

跟踪评级公告

联合[2018]591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：

二零一八年五月二十五日

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

公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

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	2017/5/24
16 富力 01	60.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2017/5/24
16 富力 03	36.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2017/5/24
16 富力 04	19.50 亿元	6 年 (3+3)	AAA	AAA	2017/5/24
16 富力 05	9.50 亿元	7 年 (5+2)	AAA	AAA	2017/5/24

跟踪评级时间：2018 年 5 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,263.68	2,980.67	3,141.11
所有者权益 (亿元)	468.04	648.62	646.46
长期债务 (亿元)	871.70	1,138.29	1,242.34
全部债务 (亿元)	1,208.52	1,422.44	1,607.72
营业收入 (亿元)	538.25	594.04	99.20
净利润 (亿元)	70.66	214.26	7.01
EBITDA (亿元)	120.19	283.33	--
经营性净现金流 (亿元)	59.17	-18.01	-83.83
营业利润率 (%)	24.23	29.02	24.19
净资产收益率 (%)	14.73	38.37	--
资产负债率 (%)	79.32	78.24	79.42
全部债务资本化比率 (%)	72.08	68.68	71.32
流动比率 (倍)	2.04	1.90	1.94
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.20	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.70	4.20	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.63	1.49	--

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 2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。4、公司长期应付款已计入长期债务。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

2017 年，广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）采取积极的土地拓展策略，大规模购入土地，目前公司土地储备充裕；同时，公司房地产协议销售规模大幅增长，为未来收入实现提供了良好支撑。公司 2017 年以来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”）酒店资产，已成为全球最大的豪华酒店业主，酒店业务有望持续为公司贡献稳健的现金流。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仍将持续受政策调控影响，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以及对万达商业酒店资产的整合，公司经营收入及盈利水平有望获得增长。公司仍有望保持较强的竞争力。

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。2017 年，公司继续保持着较强的市场竞争力。

2. 2017 年，公司采取积极的土地拓展策略，加大拿地力度，目前土地储备充裕，为公司后续发展提供良好的基础。

3. 2017 年，公司房地产协议销售面积和协议销售金额均同比大幅增长，为公司未来收入的实现提供良好支撑。

4. 2017 年以来，公司完成收购 71 家万

达商业酒店，已成为全球最大的豪华酒店业主，鉴于 2017 年公司仅合并万达商业第四季度收入，预计 2018 年公司酒店业务收入将大幅增长；同时酒店资产也有望为公司持续贡献稳健的现金流。

关注

1. 2017 年，房地产行业政策趋紧，同时考虑到房地产行业具有开发周期长、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一定影响。

2. 公司在建项目规模较大，面临较大的资本支出压力。

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，未来若房地产行业出现波动，将可能影响到其公允价值变动，进而影响公司利润水平。

6. 2017 年，公司债务规模进一步增长；目前，公司整体债务负担较重。

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.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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



一、主体概况

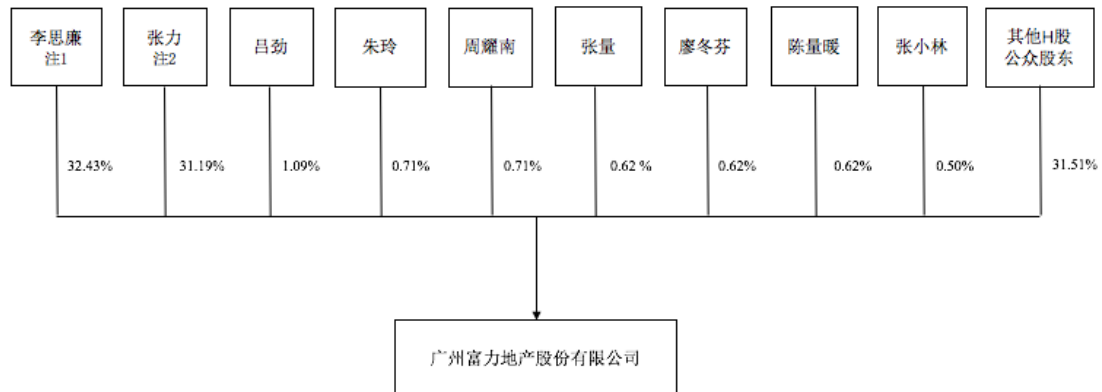
广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）前身是广州天力房地产开发公司（以下简称“天力房地产”），天力房地产是1994年8月31日由李思廉和张力以现金出资、以挂靠方式成立的集体企业，注册资本为1,000万元，挂靠单位为广州富力实业发展总公司。2000年8月，公司改制为有限责任公司，名称变更为“广州天力房地产开发有限公司”（以下简称“天力有限公司”），注册资本为1,000万元，李思廉和张力各占50.00%；2001年，公司注册资本变更为50,985.60万元，出资人为李思廉、张力、吕劲、周耀南和朱玲。

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业股票的函》（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2017年底，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2017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%。

2017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。公司管理架构变更为“集团总部--区域公司--省级公司--项目公司”的四级管理架构，通过地域、职能的双线垂直管理模式实现经营管理高效运转。集团总部下设总裁办公室、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；职能子公司包括天力建筑、恒力建设、天富监理、富力装饰、物业服务集团、天盈园林、美好置业、建筑设计院、足球俱乐部等公司，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（公司 2017 年底组织结构详见附件 1）。

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）合计 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 3 月底，公司合并资产总额 3,141.11 亿元，负债合计 2,494.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 646.46 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 635.80 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 99.20 亿元，净利润（含少数股东损益）7.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.94 亿元；经营活动现金流量净额为-83.83 亿元，现金及现金等价物净增加额为 44.24 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 2017 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。2017 年 7 月 13 日，公司支付了“15 富力债”2016 年 7 月 13 日至 2017 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 2017 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 2017 年底，“16 富力

03”募集资金专项账户余额 25.13 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 2017 年底，“16 富力 04”募集资金专项账户余额 28.28 万元，“16 富力 05”债券募集资金专项账户余额 9.76 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

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

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。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、三线城市的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。

资金来源方面，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，同比增长 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%。

市场供需方面，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%。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%。

销售价格方面，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。

竞争格局方面，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占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从 2016 年 10 月开始密集出台调控政策，并在 2017 年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017 年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017 年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

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，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。

3. 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年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

(2) 房地产调控政策不放松，实施差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

(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，为大型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。

4. 行业发展

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，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。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，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；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

2017年，公司因业务发展需要任命杨晔先生为副总裁；选举王振邦先生为公司独立非执行董事，黎明先生不再担任公司独立非执行董事。公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

总体看，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

2017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，2017年，得益于房地产项目结转规模的增长，公司营业收入同比增长10.37%至594.04亿元；得益于收购大连万达商业地产股份有限公司（以下简称“万达商业”）酒店资产形成131.08亿元企业合并收益，公司实现净利润214.26亿元，同比大幅增长203.20%。

2017年公司主营业务收入依然较为突出，在营业收入中占比为99.79%。房地产开发与销售是

公司主营业务收入最重要的来源，2017年房产开发与销售业务收入在主营业务收入中的比重为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。2017年，房地产开发与销售业务收入537.09亿元，同比增长8.53%，主要系项目结转规模增长所致。酒店服务收入23.79亿元，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；但由于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，因此预计2018年酒店服务收入占比将大幅上升。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。2017年，公司房地产开发与销售业务的毛利率为39.15%，较上年上升5.74个百分点，主要系结转的北京富力新城、通州富力中心、惠州富力湾、太原富力城以及重庆富力城等项目销售价格同比增长所致，受此影响2017年公司主营业务毛利率上升5.13个百分点至37.06%。公司其他业务毛利率为-21.38%，仍为亏损状态，主要系足球娱乐部业务毛利率波动所致。

表2 2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	494.89	92.11	33.41	537.09	90.61	39.15
商业物业租赁	9.18	1.71	100.00	9.41	1.59	100.00
酒店服务	13.62	2.53	19.79	23.79	4.01	20.39
其他服务	19.61	3.65	-28.78	22.48	3.79	-21.38
合计	537.30	100.00	31.93	592.78	100.00	37.06

资料来源：公司审计报告

总体看，2017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，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；同时由于结转项目销售价格较高，公司毛利率水平有所上升。

2. 业务运营

土地储备方面，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，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。截至2017年底，公司土地储备总权益建筑面积约5,971.50万平方米（其中投资性物业权益建筑面积200.90万平方米），位于国内外69个城市和地区，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2017年底，公司权益可售面积合计约5,138.00万平方米，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、华北地区以及西北和华东地区。

表3 截至2017年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	1,341.30	1,207.40
中南地区	604.40	558.90

华东地区	711.60	580.30
华北地区	1,330.70	1,170.20
西北地区	873.20	775.20
海南	317.10	305.60
海外	592.30	361.80
投资物业	200.90	178.60
合计	5,971.50	5,138.00

资料来源：公司年报

项目开发方面，为能提供更多可售资源，2017年公司新开工权益建筑面积由2016年的601万平方米大幅增长95%至1,174万平方米。截至2017年底，在建权益建筑面积较年初上升39%至1,771.20万平方米。

在建项目方面，截至2017年底，公司主要在建项目合计62个，其中华北地区17个、华南地区19个、东北地区5个、华东地区16个、华中地区1个、西南地区4个。公司主要在建项目总投资额2,633.01亿元，截至2017年底已完成投资1,367.39亿元，尚需投资1,265.62亿元，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60.92%。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2017年底，公司主要在建项目如下表所示。

表4 截至2017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	1	46.58	109.45	76.23
天津	3	408.96	267.20	178.33
太原	6	344.21	209.83	79.65
西安	2	158.87	68.54	53.01
包头	2	158.56	96.56	36.34
大同	1	210.98	77.11	28.11
秦皇岛	1	30.30	14.01	3.37
呼和浩特	1	21.68	10.27	3.11
华北地区合计	17	1,380.13	852.97	458.15
广州	2	83.50	48.18	29.80
佛山	2	48.52	37.11	27.37
珠海	1	20.61	14.76	4.97
惠州	3	452.38	168.42	93.90
江门	2	59.20	27.46	9.81
海南	3	337.90	267.35	106.75
梅州	1	235.16	82.92	37.28
福州	1	29.21	31.28	28.62
龙岩	1	20.14	12.57	4.00
三明	1	11.78	8.03	3.57
莆田	1	43.39	26.34	14.21
漳州	1	23.80	10.03	4.52
华南地区合计	19	1,365.59	734.44	364.80

哈尔滨	2	168.25	134.05	78.77
铁岭	1	45.65	21.41	2.34
沈阳	2	64.96	39.68	25.71
东北地区合计	5	278.86	195.13	106.82
上海	1	53.41	126.35	83.07
宁波	2	42.21	38.25	16.94
南通	2	43.70	30.96	8.43
阜阳	1	28.90	13.58	4.52
滁州	1	77.08	34.71	8.44
无锡	3	120.51	142.04	97.41
湖州	2	77.30	41.27	23.48
南昌	1	25.10	14.12	8.27
温州	1	15.33	19.78	12.01
烟台	1	27.93	11.21	3.32
东营	1	20.83	15.00	4.95
华东地区合计	16	532.30	487.27	270.84
成都	1	86.05	56.33	34.64
重庆	1	485.66	196.84	99.31
贵阳	2	48.67	23.89	11.36
西南地区合计	4	620.37	277.06	145.31
长沙	1	329.86	86.14	21.47
华中地区合计	1	329.86	86.14	21.47
合计	62	4,507.12	2,633.01	1,367.39

资料来源：公司提供

物业销售方面，2017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，公司全年协议销售面积及协议销售金额均快速增长，分别为632.42万平方米和818.63亿元，同比增长均为35%。2017年，协议销售均价为12,944.40元/平方米，较上年变动不大。结转方面，2017年，公司房地产结转销售面积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。

表5 2016~2017年公司房地产销售及结转情况

项目	2016年	2017年
协议销售面积（万平方米）	469.35	632.42
协议销售金额（亿元）	608.65	818.63
协议销售均价（元/平方米）	12,967.93	12,944.40
结转销售面积（万平方米）	420.95	471.03
结转销售收入（亿元）	494.89	537.09
平均结转价格（元/平方米）	11,756.50	11,402.46

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6 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 3 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 9 间在建酒店以及 8 间规划中酒店，合计 105 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 7 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，2017 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；同时公司加大开工力度，为当期销售提供了良好支撑，2017 年公司签约销售规模大幅增长，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区域未来预期收益实现具有一定不确定性等方面则需要给予持续关注。

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 3 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 2017 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。

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。

5. 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 2016~2017 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，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 3 月底，公司合并资产总额 3,141.11 亿元，负债合计 2,494.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）646.46 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 635.80 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 99.20 亿元，净利润（含少数股东损益）7.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.94 亿元；经营活动现金流量净额为-83.83 亿元，现金及现金等价物净增加额为 44.24 亿元。

1. 资产质量

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，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。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。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%，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，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 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，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。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。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。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%，成新率较高。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，主要是由于预提费用所引起的暂时性差异所致，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。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 3,141.11 亿元，较年初增长 5.38%；其中流动资产占比 72.78%，非流动资产占比 27.22%，资产构成较年初变动不大。

总体来看，2017 年，得益于公司加大土地获取力度以及收购万达商业的酒店资产，公司资产规模较年初大幅增长。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

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%。

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。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。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。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。

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。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%，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。2017 年，公司发行了两期中期票据以及三期美元债券，应付债券账面价值较年初增长

20.57%至 587.17 亿元。

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；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 78.24%、68.68%和 63.70%，较年初分别下降 1.09 个百分点、3.40 个百分点和 1.36 个百分点，公司债务指标小幅下降。若将公司发行的永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务（因其在偿付的可能）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 3 月底，公司负债合计 2,494.65 元，较年初增长 6.97%；其中流动负债占比 47.27%，非流动负债占比 52.73%，非流动负债占比略有上升。公司流动负债 1,179.16 亿元，较年初小幅增长 4.66%；非流动负债 1,315.49 亿元，较年初增长 9.13%，主要系长期借款增长所致。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 1,607.72 亿元，较年初增长 13.03%；其中短期债务 365.39 亿元（占比 22.73%），长期债务 1,242.34 亿元（占比 77.27%）。长期债务和短期债务较年初均有所增长。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 79.42%、71.32%和 65.77%，均较年初有所上升，公司债务负担进一步增长。

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 3 月底，公司所有者权益 646.46 亿元，较年初微幅下降 0.33%；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 3.63%，其他科目较年初变动不大。

总体看，2017 年，受融资规模增长影响，公司有息债务规模有所增长；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

公司房地产业务稳健发展，收入逐年增长，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。2017 年，公司结转项目毛利率有所上升导致公司主营业务毛利率同比上升 5.13 个百分点至 37.06%。

期间费用方面，2017 年，公司费用总额为 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%。公司销售费用受销售规模的上升影响同比增长 37.97%至 18.15 亿元；管理费用受职工成本上升影响同比上升 33.20%至 34.13 亿元；公司财务费用同比大幅下降 32.20%至 14.74 亿元，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，2017 年，公司营业利润为 114.80 亿元，同比增长 19.37%，主要系结转规模以

及毛利率均有所上升所致。公允价值变动收益7.81亿元，占营业利润的比重为6.80%，占比不大。2017年，公司营业外收入132.79亿元，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入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；公司净利润214.26亿元，同比增长2.03倍；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。

2017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12.87%、10.43%和38.37%，较上年分别上升7.00、4.88和23.65个百分点，主要系当期利润水平大幅增长所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入99.20亿元，净利润7.01亿元，其中归属于母公司所有者净利润6.94亿元。

总体看，2017年，得益于结转规模增长，公司收入规模大幅增长；同时，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，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803.96亿元，同比大幅增长55.39%；公司经营活动现金净流量为-18.01亿元，由上年净流入转为净流出状态。

从投资活动情况来看，公司投资活动流入现金规模较小，2017年公司投资活动现金流入金额4.87亿元；公司投资活动现金流出金额222.01亿元，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；公司投资活动现金流量净额为-217.14亿元，仍呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2017年公司筹资活动现金流入金额727.73亿元，同比增长15.01%，主要系当期融资需求增加，银行借款融资规模增长所致；公司筹资活动现金流出金额为547.56亿元，同比变动不大；公司筹资活动现金流量净额为180.17亿元，同比大幅增长167.75%。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额-83.83亿元；投资活动现金流量净额-3.55亿元；筹资活动现金流量净额为132.49亿元。

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转为净流出状态；由于公司当期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，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，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1.90倍和0.61倍。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3月底，公司流动比率和速动比率分别为1.94倍和0.62倍，现金短期债务比为1.02倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2017年公司EBITDA为283.33亿元，同比增长135.89%，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10.54%）和利润总额（占比86.02%）构成。EBITDA利息倍数为4.05倍，EBITDA全部债务比为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。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年底,公司在主要银行的授信总额为 1,634.61 亿元,尚未使用的授信额度为 1,210.99 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 2017 年底,公司对外担保余额 43.11 亿元,占净资产的比重为 6.65%,或有负债风险较低。

截至 2017 年底,公司存在四项重大未决诉讼。具体如下。公司未决诉讼涉诉金额不大,公司或有负债风险不大。

(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)房地产开发有限公司(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)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。

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 5 月 7 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 2017 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 322.15 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 1.70 倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度高;净资产达 648.62 亿元,约为债券本金合计(190 亿元)的 3.41 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,2017 年,公司 EBITDA 为 283.33 亿元,约为债券本金合计(190 亿元)的 1.49

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2017年经营活动产生的现金流入785.95亿元，约为债券本金合计（190亿元）的4.14倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度高。

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、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。

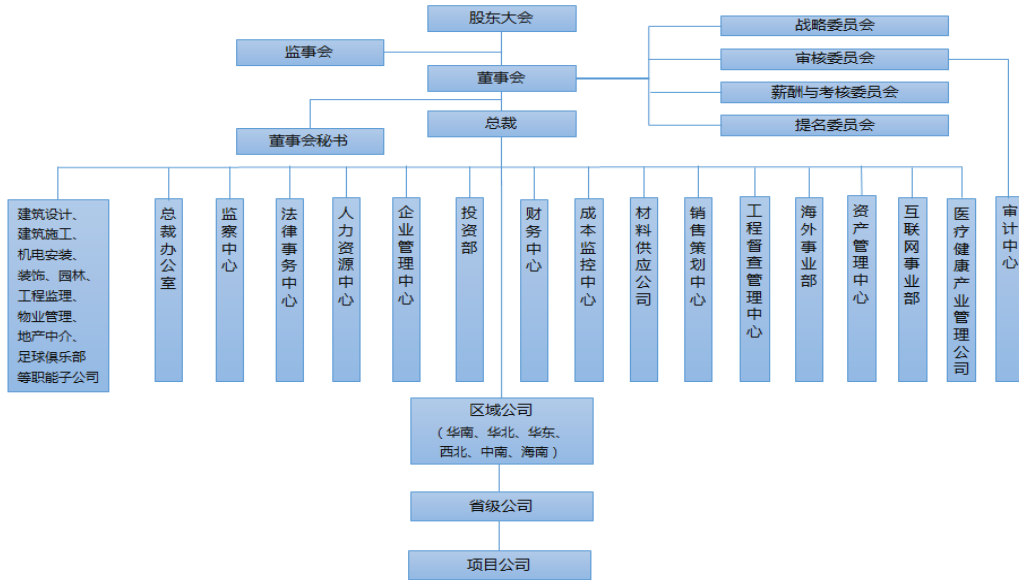
八、综合评价

2017年，公司采取积极的土地拓展策略，大规模购入土地，目前公司土地储备充裕；同时，公司房地产协议销售规模大幅增长，为未来收入实现提供了良好支撑。公司2017年以来通过收购万达商业酒店资产，已成为全球最大的豪华酒店业主，酒店业务有望持续为公司贡献稳健的现金流。同时，联合评级也关注到房地产行业仍将持续受政策调控影响，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以及对万达商业酒店资产的整合，公司经营收入及盈利水平有望获得增长。公司仍有望保持较强的竞争力。

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 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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	2,263.68	2,980.67	3,141.11
所有者权益（亿元）	468.04	648.62	646.46
短期债务（亿元）	336.82	284.14	365.39
长期债务（亿元）	871.70	1,138.29	1,242.34
全部债务（亿元）	1,208.52	1,422.44	1,607.72
营业收入（亿元）	538.25	594.04	99.20
净利润（亿元）	70.66	214.26	7.01
EBITDA（亿元）	120.19	283.33	--
经营性净现金流（亿元）	59.17	-18.01	-83.83
流动资产周转次数（次）	0.34	0.30	--
存货周转次数（次）	0.35	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	--
现金收入比率（%）	95.73	120.72	210.25
总资本收益率（%）	5.88	12.87	--
总资产报酬率（%）	5.55	10.43	--
净资产收益率（%）	14.73	38.37	--
营业利润率（%）	24.23	29.02	24.19
费用收入比（%）	11.24	11.28	19.79
资产负债率（%）	79.32	78.24	79.42
全部债务资本化比率（%）	72.08	68.68	71.32
长期债务资本化比率（%）	65.07	63.70	65.77
EBITDA 利息倍数（倍）	1.70	4.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.20	--
流动比率（倍）	2.04	1.90	1.94
速动比率（倍）	0.80	0.61	0.62
现金短期债务比（倍）	1.36	1.13	1.02
经营现金流动负债比率（%）	6.76	-1.60	-7.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	1.49	--

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 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 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。