

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**廣州富力地產股份有限公司**  
**GUANGZHOU R&F PROPERTIES CO., LTD.\***  
(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)  
(股份代號：2777)

**海外監管公告**

**廣州富力地產股份有限公司**  
**2017年度第一期中期票據跟蹤評級報告**

本海外監管公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則（「上市規則」）第13.10B條刊發。

以下有關廣州富力地產股份有限公司（「本公司」）2017年度第一期中期票據（債券代碼：101754007）的跟蹤評級報告已經上載於中國貨幣網（<http://www.chinamoney.com.cn>）：

1. 廣州富力地產股份有限公司2017年度第一期中期票據跟蹤評級報告

為遵守上市規則第 13.10B 條，該等上載資料亦刊登於香港聯合交易所有限公司「披露易」中文版網站（<http://www.hkexnews.hk>）。

承董事會命  
廣州富力地產股份有限公司  
董事長  
李思廉

香港，二零一七年七月三日

於本公告日期，本公司的執行董事為李思廉先生、張力先生、周耀南先生及呂勁先生；非執行董事為張琳女士及李海倫女士；及獨立非執行董事為鄭爾城先生、吳又華先生及王振邦先生。

\* 僅供識別

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1190号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“17富力地产MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 广州富力地产股份有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 富力地产 MTN001	10 亿元	2017/04/28-2020/04/28	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 28 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	198.30	212.84	459.69	404.90
资产总额(亿元)	1717.84	1836.61	2263.68	2325.04
所有者权益(亿元)	520.83	491.74	468.04	471.36
短期债务(亿元)	221.05	326.79	336.82	230.92
长期债务(亿元)	454.94	497.47	869.48	976.16
全部债务(亿元)	675.99	824.26	1206.30	1207.08
营业收入(亿元)	348.13	443.97	538.25	46.54
利润总额(亿元)	88.76	90.60	96.47	2.22
EBITDA(亿元)	102.72	104.41	120.19	--
经营性净现金流(亿元)	-164.22	54.14	59.17	-33.64
营业利润率(%)	31.95	26.46	24.23	31.58
净资产收益率(%)	12.50	13.69	15.10	--
资产负债率(%)	69.68	73.23	79.32	79.73
全部债务资本化比率(%)	56.48	62.63	72.05	71.92
流动比率(%)	191.18	176.16	203.87	221.94
经营现金流动负债比(%)	-23.17	6.70	6.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.58	7.89	10.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.74	1.70	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

### 分析师

张钰 张博

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)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较强的行业竞争优势。跟踪期内,公司收入及利润规模均稳步增长。同时,联合资信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、债务负担偏重,以及未来资本支出增大等因素可能给公司信用基本面带来的影响。

未来随着项目开发计划的推进,公司可售面积有望增长,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,联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持富力地产 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“17富力地产 MTN001” AAA 的信用等级。

### 优势

1. 作为国内大型房地产开发企业,公司在综合实力、开发规模、“一体化”和“多元化”经营模式、品牌、土地储备等方面具有较强的行业竞争优势。
2. 公司的多元化及全国化发展策略有利于降低业务单一性所带来的经营风险,提升公司后续发展能力及持续盈利能力。
3. 公司土地储备丰富,在建及拟建项目充足,可保证公司未来经营发展的需要。
4. 跟踪期内,公司收入和利润水平逐步提升,经营活动现金流和 EBITDA 对存续期内债券保障能力强。

### 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影响。
2. 公司存货规模较大，受行业景气度、政策等影响存在一定不确定性。
  3. 公司采用公允价值模式计量投资性房地产，若投资性房地产的公允价值在未来出现较大波动，将可能对公司的经营业绩和财务状况的稳定性产生一定影响。
  4. 公司在建及拟建项目规模较大，面临较大的资本支出压力，跟踪期内，公司整体债务负担有所加重。
  5. 公司所有者权益中，未分配利润占比高，利润分配政策对所有者权益稳定性影响很大。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由广州富力地产股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 广州富力地产股份有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广州富力地产股份有限公司主体长期信用及存续期内“17 富力地产 MTN001”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

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。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 50985.60 万元，出资人为张力、李思廉、LUJING（吕劲）、周耀南、朱玲。

经广州市经济委员会报广州市人民政府穗府办函[2001]116 号文批准，以穗经[2001]229 号《关于同意设立广州富力地产股份有限公司的批复》，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 55177.72 万元。

根据 2005 年 6 月 20 日公司之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，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 21151.46 万股（含超额配售 2758.88 万股）。股票发行后，公司总股本增至 76329.18 万股，其中：内资股股东 55177.72 万股，公众股东（H 股）21151.46 万股。

根据 2006 年 9 月 22 日公司之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，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 76329.18 万股变更为 305316.73 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 股合共 16920.00 万股。新股配售后，公司股份数从 305316.73 万股增至 322236.73 万股。公司总股本从人民币 76329.18 万元增至人民币 80559.18 万元，其中李思廉持有 33.18% 的股权，张力持有 33.18% 的股权，LU JING（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 1000.00 万股，400.00 万股，1000.00 万股分别转让给陈量暖、张小林和周耀南；张力将其持有的公司股份中的 1000.00 万股，400.00 万股，2000.00 万股，2000.00 万股，1000.00 万股分别转让给陈量暖，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 2017 年 3 月底，公司注册资本 80559.18 万元，其中发起人持有内资股比例为 66.13%，其余内资股比例为 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 33.36% 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 64.76%（详见附件 1）。

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，场地出租，装饰装修及酒店管理，生产、加工、批发：木门、铝合金窗、金属扣件、厨柜。

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（参见附件 2）；截至 2017 年 3 月底，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 296 家，合营公司 9 家，联营公司 7 家。截至 2017 年 3 月底，公司拥有在册正式员工约 23429 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2263.68 亿元，所有者权益 468.04 亿元（其中少数股东权益 6.54 亿元）；2016 年实现营业收入 538.25 亿元，利润总额 96.47 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2325.04 亿元，所有者权益 471.36 亿元（其中少数股东权益 7.66 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 46.54 亿元，利润总额 2.22 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。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 4 月发行 10 亿元“17 富力地产 MTN001”，用于偿还银行借款。截至本报告出具日，上述中期票据所募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。

### 四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指

数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原

因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增

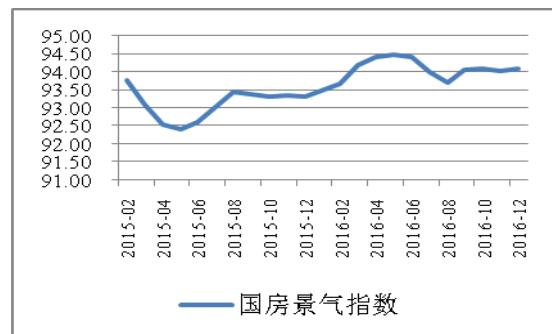
长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 近年地产行业概况

2015 年，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016 年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016 年 10 月以来，随着北京、天津、南京、武汉等 22 个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨势趋缓，不同城市出现分化。

图 1 2015 年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产开发投资增速有所增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长



6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。同期，全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%；其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%；共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

## 2. 房地产供求与信贷环境

2015年，中国房地产市场区域分化较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2016年第三季度至第四季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气度迅速降低。

近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，其规模较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长

27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

## 3. 政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套房首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对于居住功能需求和住房的升级需求。

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2016年2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理

委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“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19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年10月以来，北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策，信贷政策有所收紧，受此影响，房地产市场明显降温。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，同时融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年上半年，在房地产宽松政策的带动下，市场成交稳步提升，但进入10月以来，受行业政策和信贷政策紧缩的影响，房地市场景气度迅速回落。

未来，预计宏观调控将逐步回归市场化，长效机制将逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

#### 4. 行业关注

##### 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，根据Wind资讯整体法计算，2015年前三季度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。

##### 市场格局持续分化，中小型房企风险加大

近年来，国内房地产市场出现明显的地区分化，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓，部分地区去化压力较大；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。与此同时，在2016年房地产行业政策频繁调控的背景下，市场景气度波动较大，行业风险有所增加。2016年10月以来，限购政策抑制了房地产市场的快速发展，债券融资渠道亦有所收紧。与大型房地产企业相比，中小民营企业整体资金实力和抗风险能力较弱，未来可能面临更大的经营风险和整合风险。

##### 房地产库存仍处于高位，存在结构性失衡

自2015年下半年，各地逐步放宽房地产调控政策，全国库存去化周期开始下降，进入2016年以来，受前期政策延续及进一步宽松政策出台的影响，去化周期进一步下降，但整体库存量仍处于高位。同时，全国房地产市场分化严重，存在结构性失衡，一线城市及一线周边热点城市去化快，甚至处于库存短缺状态，而大多数三四线城市去化较慢，存在较大压力。

#### 5. 行业发展

##### 融资渠道收紧，行业风险加大

随着新一轮调控政策出台，三四线城市库存高企、一二线城市受调控，融资渠道收紧，中小型房地产企业面临的筹融资压力和销售压力加大，房地产行业整体风险水平将有所上升。

### 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，行业经营模式转型已为大势所趋。但目前经营模式的创新整体仍处于试水阶段，包括养老+地产、园区地产及互联网+房地产等方式，由于地产开发资金需求日趋明显，金融和地产的融合也逐步加大。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业有望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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 80559.18 万元，其中李思廉持有 32.43% 的股权（发起人内资股），张力持有 31.19% 的股权（发起人内资股），其余内资股占公司股本的 4.87%，境外上市的外资股（H 股）占公司股本的 31.51%。

### 2. 企业规模

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 30 多个城市和地区，基本上已实现全国性的布局策

略，并将业务版图扩展至马来西亚、澳洲等海外市场。

公司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 2016 年底，公司总资产规模 2263.68 亿元所有者权益 468.04 亿元（其中少数股东权益 6.54 亿元）；2016 年公司实现营业收入 538.25 亿元，利润总额 96.47 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司土地储备总可售面积为 4104.60 万平方米。

公司是行业内最具竞争力的房地产企业之一，凭借卓越的综合实力，公司自 2005 年至 2009 年连续五年获国家统计局固定资产投资统计司、中国行业企业信息发布中心认定为“中国房地产企业综合实力第一名”；2015 年，在“2015 中国房地产 500 强测评”中排名第 10 位；2016 年，在“2016 中国房地产 500 强测评”中排名第 10 位。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、写字楼、公寓、别墅、专业市场（批发市场、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2017年3月底，公司已落成的主要投资性物业包括酒店14家、写字楼及其他商业物业7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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理体制及管理制度等方面无重大变化。

## 八、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，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。

表1 2014~2017年3月公司主营业务收入和毛利构成（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	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	316.51	91.20	42.79	407.44	91.99	39.53	494.89	92.11	33.41	35.91	77.42	46.56
房地产出租	8.27	2.38	100.00	8.57	1.94	100.00	9.18	1.71	100.00	2.19	4.73	100.00
酒店服务	11.09	3.19	29.41	11.81	2.67	26.90	13.62	2.53	19.79	3.45	7.43	20.07
其他服务业	11.18	3.22	-25.50	15.08	3.41	-25.31	19.61	3.65	-28.78	4.83	10.42	-14.98
合计	347.05	100.00	41.52	442.91	100.00	38.15	537.30	100.00	31.93	46.39	100.00	40.70

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司主营业务收入稳步增长，年均复合变动率为24.43%，三年分别为347.05亿元、442.91亿元和537.30亿元，占营业收入的比重均在99%以上。从构成看，公司主营业务收入以房产销售为主，随着全国布局战略的稳步推进，该板块收入呈现稳步增长态势，近三年占主营业务收入比重均在91%以上，主业突出。2014~2016年，公司房地产出租、酒店服务业务收入均呈稳步增长态势，2016年分别为9.18亿元和13.62亿元，公司其他服务业为物业管理、建筑施工等。

毛利率方面，2014~2016年，公司主营业务毛利率呈下降趋势，分别为41.52%、38.15%和31.93%，其中房产销售板块毛利率逐年下降，但始终维持行业内较高水平，主要系①公司拿地方式以收购为主，土地成本具有显著优势，且凭借成熟的一体化及标准化经营模式，公司在开发速度、成本控制等方面均具有独特竞争优势；②公司以开发大规模、高性价比的中高档住宅项目为主，同时战略性涉足写字楼、酒店、商场、服务公寓等类型商业地产，公司当前产品主要针对中高端优质客户及商业客户，从而使公司获得较高的毛利空间；③公司良好的品牌形象提升了产品附加值。2015年，公司房产销售板块毛利率为39.53%，较2014年减少3.26个百分点；尽管当期商业地产项目收入规模及毛利率均较2014年有所提升，但住宅项目毛利率较上年减少了7.58个百分点，同时本期结转了一定规模的低毛利率保障房项目，致使公司房产销售业务整体毛利率较上年小幅下滑。2016年，房产销售板块毛利率为33.41%，较2015年下降6.12个百分点，主要是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。公司其他服务业板块，毛利率为负且波动较大，

主要系足球俱乐部业务毛利率的波动所致。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入46.39亿元，占2016年全年主营业务收入的比重为8.63%；其中房产销售板块占比为77.42%，受房地产行业季节性特征影响，公司在2017年一季度交房数量较少，房地产销售板块收入相对较低。从毛利率来看，受房产销售业务毛利率增长至46.56%影响，公司主营业务毛利率增长至40.70%。2017年一季度，公司房产销售板块结转的住宅地产项目以一线城市居多，同时受2016年房地产市场景气度提升影响单位售价提升，毛利率水平较高；同期，商业地产毛利率为56.32%，较2015年大幅提升，主要是本期结转的商业项目主要分布于一线城市，毛利较高所致。

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。2016年，公司主要收入持续来自华北、华南区域。

## 2. 房产销售板块

### 房地产开发

房地产开发方面，公司在项目开发过程中采用“一体化”经营模式，使其有效缩短了开发周期，提升了存货的周转能力。根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为8~12个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为12~24个月。

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

2014~2016年，公司新开工面积有所波动，

竣工面积呈现了快速增长趋势。2014年，随着2013年新获取项目逐步开工以及进一步加快开发节奏，当期公司新开工面积同比大幅增至883万平方米，截至当年底，公司在建总建筑面积增加42%至约1424万平方米，分属于50个项目，竣工面积464万平方米；2015年，基于对房地产市场走势预判，确保高效资源配置和避免积压过量库存，公司集中资源按计划推进在建项目开发进度，减缓新开工项目规模，导致当期新开工面积同比大幅下滑至294万平方米，年内竣工面积486万平方米。2016年，随着房地市场景气度回升，公司新开工面积为601万平方米，较上年增长104.42%。截至2016年底，公司在建总建筑面积较上年底增长3.49%至1275万平方米，仍维持较大规模。

表2 2014~2017年3月公司主要开发数据情况  
(单位: 万平方米)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
在建面积	1424	1232	1275	1400
新开工面积	883	294	601	125
竣工面积	464	486	540	0

资料来源: 公司提供

2017年1~3月，受一、二线城市房地产回暖，去库存情况良好等因素影响，公司当期新开工面积大幅达125万平方米，为2016年全年的20.80%；同期，公司在建面积达1400万平方米，竣工面积0万平方米。但联合资信关注到，2016年10月以来广州、天津、南京、珠海、福州、厦门等城市出台调控政策将对区域市场需求产生一定抑制，或将对公司陆续推盘项目销售产生一定影响。

### 房地产销售

公司房地产开发产品以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），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。

公司主要采取自主销售和代理销售相结

合的销售模式。一方面，公司成立专门的销售团队，聘请专业销售人员并加以培训，负责产品的推广和销售工作，以达到部分产品自主完成销售的目的。另一方面，公司充分利用外部的资源和渠道，部分产品采用代理或联合销售的模式促进产品去化。公司对于不同项目的销售模式的侧重选择，主要考虑以下两点要素：

#### (1) 所在城市和地区项目的数量

公司对于项目数量较少、进入时间较短的城市和地区，主要在该地区采取代理销售为主的模式。代理销售的优势在于代理商在特定的区域拥有以自身销售网络为基础的强大营销能力、丰富的客户信息资源、有效的信息搜集分析和运用能力、成熟的管理经验和专业的团队，以及强大的营销策划、宣传和执行能力，这些优势能够充分协助公司完成在该类地区的销售目标。在该类地区项目较少的情况下，能够节省公司对销售的投入成本，具有一定的经济性。而对于广州、北京、天津这些公司多年深耕且开发项目较多的城市和地区，公司已建立了成熟完善的产品推广和销售机制并组建了经验丰富的销售团队，在此背景下以自主销售方式进行销售成本相对较低，因此该类地区自主销售的占比较高。

#### (2) 项目所在地的地理位置

通常在房地产项目位于城市市中心或者繁华地段的情况下，由于当地市场需求旺盛，销售完成时间较短，公司自主销售的成本较低，该类项目将主要采取自主销售的策略；对于项目地理位置处于远郊的项目，由于宣传推广的成本较高，市场需求比较低，商品房去化速度偏慢，公司主要将该类项目的销售工作外包给销售代理机构以降低销售成本。

从签约销售来看，伴随全国化布局战略的稳步实施，2014~2016年，公司房产销售区域扩张至国内27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）。2014~2016年，公司协议销售面积及协议销售金额均快速增长，2016年分别为469.35万平

方米和 608.65 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，2014~2016 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。

2016 年，公司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%。2017 年 1~3 月，公司实现协议销售面积 117 万平方米，共实现协议销售收入 160 亿元。

表 3 2014~2017 年 3 月公司房地产协议销售情况

年份	协议销售面积（万平方米）	协议销售收入（亿元）
2014 年	405	544
2015 年	411	544
2016 年	469	609
2017 年 1~3 月	117	160

资料来源：公司提供

从结转情况来看，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%，主要系当期公司销售组合不同，较上年缺少售价较高的商业物业及刚性需求物业比重增加。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%，主要是一、二线城市房产销售、结转回暖所致。2016 年，公司结转销售面积 420.95 万平方米，共实现结转收入 494.89 亿元，较上年增长 21.46%，主要是天津富力津门湖、太原富力城、北京富力通州运河十号、北京富力惠兰美居等住宅项目结转收入。

表 4 2014~2017 年 1~3 月公司房地产销售结转情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
结转销售面积（万平方米）	316.19	351.42	420.95	26.41
结转销售收入（亿元）	316.51	407.44	494.89	35.91
平均结转价格（元/平方米）	10010.12	11594.30	11756.62	13598.11

资料来源：公司提供

### 土地储备

公司通过政府招拍挂的方式在一级市场获取项目土地。在目标项目用地招标、竞拍或挂牌公告发布后，公司相关业务部门会根据通报信息启动项目各项工作计划及准备工作，准备完成后经公司授权参加土地竞买，成功竞买土地后会签署并取得《土地成交确认书》。对于二级市场的土地，公司通常以协议受让或收购项目公司股权方式获得，相关协议的谈判和签署由公司用地发展合同部负责执行。公司拿地方式以在二级市场收购、协议转让为主。

从项目拓展策略来看，公司采取周期性扩张及全国化布局策略，以适应宏观经济、政策因素对公司经营业绩的影响。与此同时，公司发展重心聚焦于市场地位领先的优势区域，不断深耕、巩固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，并谨慎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，并以弹性的定价和销售策略来保持市场领先地位。在城市选择上，公司房地产项目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。

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，公司土地投资支出有所波动，但超过 70% 新增土地储备均为与公司已进入并建立一定市场地位的城市和地区。从新增土地储备的情况来看，2013 年，伴随开拓新市场及全国化布局战略的实施，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、上海及马来西亚等土地 29 幅，合计新增建筑面积 2091.85 万平方米，当期土地投资总价款为 416.09 亿元。

经过 2013 年积极的土地收购后，公司已储备了足够中期开发所需土地，因此 2014 年在土地收购方面趋于严谨。2014 年，公司新购土地 10 幅，分别位于上海、杭州、无锡、太原及澳洲等，合计新增建筑面积 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 4294 万平方米，可售面积约 4076 万平方米。

2015 年，公司在十个城市和地区收购共 13 幅地块，新增土地可售面积约 360.50 万平方米，其中 9 幅新增地块位于现有城市和地区，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 4185.00 万平方米，可售面积为 3975.80 万平方米，分布在国内近 30 个城市和地区和海外 3 个城市。

2016 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 15 个城市和地区收购共 22 幅地块，新增土地权益可售面积约 504.10 万平方米，其中 13 幅位于公司现有的城市和地区，其余 9 幅分别位于新进入城市深圳、宁波、烟台、南昌、秦皇岛和呼和浩特。截至 2016 年底，公司土地

储备总建筑面积约为 4296.50 万平方米，可售面积为 3848.10 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 5 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
沈阳	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
<b>投资物业</b>	<b>139.60</b>	<b>133.50</b>
<b>合计</b>	<b>4296.50</b>	<b>3848.10</b>

资料来源：公司年报

总体看，近年来公司保持较为谨慎的项目获取策略，土地成本保持显著的优势，且土地储备充足，满足未来较长时期的开发需求的同时，亦为后期盈利能力的保持奠定一定基础。同时，考虑到公司未来存在一定规模的资本支出，使公司面临一定的资金压力；公司少数土地储备位于三、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。

### 3.其他业务板块

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 2017 年 3 月底，公司持有的投资性物业主要包括酒店 14 家、写字楼及其他商业物业 7 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，公司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。2014~2016 年，公司酒店业务实现营业收入分别达到 11.09 亿元、11.81 亿元和 13.62 亿元，毛利率分别为 29.41%、26.90%和 19.79%，呈略微下降趋势，主要原因是广州柏悦酒店、广州富力空港假日酒店、太原富力铂尔曼酒店、海口澄迈富力希尔顿逸林度假酒店等多个新建酒店开业，尚处

于客流量培育期，该部分酒店入住率较低，尚处于亏损或微利状态，因此拉低了公司酒店服务业务的整体毛利率水平。

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%。随着公司近几年积极开发写字楼、商业广场等投资性房地产，出租规模相应增长；同时受物业出租市场行情好转影响，公司一些重要的写字楼、商业广场所处区域的租金水平持续上涨，2014~2016 年，公司房地产出租板块收入分别为 8.27 亿元、8.57 亿元和 9.18 亿元。

2016 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 6 截至 2016 年底公司主要自持物业情况（单位：万元、%）

序号	项目	截至 2016 年底评估值	较 2015 年底增值比例
1	北京富力中心及广场	628261.09	18.69
2	广州富力中心	516437.53	6.04
3	成都天汇一期商场	352616.82	4.80
4	广州海珠城广场	211929.50	2.39
5	广州狮岭（国际）皮革皮具城	111282.93	--
6	重庆海洋广场商场	89185.16	1.24
7	北京富力城地下综合体	69056.80	32.09
8	广州家信商业中心	50670.89	0.57
9	天津富力城商场	50408.18	0.89
10	广州富力院土庭商铺	39237.78	1.67
11	广州富力广场商铺	38455.06	1.69
12	重庆富力城商业	35062.04	2.41
13	广州皇上皇大厦	12263.54	1.54
14	广州富力广场北区商铺	2000.81	2.33
<b>合计</b>	--	<b>2206868.13</b>	--

资料来源：公司提供

总体看，公司通过经营和出租投资性物业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，能够一定程度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。

#### 4. 在建项目及拟建项目

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 2671.70 亿元，截至 2016 年底已完成投资 1369.94 亿元，尚需投资 1301.76 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。

总体看，公司在建项目整体投资规模大，未来或将面临较大资金压力。

表 7 截至 2016 年底公司房地产主要在建项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

地区	项目数量	总建筑面积	总投资额	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
<b>华北地区合计</b>	<b>16</b>	<b>1591.66</b>	<b>1000.73</b>	<b>541.86</b>
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
<b>华南地区合计</b>	<b>18</b>	<b>1334.51</b>	<b>750.19</b>	<b>310.01</b>
哈尔滨	2	168.25	134.05	70.80
沈阳	2	43.20	29.34	25.66
<b>东北地区合计</b>	<b>4</b>	<b>211.45</b>	<b>163.39</b>	<b>96.46</b>
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
<b>华东地区合计</b>	<b>11</b>	<b>438.83</b>	<b>410.68</b>	<b>271.29</b>
成都	1	86.05	56.33	31.85
重庆	2	528.24	214.22	101.94
<b>西南地区合计</b>	<b>3</b>	<b>614.29</b>	<b>270.54</b>	<b>133.79</b>
长沙	1	329.86	76.17	16.53
<b>华中地区合计</b>	<b>1</b>	<b>329.86</b>	<b>76.17</b>	<b>16.53</b>
<b>合计</b>	<b>53</b>	<b>4520.59</b>	<b>2671.70</b>	<b>1369.94</b>

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2017 年 3 月底，根据公司战略布局及拿地情况，公司共有拟建项目 17 项，以住宅项目为主，同时伴有商业、写字楼、公寓等其他类项目，按总投资金额看，

排名前 5 名拟建项目总建筑面积合计 326.08 万平方米，总投资合计 280.97 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 84.42 亿元，该 5 项拟建项目预计 2017 年 4~12 月拟投资额为 32.03 亿元。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司主要房地产拟建项目情况（单位：平方米、亿元）

序号	项目名称	占地面积	总建筑面积	主要类别	总投资金额	项目所在地	是否取得相应证书	开发模式	截至 2017 年 3 月底已投资额	预计 2017 年 4~12 月投资额
1	太原富力天禧城	327987.00	1689982.00	综合	115.09	太原	是	自主开发	19.65	22.73
2	天津富力新城（二期）	473116.00	723164.00	综合	54.15	天津	是	自主开发	9.68	--
3	无锡富力运河十号	123392.10	407194.00	综合	53.25	无锡	是	自主开发	41.01	1.94
4	宁波慈城新区项目	224964.00	302403.70	综合	30.87	宁波	是	自主开发	10.39	3.68
5	北京富力新城（二期）	53443.00	138054.00	住宅	27.60	廊坊	是	自主开发	3.69	3.68
合计	--	1202902.10	3260797.70	--	280.97	--	--	--	84.42	32.03

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资金需求大，公司未来将面临较大资金压力。

#### 5. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数波动增长，均值为 8.69 次，2016 年为 8.94 次；近三年公司存货周转次数和总资产周转次数不断增长，2016 年分别为 0.35 次和 0.26 次。总体看，公司经营效率指标尚可。

#### 6. 未来发展

在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。

在未来的产品选择方面，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）。公司将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。同时，公司将透过适当多元化至二、三线城市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，降低任何房地产政策监管措施可能带来的负面影响。

在发展速度方面，公司将采取稳健增长策略。在土地收购方面，有关土地需价格合理及地理位置优越，付款模式和时间等条件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。控制现金流的另一项重要手段是灵活调整各项目的建设速度，以配合销售预期。

## 九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

2016 年，公司通过投资新设 32 家子公司，通过收购新增 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 2016 年底，公司合并资产总额 2263.68 亿元，所有者权益 468.04 亿元（其中少数股东权益 6.54 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 538.25 亿元，利润总额 96.47 亿元。

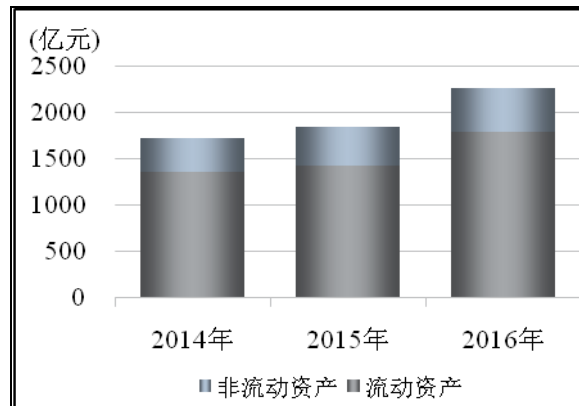
截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2325.04 亿元，所有者权益 471.36 亿元（其中少数股东权益 7.66 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.54 亿元，利润总额 2.22 亿元。

### 1. 资本及债务结构

#### 资产

2014~2016 年，公司资产总额不断增长，三年年均复合增长 14.79%。截至 2016 年底，公司资产总额 2263.68 亿元，同比增长 23.25%，其中流动资产占 78.78%，非流动资产占 21.22%，资产结构以流动资产为主。

图 2 2014~2016 年公司资产构成

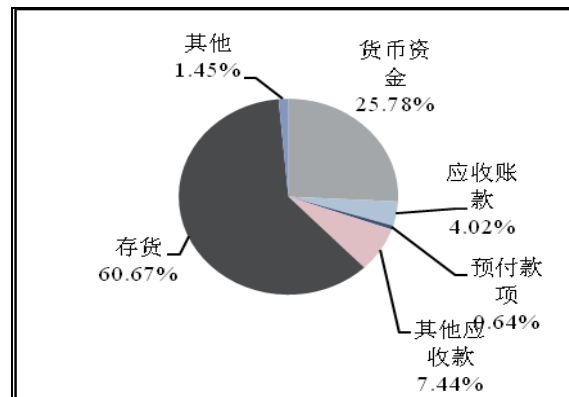


资料来源：审计报告

#### 流动资产

2014~2016 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长率为 14.73%。截至 2016 年底，公司流动资产 1783.34 亿元，同比增长 25.26%，主要源于货币资金的增长。公司流动资产主要以货币资金（占 25.78%）、其他应收款（占 7.44%）和存货（占 60.67%）为主。

图 3 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 52.26%。截至 2016 年底，公司货币资金为 459.69 亿元，较 2015 年底增长 115.98%，主要系公司发行公司债券，筹资活动获取现金大幅增加所致。公司的货币资金以银行存款为主，占 99.86%，其中受限资金规模较大，占货币资金的 44.95%，主要为房款监控户、贷款保证金等。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，

年均复合增长 21.96%。截至 2016 年底，公司应收账款为 71.75 亿元，较 2015 年底增长 47.49%，其中账龄在 1 年以内的占比为 85.73%，主要为应收房款等，公司对应收账款坏账准备 3393.99 万元。公司应收账款余额较高，主要有两方面原因：（1）公司商品房销售大多采用分期付款形式且销售合同约定的付款周期基本在 1~2 年以内，（2）报告期内，公司销售现房以及当期销售当期结转收入的比例较高，在收入确认时点尚未收到银行按揭款。

2014~2016 年，公司预付款项波动幅度较大，年均复合增长 0.74%。截至 2016 年底，公司预付账款 11.35 亿元，同比下降 33.49%，主要原因系当期通过招拍挂方式在福建莆田、河北石家庄取得两宗住宅及商业用地，达到入账条件，相应地价款转入存货。其中 1 年以内占比为 32.98%、1~2 年占比为 1.22%、2~3 年占比为 0.27%、3 年以上占比为 65.53%。公司预付款项金额前五名合计 10.41 亿元，占总额比例为 91.72%，集中度高。

表 9 2016 年底公司预付款项金额前五名情况  
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占预付款合计数的比例
国兴环球土地整理开发有限公司	74305.45	65.49
宁波国土资源局	28107.23	24.77
哈尔滨市华能集中供热有限公司	730.60	0.65
海南裕宝俊达设备工程有限公司	468.97	0.41
北京东方硕领经贸有限公司	455.87	0.40
<b>合计</b>	<b>104068.12</b>	<b>91.72</b>

资料来源: 审计报告

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 23.44%，截至 2016 年底，公司其他应收款为 132.68 亿元，较 2015 年底增长 25.07%，主要系随着公司主营业务持续发展，与房地产项目获取及拿地相关的合作诚意金、

保证金及押金等增长所致。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 97.03%，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 0.73 亿元。公司其他应收款主要包括与关联方往来款（占 8.21%）、保证金和押金（38.59%）以及合作诚意金（占 47.03%）。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 26.53%，集中度一般。

表 10 2016 年底公司其他应收款金额前五名情况  
(单位: 万元)

单位名称	金额	欠款时间	欠款原因
太原市万柏林区城中村改造工作领导小组办公室	100000.00	1 年以内	合作诚意金
建业住宅集团(中国)有限公司	30000.00	1~2 年	合作诚意金
	54000.00	2~3 年	
山西龙保兴盛房地产开发有限公司	60000.00	1 年以内	合作诚意金
深圳市梓盛发实业集团有限公司	55000.00	1 年以内	合作诚意金
广发证券股份有限公司	8393.43	1 年以内	合作诚意金
	19027.85	1~2 年	
	8910.80	2~3 年	
	18456.82	3 年以上	
<b>合计</b>	<b>353788.90</b>	--	--

资料来源: 审计报告

2014~2016 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，年均复合增长 4.62%。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。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 1082.00 亿元，较 2015 年底同比增长 6.65%。从存货构成来看，开发成本和开发产品分别占 63.97% 和 24.71%，拟开发土地面积占 11.02%。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。2016 年 10 月以来广州、天津、南京、珠海、福州、厦门等城市出台调控政策将对区域市场需求产生一定抑制，或将对公司下半年陆续推盘项目销售产生一定影

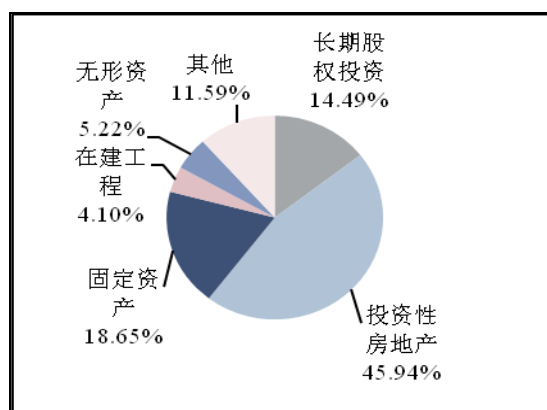
响；此外，公司目前在建项目投资规模增大，项目投资支出集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，对公司存货变现能力将造成一定的负面影响。

2014~2016 年，公司其他流动资产年均复合增长 9.75%，截至 2016 年底为 25.88 亿元，构成为待摊费用(0.06 亿元)和预交税费(25.82 亿元)。

### 非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 15.02%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 480.34 亿元，同比增长 16.34%，主要系长期股权投资、投资性房地产和固定资产增加所致。公司非流动资产以长期股权投资（占 14.49%）、投资性房地产（占 45.94%）和固定资产（占 18.65%）为主。

图 4 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司长期股权投资稳步增长，年均复合增长 21.66%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 69.62 亿元，较 2015 年底增加 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。公司合作开发项目经营状况良好，2014~2016 年，公司分别取得投资收益 1.45 亿元、13.30 亿元和 7.98 亿元。

公司投资性房地产主要为写字楼、购物中心等，绝大多数处于广州、北京等城市核心区域，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。

2014~2016 年，公司投资性房地产年均复合增长 10.58%。截至 2016 年底，公司投资性房地产总额为 220.69 亿元，较 2015 年底同比增长 14.63%，主要是由于投资性房地产公允价值增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司被抵押或质押的投资性房地产 140.94 亿元，占全部投资性房地产的 63.86%。

2014~2016 年，公司固定资产呈增长趋势，年均复合增长率为 28.74%，主要系在建酒店物业工程竣工并投入使用所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 89.58 亿元，较 2015 年底增长 20.35%，其中房屋及建筑物占 86.21%、运输设备占 9.03%、办公设备占 0.51%、机器设备占 1.52%、其他设备占 2.73%。截至 2016 年底，公司固定资产累计折旧 27.69 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合下降 2.94%。截至 2016 年底，公司在建工程 19.70 亿元，同比增长 25.75%，主要系海南富力海洋公园等项目增加投入所致。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2325.04 亿元，较 2015 年底增长 2.71%，主要原因系公司业务规模逐步扩大，存货增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司存货 1190.93 亿元，较 2016 年底增长 10.07%，主要系公司当期增加了部分土地储备。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押或质押，抵押或质押资产主要为土地、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）等。截至 2017 年 3 月底，公司受限资产（包括受限制货币资金以及为融资而抵押或质押的存货、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产等）的账面价值合计 695.93 亿元。

总体看，近年来，伴随“一体化”及“多元化”战略的实施，公司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，变现能力受行业景气度以及相关调控政策影响

具有一定不确定性。非流动资产中，投资性房地产占比较高，且地理位置优越。整体看，公司资产质量良好。

### 所有者权益

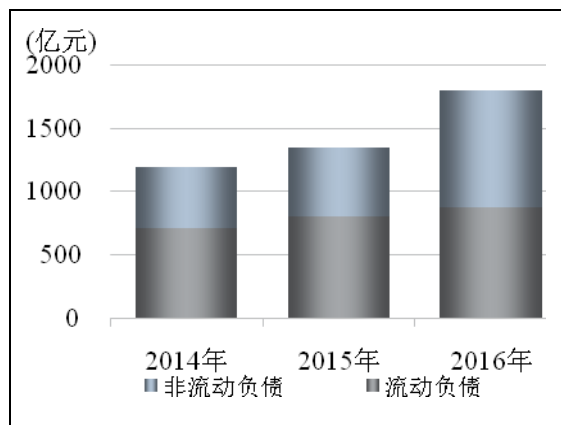
2014~2016 年，公司所有者权益年均复合下降 5.20%，主要因为计入所有者权益的永续债因到期偿还减少所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 468.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 461.50 亿元，少数股东权益为 6.54 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 1.75%，资本公积占 8.03%，盈余公积占 0.87%，未分配利润占 83.32%，其他权益工具占 5.21%。公司未分配利润占比高，所有者权益的稳定性较弱，利润分配政策对公司所有者权益稳定性影响大。2014~2016 年，公司所有者权益中永续债规模分别为 156.48 亿元、79.78 亿元、24.04 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 471.36 亿元，较上年底增长 0.71%，主要来源于少数股东权益的增长，所有者权益构成较上年底变化不大。

### 负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 22.48%。截至 2016 年底，公司负债总额 1795.64 亿元，同比增长 33.52%，主要系短期借款和应付债券等债务增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债和非流动负债分别占 48.71% 和 51.29%。

图 5 2014~2016 年公司负债构成



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 11.10%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 874.74 亿元，较 2015 年底增长 8.23%，主要系短期借款增加所致。2016 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 12.15%）、应付账款（占 11.77%）、预收款项（占 22.88%）、其他应付款（占 9.26%）、一年内到期的非流动负债（占 26.35%）以及其他流动负债（占 10.49%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款快速增加，年均复合增长 85.64%。截至 2016 年底，公司短期借款为 106.31 亿元，较 2015 年底增长 87.78%，主要系新增质押借款所致。质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款的占比分别为 81.08%、4.99%、6.10%、7.84%。

2014~2016 年，公司应付账款有所波动，年均复合下降 0.98%。截至 2016 年底，公司应付账款余额为 102.94 亿元，同比增加 12.58%，主要系公司当期新开工、在建项目规模增加，期末应付土地及工程款、应付材料款均有所提高。公司应付账款主要包括应付土地及工程款（占 64.98%）和材料款（占 35.02%）。

2014~2016 年，公司预收款项呈波动增长趋势，年均复合增长 0.31%，公司预收款项主要为预收的购房款。截至 2016 年底，公司预收款项合计 200.12 亿元，同比增长 5.16%。

2014~2016 年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长 10.95%。截至 2016 年底，公司其他应付款余额为 80.96 亿元，较 2015 年末增长 12.24%，主要为往来款项以及押金、保证金等。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的部分占比为 52.89%、1~2 年的占 19.24%、2~3 年的占 12.97%、3 年以上的占 14.90%。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 10.09%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 230.51 亿元（主要包括一年内到期的长期借款 113.99 亿元和一年内到期的应付债券 115.50 亿元），同比减少 14.68%，主要系公司当期清

偿了部分一年内到期的长期借款和应付债券。

2014~2016年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长11.84%。截至2016年底，公司其他流动负债为91.74亿元，较2015年底增加8.52%，包括计提的土地增值税准备金及待转销项税，2016年由于房地产行业于当期实行了“营改增”，致使公司期末新增了一部分待转销项税。

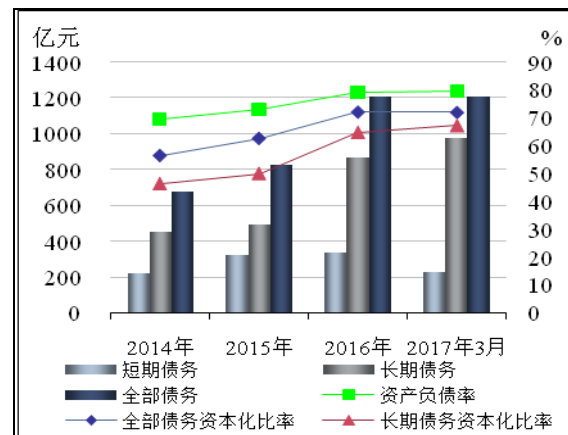
2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为37.32%。截至2016年底，公司非流动负债合计920.90亿元，较2015年底增长71.60%，主要由长期借款（占41.54%）、应付债券（占52.88%）构成。

2014~2016年，公司长期借款呈波动增长趋势，年均复合增长6.85%，主要系为满足大量新增项目的资金需求，公司逐年加大了融资力度导致银行贷款增加所致。截至2016年底，公司长期借款为382.51亿元，较2015年底下降11.70%，主要系公司当期合计发行了425.00亿元公司债券，相应减少了部分抵押借款融资。公司长期借款中，质押借款占15.05%、抵押借款占78.14%、保证借款占6.80%。

2014~2016年，公司应付债券波动增长，年均复合增长率为101.55%。截至2016年底，公司应付债券金额为486.98亿元，较2015年底大幅增长657.41%，主要系公司当期在境内合计发行了425.00亿元公司债券。

截至2017年3月底，公司负债总额为1853.68亿元，较2016年底增长3.23%，主要系预收款项、长期借款、应付债券增长所致。截至2017年3月底，公司预收款项273.21亿元，较2016年底增长36.52%，主要系当期新增协议销售金额，且2016年多数预售项目尚未结转收入，期末预收房款余额大幅提高。长期借款439.78亿元，较2016年底增长14.97%，主要系公司根据经营发展需要进一步增加了长期借款规模。应付债券536.38亿元，较2016年底增长10.14%，主要系公司当期在境外发行了两期合计7.25亿美元的美元债券。

图6 2014~2017年3月底公司债务情况



资料来源：公司财务报表

2014~2016年，公司有息债务逐年增长，年均复合增长率为33.59%。截至2016年底，公司有息债务规模为1206.30亿元，同比增长46.35%，主要系短期借款和应付债券增加所致。从债务结构看，近三年公司有息债务以长期债务为主，截至2016年底占比为72.08%。

2014~2016年，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呈上涨趋势。截至2016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79.32%、72.05%和65.01%，较上年分别上升6.09个百分点、9.42个百分点和14.72个百分点，公司债务指标有所上升，主要系公司偿还部分永续债使得所有者权益减少导致。

截至2017年3月底，公司有息债务总额1207.08亿元，较2016年底增长0.06%。公司全部债务中短期债务占19.13%，长期债务占80.87%。2017年3月底，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分别为79.73%、71.92%和67.44%，分别较上年底上升0.41、下降0.13和上升2.43个百分点。截至2017年3月底，公司永续债券余额为24.40亿元，计入其他权益工具，考虑到永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为其在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，



在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑永续债券后，截至 2017 年 3 月底，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将分别上升至 80.78%、73.37% 和 69.12%。

总体来看，近年来，随着持续推进项目开发及拓展，公司整体债务规模有所上升，中长期债务占比较高；公司债务负担偏重。

## 2. 盈利能力

2014~2016 年，公司的营业收入快速增长，年均复合增长 24.34%。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，2016 年占公司主营业务收入的 92.11%。2016 年公司实现利润总额 96.47 亿元，同比增加 6.47%，基本保持稳定。2016 年，公司营业收入较 2015 年大幅增长，主要系住宅项目销售收入规模的增加，公司自 2015 年以来采取积极的销售政策加快去库存，同时加快项目开发的进度。

2014~2016 年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 34.23%，增速大于公司营业收入的增速。2016 年，公司营业成本为 365.91 亿元，主要为房产开发与销售成本。

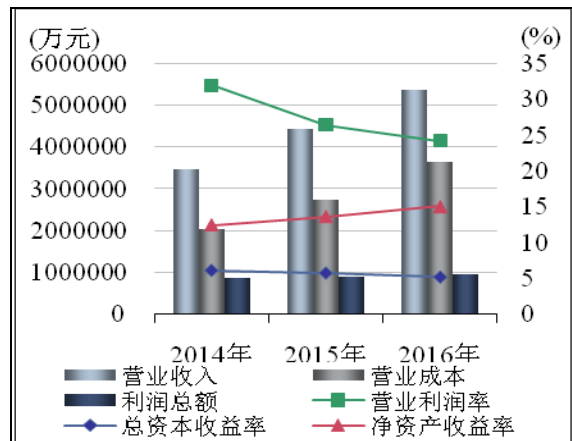
从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用收入比分别为 11.80%、11.91%、11.24%。2014~2016 年，公司的销售费用和管理费用逐年增长，年均复合增长率分别为 21.16% 和 7.73%；财务费用快速增长，年均复合增长率为 47.16%，财务费用增长较快主要系融资规模扩大以及受汇兑损益影响。2016 年，公司期间费用为 60.52 亿元，同比上升 14.44%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 21.74%、42.33% 和 35.93%，管理费用占比较高，对公司盈利水平有一定影响。

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，公允价值波动对公司经营业绩和财务状况稳定性产生一定影响。2014~2016 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 16.11 亿元、10.80 亿元、17.41 亿元，占当期利润总额的比例分别为 18.15%、11.92% 和 18.05%，对公司利润总额影响较大。2016 年，公司投资性物业公允价值变动收益较 2015 年同比增长 61.21%；投资收益较 2015 年同比减少 40.00%，2015 和 2016 年投资收益较高主要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。

2014~2016 年，公司利润总额逐年增长，三年分别为 88.76 亿元、90.60 亿元、96.47 亿元。

图 7 2014~2016 年公司盈利情况



资料来源：审计报告

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 31.95%、26.46%、24.23%。2014~2016 年，公司总资本收益率小幅下降，分别为 6.18%、5.81% 和 5.25%；同期，公司净资产收益率逐年上涨，分别为 12.50%、13.69%、15.10%。

总体看，近年来公司收入和利润总额规模呈增长趋势，公司盈利能力基本保持平稳。

## 3. 现金流及保障

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营

活动产生的现金流量净额逐年增长，分别为-164.22 亿元、54.14 亿元、59.17 亿元。2016 年公司经营活动产生的现金流增长较快，主要系销售增长所致。经营活动现金流入方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 515.26 亿元，同比增长 16.76%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 61.28 亿元，同比增长 236.74%，主要为保证金及往来款增加；2016 年，公司经营活动现金流入为 576.54 亿元，同比增长 25.47%。经营活动现金流出方面，2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 314.03 亿元，同比增长 28.44%；支付其他与经营活动有关的现金 95.76 亿元，同比增长 62.59%，主要为往来款及支付与购买土地相关的其他费用增长所致；2016 年，公司经营活动现金流出为 517.37 亿元，同比增长 27.63%。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 110.71%、99.40%、95.73%，呈下滑趋势。

投资活动方面，公司近三年投资活动现金流均呈现净流出的状态，2014~2016 年，投资活动现金净流出分别为 19.24 亿元、19.97 亿元、18.78 亿元，净流出规模保持稳定。2014~2016 年，公司投资活动现金流入逐年上升，年均复合增长 61.37%，2016 年为 3.42 亿元，同比增加 41.29%，主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额；2014~2016 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 3.94%，2016 年，公司投资活动现金流出 22.20 亿元，同比下降 0.82%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金。

从筹资活动情况来看，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 140.85 亿元、-25.10 亿元、67.29 亿元。公司筹资活动现金流出主要系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。2016 年，公司筹资活动现金流入 632.77 亿元，同比增长 39.86%；筹资活动现金流出 565.48 亿元，同比增加 18.42%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-33.64 亿元、-8.94 亿元和 34.58 亿元，受取得借款收到的现金和发行债券收到的现金大幅增长影响，公司筹资活动产生的现金流表现为净流入。

总体看，2016 年公司销售增长、库存消化明显使得经营活动现金净额持续增长；公司收入实现质量有所下滑；随着主营业务扩张，公司筹资力度有所加大。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2017 年 3 月底，公司的流动比率分别为 191.18%、176.16%、203.87%和 221.94%，速动比率分别为 51.69%、50.63%、80.18%和 77.85%。

2014~2016 年，公司流动比率稳步上升；截至 2016 年底，公司流动比率同比增长较快，主要系公司发行公司债券导致货币资金增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率较 2016 年底上升 18.07 个百分点。

速动比率方面，截至 2016 年底，公司速动比率同比增长较快；截至 2017 年 3 月底，速动比率较 2016 年底变动较小。

截至 2017 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.75 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。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 102.72 亿元、104.41 亿元和 120.19 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.78 倍、1.74 倍和 1.70 倍；全部债务/EBITDA 分别为 6.58 倍、7.89 倍、10.04 倍，长期偿债能力一般。

考虑到公司现金流充裕，且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，公司整体偿债能力强。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月底，公司共获得商业银行授信总额 1166.00 亿元，尚未使用的授信

额度为 828.79 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：02777.HK），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 2017 年 3 月底，公司对外担保余额为 391.53 亿元，包含为关联方提供的担保 47.84 亿元，以及为购房人提供的担保 343.69 亿元。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的按揭担保属于阶段性担保，其阶段性担保中开发商承担的担保责任时间较短，在购房人取得所购住房的《房地产权证》等相关证件后，公司的担保责任也随之解除。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。

截至本报告出具日，公司存在四起重大未决诉讼，尚未了结的重大仲裁案件一起。具体事项为：

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 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》。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。

2、国兴环球土地整理开发有限公司（以下简称“国兴环球”）将富力（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。截至目前，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，宝丰国际自 2007 年 10 月以来，其委派的 2 名董事未接到成都富力熊猫城召开董事会的任何有效通知和文件，无法参与运作与管理，成都富力熊猫城的经营管理发生严重困难，无法正常运作，遂向人民法院提起上述诉讼。截至目前，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”）将广州天力建筑工程有限公司（以下简称“天力建筑”）作为被告，向重庆市第一中级人民法院提起诉讼。永畅建材与天力建筑于 2014 年 6 月签订《商品混凝土购销合同》，由永畅建材向天力建筑位于沙坪坝区大学城富力城项目供应商品混凝土，截至 2016 年 9 月，天力建筑尚有 47768539.41 元未支付给永畅建材，永畅建材认为天力建筑未按约定支付货款，遂向法院提起上述诉讼。截至目前，上述案件正在一审审理过程中，尚未判决。

5、尚未了结的重大仲裁案件方面，山西丰蕴热力有限公司（以下简称“丰蕴热力”）将太原富力城房地产开发有限公司（以下简称“太原富力城”）作为被申请人，向太原市仲裁委员会提起仲裁。截至目前，上述案件正在仲裁庭审理过程中，尚未裁决。

上述未决诉讼及仲裁案件涉及金额较小，对公司的整体偿债能力影响不大。

#### 5. 对存续期内债券覆盖程度

截至报告出具日，公司存续期内债券为 10 亿元“17 富力地产 MTN001”，于 2017 年 4 月发行，将于 2020 年 4 月兑付。

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 421.12 亿元、459.51 亿元和 576.54 亿元，分别为存续期内债券的 42.11 倍、45.95 倍和 57.65 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 102.71 亿元、104.41 亿元和 120.19 亿元，分别为存续期内债券的 10.27 倍、10.44 倍和 12.02 倍。

整体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券保障程度较好。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

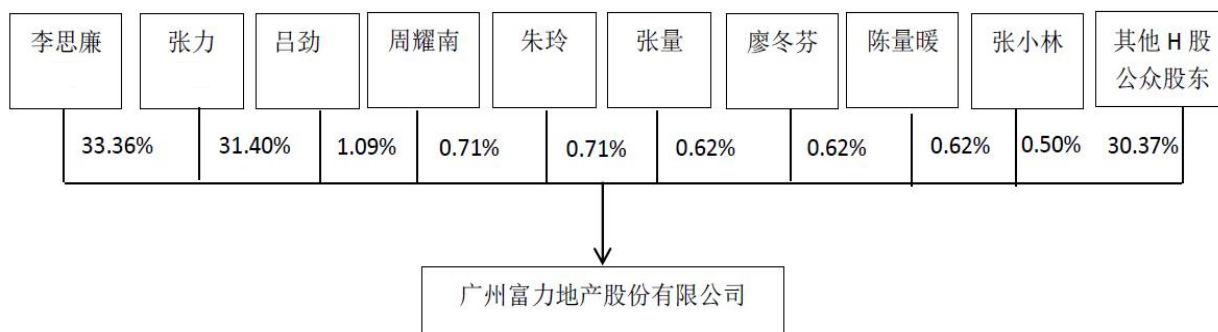
#### 7. 抗风险能力

基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

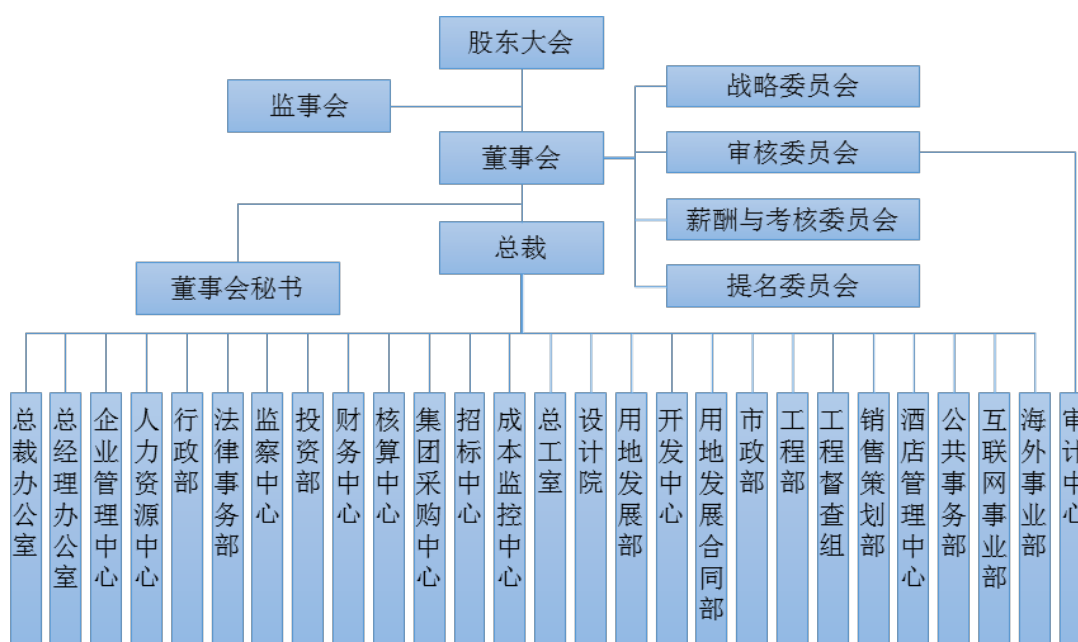
### 十、结论

综合考虑，联合资信维持广州富力地产股份有限公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17 富力地产 MTN001”AAA 的信用等级。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图<sup>1</sup>



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



<sup>1</sup> 李思廉持有内资股 1045092672 股，占公司总股本比例为 32.43%；持有 H 股 30000000 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%。张力持有内资股 1005092672 股，占公司总股本比例为 31.19%；持有 H 股 6632800 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%。

## 附件 2 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	198.30	212.84	459.69	404.90
资产总额(亿元)	1717.84	1836.61	2263.68	2325.04
所有者权益(亿元)	520.83	491.74	468.04	471.36
短期债务(亿元)	221.05	326.79	336.82	230.92
长期债务(亿元)	454.94	497.47	869.48	976.16
全部债务(亿元)	675.99	824.26	1206.30	1207.08
营业收入(亿元)	348.13	443.97	538.25	46.54
利润总额(亿元)	88.76	90.60	96.47	2.22
EBITDA(亿元)	102.72	104.41	120.19	--
经营性净现金流(亿元)	-164.22	54.14	59.17	-33.64
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	7.36	9.16	8.94	--
存货周转次数(次)	0.24	0.27	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.25	0.26	--
现金收入比(%)	110.71	99.40	95.73	
营业利润率(%)	31.95	26.46	24.23	31.58
总资本收益率(%)	6.18	5.81	5.25	--
净资产收益率(%)	12.50	13.69	15.10	--
长期债务资本化比率(%)	46.62	50.29	65.01	67.44
全部债务资本化比率(%)	56.48	62.63	72.05	71.92
资产负债率(%)	69.68	73.23	79.32	79.73
流动比率(%)	191.18	176.16	203.87	221.94
速动比率(%)	51.69	50.63	80.18	77.85
经营现金流负债比(%)	-23.17	6.70	6.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.74	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.58	7.89	10.04	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。