年房地产行业回暖，主要核心城市房价普遍上涨导致公司投资性房地产公允价值增长所致。2016 年，公司投资收益 7.98 亿元，较上年减少 40.00%，主要系部分合营或联营子公司投资收益减少所致。2016 年公司实现利润总额 96.47 亿元，同比增长 6.47%；公司实现净利润 70.66 亿元，同比增长 4.97%，其中，归属于母公司的净利润为 70.40 亿元，同比增长 4.45%。2016 年，公司公允价值变动收益、投资收益占公司利润总额的比重分别为 18.05%和 8.27%；公司投资性物业公允价值变动以及长期股权投资的投资收益对利润水平影响仍然较大。

2016 年，公司费用总额 60.52 亿元，同比增长 14.44%，主要系销售规模扩大导致销售费用增长所致；费用构成中，销售费用占比 21.73%，管理费用占比 42.33%，财务费用占比 35.93%。2016 年，公司销售费用 13.15 亿元，同比增长 46.70%，主要系销售规模大幅增长所致；公司管理费用 25.62 亿元，同比增长 7.63%；财务费用 21.75 亿元，同比增长 8.12%。2016 年，公司费用收入比为 11.24%，较上年几乎无变化。

2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.88%、5.55%和 14.73%，均较上年无较大变动。从同行业对比来看，公司盈利能力处于行业较好水平。

表 9 2016 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	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.68	5.56	29.41
中国海外发展	17.89	11.83	28.76
保利置业集团	0.32	2.50	16.34
碧桂园	17.01	4.52	21.06
首创置业	7.89	2.28	15.74
远洋集团	8.69	6.23	22.10
富力地产	14.85	8.06	32.02

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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.54 亿元，净利润 2.20 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.29 亿元。

总体看，2016 年，得益于结转规模增长，公司收入规模大幅增长；公司盈利能力仍属于较强水平；但同时应关注到投资性物业公允价值变动对利润水平影响较大，未来若投资性物业公允价值出现波动，将可能对公司利润水平产生不利影响。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2016 年公司经营活动现金流入金额 576.54 亿元，同比大幅增长 25.47%，主要系 2016 年房地产行业回暖，公司协议销售规模大幅增长所致；公司经营活动现金流出金额为 517.37 亿元，同比大幅增长 27.63%，主要系 2016 年公司加大了项目开工力度所致；公司经营活动现金流量净额为 59.17 亿元，同比增长 9.29%。

从投资活动情况来看，2016 年公司投资活动现金流入金额 3.42 亿元，同比增长 41.29%，主要系处置奖励计划股份收到的现金增长所致；公司投资活动现金流出金额 22.20 亿元，同比小幅减少 0.82%；公司投资活动现金流量净额为-18.78 亿元，仍呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2016 年公司筹资活动现金流入金额 632.77 亿元，同比大幅增长 39.86%，主要系发行债券所致；公司筹资活动流入的现金主要由发行债券收到现金 421.49 亿元（占比 66.61%）、取得借款收到现金 187.18 亿元（占比 29.58%）和发行永续债收到现金 24.00 亿元（占比 3.79%）构成。公司筹资活动现金流出金额为 565.48 亿元，同比大幅增长 18.42%，主要系债务偿付支出现金规模大幅增长所致。公司筹资活动现金流量净额为 67.29 亿元，由上年的净流出状态转为净流入状态。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-33.64 亿元；投资活动现金流量净额-8.94 亿元；筹资活动现金流量净额为 34.58 亿元。

总体看，2016 年，房地产行业回暖，公司加快了土地储备和项目开发节奏，公司项目销售情况较好，经营活动现金呈净流入状态，且规模进一步增加；公司投资活动现金流入流出规模相对较小，投资活动产生的现金流仍呈净流出状态；得益于债券发行规模大幅增长，公司筹资活动产生的现金由上年的净流出转为净流入状态。考虑到公司在建项目仍存在较大的资金需求，公司未来对筹资活动仍然较为依赖。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，得益于货币资金大幅增长，公司流动资产增幅较大，流动比率和速

动比率均有所上升，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.04 倍和 0.80 倍；现金短期债务比为 1.36 倍，现金类资产对短期债务的保护程度较高。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 2.22 倍和 0.78 倍，现金短期债务比为 1.75 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，公司盈利水平较高，2016 年公司 EBITDA 为 120.19 亿元，同比增长 15.11%，主要系债务规模上升导致计入财务费用的利息支出增加所致，EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 14.35%）和利润总额（占比 80.27%）构成。EBITDA 利息倍数为 1.70 倍，EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可，对全部债务的保障程度一般。若剔除公司永续债券对所有所有者权益的影响并将其调整至长期债务，公司 2016 年 EBITDA 全部债务比仍为 0.10 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司在主要银行的授信总额为 1,166.00 亿元，尚未使用的授信额度为 880.31 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 2016 年底，公司对合营和联营公司提供的担保余额 45.71 亿元，占净资产的比重为 9.77%；公司为购买商品房的客户提供的担保的按揭担保金额 334.07 亿元，占净资产比重为 71.38%，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 2016 年底，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 2016 年底，该案尚未开庭审理，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 2016 年底，上述案件正在河北省高级人民法院一审审理过程中，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 2016 年底，上述案件正在一审审理过程中，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）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 2016 年底，上述案件正在一审审理过程中，尚未判决。

此外，公司存在一项未决仲裁，山西丰蕴热力有限公司（以下简称“丰蕴热力公司”）将公司下属子公司太原富力城房地产开发有限公司（以下简称“太原富力城公司”）作为被告，向太原市

仲裁委员会提起仲裁，仲裁请求如下：1) 解除《太原富力城锅炉系统工程建设供暖协议》；2) 裁决支付违约金 170.43 万元；3) 赔偿设备购置费、运输费、安装调试费等实际损失 0.25 亿元；4) 支付间接损失 1.23 亿元；5) 承担仲裁费、律师费（186.32 万元）。由于协商未果，丰蕴热力公司遂向太原市仲裁委员会提起上述仲裁。截至 2016 年底，上述案件正在仲裁庭审理过程中，尚未裁决。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1044010600891300B），截至 2017 年 4 月 21 日，公司未结清信贷业务中无不良和关注类记录。公司过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，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，或有风险较小，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（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）达459.69亿元，约为“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”、“16富力04”和“16富力05”债券本金合计（190亿元）的2.42倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达468.04亿元，约为债券本金合计（190亿元）的2.46倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”、“16富力04”和“16富力05”债券的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为120.19亿元，约为债券本金合计（190亿元）的0.63倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入576.54亿元，约为债券本金合计（190亿元）的3.03倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度很高。

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、经营模式、品牌、土地储备等方面具有优势，公司对“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”、“16富力04”和“16富力05”的偿还能力极强。

八、综合评价

2016年，得益于房地产行业回暖，富力地产房地产开发业务稳步发展，酒店、物业出租、物业管理、建筑施工等辅业发展态势良好，营业收入大幅增长；公司在综合实力、开发规模、“一体化”和“多元化”经营模式、品牌、土地储备等方面仍具有很强的行业竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司在建项目未来资本支出压力大，债务负担仍属较重等因素可能给公司经营与发展带来的不利影响。

未来随着在建项目的推进，公司经营收入及盈利水平有望获得增长。公司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，形成多区域、多产品的利润来源结构，公司的行业地位有望进一步得到巩固。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”；同时维持“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”“16富力04”和“16富力05”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 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 3 月
资产总额（亿元）	1,836.61	2,263.68	2,325.04
所有者权益（亿元）	491.74	468.04	471.36
短期债务（亿元）	326.79	336.82	230.92
长期债务（亿元）	497.59	871.70	976.16
全部债务（亿元）	824.39	1,208.52	1,207.08
营业收入（亿元）	443.97	538.25	46.54
净利润（亿元）	67.32	70.66	2.20
EBITDA（亿元）	104.41	120.19	--
经营性净现金流（亿元）	54.14	59.17	-33.64
应收账款周转次数（次）	9.14	8.90	--
存货周转次数（次）	0.27	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.26	--
现金收入比率（%）	99.40	95.73	283.98
总资本收益率（%）	6.08	5.88	--
总资产报酬率（%）	5.61	5.55	--
净资产收益率（%）	13.30	14.73	--
营业利润率（%）	26.46	24.23	31.58
费用收入比（%）	11.91	11.24	31.74
资产负债率（%）	73.23	79.32	79.73
全部债务资本化比率（%）	62.64	72.08	71.92
长期债务资本化比率（%）	50.30	65.07	67.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.70	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.10	--
流动比率（倍）	1.76	2.04	2.22
速动比率（倍）	0.51	0.80	0.78
现金短期债务比（倍）	0.65	1.36	1.75
经营现金流动负债比率（%）	6.70	6.76	-4.07
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.55	0.63	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 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+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+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 3 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。