

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
公司債券2019年跟蹤評級報告**

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」）公司債券的評級報告已經上載於上海證券交易所的網站（<http://www.sse.com.cn>）：

- 廣州富力地產股份有限公司公司債券2019年跟蹤評級報告

為遵守上市規則第 13.10B 條，該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，二零一九年五月二十四日

於本公告日期，本公司的執行董事為李思廉博士、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[2019]753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”、“16 富力 05”、“18 富力 08”、“18 富力 10”、“19 富力 01”和“19 富力 02”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：

二零一九年五月二十四日

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 公开发行公司债券 2019 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	债券余额	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	2.45 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2018/5/25
16 富力 01	60.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2018/5/25
16 富力 03	36.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2018/5/25
16 富力 04	19.50 亿元	6 年 (3+3)	AAA	AAA	2018/5/25
16 富力 05	9.50 亿元	7 年 (5+2)	AAA	AAA	2018/5/25
18 富力 08	40.00 亿元	4 年 (2+2)	AAA	AAA	2018/10/19
18 富力 10	70.20 亿元	4 年 (2+2)	AAA	AAA	2018/12/05
19 富力 01	15.80 亿元	4 年 (2+2)	AAA	AAA	2019/2/20
19 富力 02	4.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2019/2/20

跟踪评级时间：2019 年 5 月 24 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	2,980.67	3,661.53
所有者权益 (亿元)	648.62	698.30
长期债务 (亿元)	1,138.29	1,109.49
全部债务 (亿元)	1,422.44	1,642.45
营业收入 (亿元)	594.04	770.41
净利润 (亿元)	214.26	87.29
EBITDA (亿元)	283.33	171.49
经营性净现金流 (亿元)	-18.01	2.07
营业利润率 (%)	29.02	30.10
净资产收益率 (%)	38.37	12.96
资产负债率 (%)	78.24	80.93
全部债务资本化比率 (%)	68.68	70.17
流动比率 (倍)	1.90	1.53
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.20	1.88
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.10	0.67

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

2018 年，广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）销售状况良好，基于未来发展需要，公司继续采取积极的土地拓展策略，并加大开工力度。目前公司土地储备充裕。公司酒店业务有望持续为公司贡献稳健的现金流。公司保持良好盈利能力，现金流状况有所改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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酒店资产的整合，公司经营收入及盈利水平有望获得增长，且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”、“16 富力 05”、“18 富力 08”、“18 富力 10”、“19 富力 01”和“19 富力 02”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。2018 年，公司继续保持较强的市场竞争力。

2. 截至 2018 年底，公司土地储备充裕，为公司后续发展提供良好的基础。

3. 2018 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. 2018 年，公司酒店业务收入大幅增长；同时酒店资产也为公司贡献了一定的现金流。

关注

1. 未来一段时期房地产行业仍将持续受

到政策调控的影响，公司经营将持续面临一定的政策风险。

2. 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. 公司投资性房地产规模较大，未来若房地产行业出现波动，易对相关资产公允价值产生影响，进而影响公司净利润水平。

5. 2018年，公司债务规模进一步增长，公司整体债务负担较重。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@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：



联合信用评级有限公司

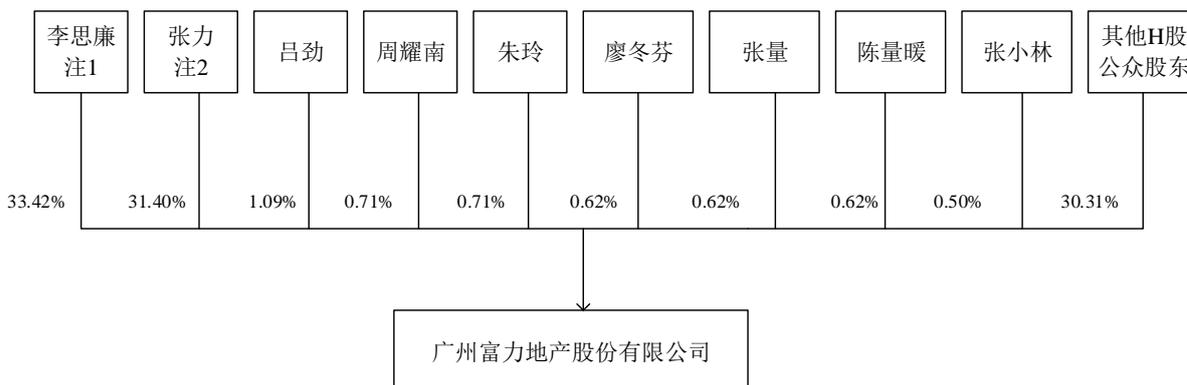
一、主体概况

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，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”）会于 2005 年 5 月 8 日出具的《关于同意广州富力地产股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监国合字〔2005〕15 号）批准，公司在香港联交所主板市场以每股 10.80 港元的价格公开发行 21,151.46 万股 H 股。股票发行后，公司总股本为 76,329.18 万股，股票代码 2777.HK，股票简称“富力地产”。

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

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



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0.32亿股，占公司总股本比例为0.99%。李思廉持有内资股与H股合计占公司总股本比例为33.42%。2、张力持有内资股10.05亿股，占公司总股本比例为0.21%；持有H股0.066亿股，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%。

2018 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。公司区域公司包括华南、华北、华东、西北、中南、西南、海南七大区域公司，主要负责各自区域内地区公司统筹管理以及项目招标、投资拓展等职能（公司 2018 年底组织结构详见附件 1）。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,661.53 亿元，负债合计 2,963.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 698.30 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 682.20 亿元。2018 年，公司实现营业收入 770.41 亿元，净利润（含少数股东损益）87.29 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 84.05 亿元；经营活动现金流量净额为 2.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.86 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、债券概况

1. 15 富力债

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，于2015年8月25日上市，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2018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。2018年7月13日，为公司调整票面利率选择权行权日和回售日，公司选择上调“15富力债”后2年的票面利率205个基点，即“15富力债”存续期后2年（2018年7月13日至2020年7月12日）的票面利率为7.00%，投资者回售行权金额为62.55亿元，公司支付了“15富力债”2017年7月13日至2018年7月12日期限内的利息和回售金额，“15富力债”债券余额为2.45亿元。

2. 16富力01、16富力03、16富力04和16富力05

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，于2016年3月9日上市，债券简称“16富力01”，债券代码136140.SH。截至2018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。2018年1月11日，公司支付了“16富力01”债券2017年1月11日至2018年1月10日期限内的利息。2019年1月11日为公司调整票面利率选择权的行权日和回售日，公司选择上调“16富力01”后2年的票面利率325个基点，即“16富力01”存续期后2年（2019年1月11日至2021年1月10日）的票面利率为7.20%，登记回售金额为1.04亿元，通过对回售部分债券转售后，“16富力01”债券余额为60亿元。

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，于2016年3月11日上市，债券简称“16富力03”，债券代码136188.SH，募集资金用于偿还金融机构借款和补充营运资金。截至2018年底，“16富力03”募集资金使用与募集说明书相关承诺一致。2018年1月23日，公司支付了“16富力03”债券2017年1月22日至2018年1月21日期限内的利息。2019年1月22日为公司调整票面利率选择权的行权日和回售日，公司选择上调“16富力03”后2年的票面利率305个基点，即“16富力03”存续期后2年（2019年1月22日至2021年1月21日）的票面利率为7.00%，登记回售金额为72.80万元，通过对回售部分债券转售后，“16富力03”债券余额为36亿元。

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，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，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2018年底，“16富力04”和“16富力05”债券募集资金使用与募集说明书相关承诺一致。2018年4月9日，公司支付了“16富力04”和“16富力05”债券2017年4月7日至2018年4月6日期限内的利息。2019年4月6日，为“16富力04”调整票面利率选择权的行权日和回售日，公司选择上调“16富力04”后2年的票面利率322个基点，即“16富力04”存续期后2年（2019年4月7日至2022年4月6日）的票面利率为6.70%，登记回售金额为4.06亿元，通过对回售部分债券转售后，“16富力04”债券余额为19.50亿元。

3. 18富力08、18富力10

2018年9月，经中国证监会证监许可〔2018〕1567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130.00亿元（含130.00亿元）的公司债券，采用分期发行方式。

2018年12月3日，公司发行“广州富力地产股份有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种一)”，发行规模40亿元，发行期限4年，含第2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6.58%，该公司债券已于2018年12月17日上市，债券简称“18富力08”，债券代码155061.SH，募集资金全部用于偿还公司已发行公司债券（“16富力01”和“16富力03”）于2019年内的到期回售部分，同时在保证不影响募集资金投向项目正常使用的前提下，公司可根据实际情况，将部分闲置募集资金用于暂时补充流动资金。截至2018年底，“18富力08”募集资金使用与募集说明书相关承诺一致。截至本报告出具日，“18富力08”尚未到第一个付息日。

2018年12月28日，公司发行“广州富力地产股份有限公司公开发行2018年公司债券(第二期)(品种一)”，发行规模70.20亿元，发行期限4年，含第2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7.00%，该公司债券已于2019年1月18日上市，债券简称“18富力10”，债券代码155106.SH，募集资金全部用于偿还公司已发行公司债券（“16富力01”、“16富力03”、“16富力04”和“16富力06”）于2019年内的到期回售部分。截至2019年4月底，资金的使用与募集说明书相关承诺一致。截至本报告出具日，“18富力10”尚未到第一个付息日。

4. 19富力01、19富力02

2018年9月，经中国证监会证监许可〔2018〕1567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130.00亿元（含130.00亿元）的公司债券，采用分期发行方式。

2019年5月9日，公司发行“广州富力地产股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(品种一)”，发行规模15.80亿元，发行期限4年，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率为5.60%，债券简称“19富力01”，债券代码155404.SH。“19富力01”债券募集资金全部用于偿付公司已发行公司债券于2019年内到期回售部分。

2019年5月9日，公司发行“广州富力地产股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(品种二)”，发行规模4.00亿元，发行期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率为6.48%，债券简称“19富力02”，债券代码155405.SH。“19富力02”债券募集资金全部用于偿付公司已发行公司债券于2019年内到期回售部分。

本报告所跟踪债券如下表所示。

表1 截至评级报告出具日本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	发行金额	债券余额	期限	发行利	调整后利率
15富力债	122395.SH	65.00	2.45	5(3+2)	4.95	7.00
16富力01	136140.SH	60.00	60.00	5(3+2)	3.95	7.20
16富力03	136188.SH	36.00	36.00	5(3+2)	3.95	7.00
16富力04	136360.SH	19.50	19.50	6(3+3)	3.48	6.70
16富力05	136361.SH	9.50	9.50	7(5+2)	3.95	--
18富力08	155061.SH	40.00	40.00	4(2+2)	6.58	--
18富力10	155106.SH	70.20	70.20	4(2+2)	7.00	--
19富力01	155404.SH	15.80	15.80	4(2+2)	5.60	--

19 富力02	155405.SH	4.00	4.00	5 (3+2)	6.48	--
合计	--	320.00	257.45	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

注：调整后利率为相关债券到达调整票面利率选择权的行权日公司调整后利率。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

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

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。

图2 2015~2018年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏

出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

总体看，2016年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产发债企业进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

（3）市场供需情况

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1~11月上涨0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年底减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2018年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，

一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行后稳中小幅波动态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

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

4. 行业政策

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。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长

效机制方案。

5. 行业关注

(1) 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

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) 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

(3) 中小房企面临被整合风险

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

6. 行业发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

（4）转变盈利模式，提升经营收益

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

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

四、管理分析

2018年，公司因业务发展需要任命谢威先生为副总裁。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

2018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。2018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29.69%至770.41亿元；公司实现净利润87.29亿元，同比减少59.26%，主要由于2017年公司收购形成了131.08亿元的合并收益致使2017年净利润处于较高水平。

2018年公司主营业务收入依然较为突出，在营业收入中占比为99.77%。房地产开发与销售是公司主营业务收入最重要的来源，2018年房产开发与销售业务收入在主营业务收入中的比重为86.37%，比重小幅下降，受酒店服务收入大幅增加影响，酒店服务收入在主营业务收入中的比重上升5.13个百分点至9.14%，而物业出租、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。2018年，房地产开发与销售业务收入663.88亿元，同比增长23.61%，主要系项目结转规模增长所致；酒店服务收入70.28亿元，同比大幅增加46.49亿元，主要系合并了收购的酒店收入。公司其他服务业务主要为物业管理、建筑工程等业务，2018年收入为23.44亿元，同比增长4.27%，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。2018年，公司房地产开发与销售业务的毛利率为41.36%，较上年上升2.21个百分点，主要系结转的项目集中于二三线城市，受益于房地产市场整体行情上涨影响，单位售价及毛利率均有所提高所致，受此影响2018年公司主营业务毛利率上升0.82个百分点至37.88%。公司其他业务毛利率为-33.34%，仍为亏损状态，主要系足球俱乐部业务毛利率波动所致。

表2 2017~2018年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	537.09	90.61	39.15	663.88	86.37	41.36
商业物业租赁	9.41	1.59	100.00	11.01	1.43	100.00
酒店服务	23.79	4.01	20.39	70.28	9.14	19.01
其他服务	22.48	3.79	-21.38	23.44	3.05	-33.34
合计	592.78	100.00	37.06	768.61	100.00	37.88

资料来源:公司审计报告

总体看,2018年公司经营有所波动,得益于结转规模增长以及酒店收入增加,公司收入水平大幅增长;同时由于房地产开发与销售的毛利率增加影响,公司毛利率水平有所上升;受非经常性损益规模下降影响,公司净利润下降幅度较大。

2. 业务运营

(1) 房地产开发与销售

土地储备方面,2018年,公司采取积极的土地拓展策略,以保证未来可售资源的可持续性,在49个城市和地区投入371.00亿元收购61块土地,新增土地权益可售面积约1,404.90万平方米,61块土地中有32块位于公司现有的城市 and 地区,29块位于新进入的28个城市。2018年,公司收购土地的楼面均价约为2,600.00元/平方米。截至2018年底,公司土地储备权益总建筑面积约6,951.10万平方米(其中投资性物业权益建筑面积216.80万平方米),可满足公司未来至少3年的开发需求。但公司目前土地储备有部分位于三四线城市,目前房地产地区分化趋势使其未来收益实现具有一定不确定性。截至2018年底,公司权益可售面积合计约5,782.70万平方米,根据公司过往销售节奏,可满足公司未来3~4年的销售需求。从区域分布看,公司储备项目主要位于华北地区、华南地区以及西北和中南地区。

表3 截至2018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
华北地区	1,618.50	1,358.60
华南地区	1,354.20	1,187.40
西北地区	1,284.10	1,112.60
中南地区	768.70	699.40
华东地区	715.50	526.10
海南	332.60	298.70
海外	660.70	402.90
投资物业	216.80	197.00
合计	6,951.10	5,782.70

资料来源:公司提供

项目开发方面,为能提供更多可售资源,2018年公司新开工权益建筑面积由2017年的1,174万平方米大幅增长85%至2,176.20万平方米;权益竣工面积923.80万平方米,较年初增长36%;截至2018年底,在建权益建筑面积较年初上升71%至3,023.60万平方米。

表4 2017~2018年公司主要开发数据情况(单位:万平方米)

项目	2017年	2018年
权益新开工面积	1,173.80	2,176.20
房屋权益竣工面积	677.60	923.80
期末权益在建面积	1,771.20	3,023.60

资料来源:公司提供

注:本年期末在建面积=上年期末在建面积+本年新开工面积-本年房屋竣工面积

在建项目方面,截至2018年底,公司主要在建项目合计131个,其中华北地区42个、华南地区31个、东北地区11个、华东地区32个、华中地区3个、西南地区12个。公司主要在建项目总投资额4,151.22亿元,截至2018年底已完成投资2,228.91亿元,尚需投资1,922.31亿元,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62.41%。从城市分布看,公司在建项目在一二三四线城市均有布局,针对目前国内房地产市场分化情况明显的局面,公司项目分散区域布局有利于降低未来区域房地产市场波动风险,但同时位于一些三四线的项目未来可能面临一定去化压力。截至2018年底,公司主要在建项目如下表所示。

表5 截至2018年底公司主要境内在建项目投资情况(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	尚需投资
海南	6	417.56	392.10	179.01	213.09
惠州	5	525.04	192.09	122.22	69.87
梅州	1	235.16	82.92	45.25	37.67
广州	2	83.50	48.18	32.16	16.01
珠海	2	51.10	25.53	9.96	15.57
江门	2	59.20	27.57	17.04	10.53
莆田	1	53.90	26.34	18.13	8.21
漳州	1	23.80	10.03	4.82	5.21
三明	1	15.70	8.03	5.15	2.88
福州	1	29.21	31.28	30.48	0.80
其他	9	175.41	90.21	37.93	52.28
华南地区合计	31	1,669.56	934.26	502.14	432.12
太原	8	668.67	393.15	250.01	143.15
天津	5	484.53	344.69	206.40	138.29
北京及周边	5	173.52	191.51	102.38	89.13
包头	3	223.44	110.51	47.19	63.32
大同	1	210.98	77.11	33.79	43.33
石家庄	2	76.95	34.88	12.36	22.52
呼和浩特	2	65.28	32.13	10.71	21.42
西安	3	185.07	79.54	58.99	20.55
乌鲁木齐	1	64.16	37.08	16.75	20.32
秦皇岛	1	30.30	14.01	5.91	8.10
其他	11	544.00	265.69	119.59	146.10
华北地区合计	42	2,726.89	1,580.30	864.07	716.22
沈阳	5	158.32	135.64	52.37	83.27
铁岭	2	137.65	66.38	10.67	55.71
哈尔滨	2	168.25	134.05	89.68	44.36

其他	2	153.32	73.74	21.08	52.67
东北地区合计	11	617.54	409.81	173.80	236.01
上海	2	79.71	137.60	97.53	40.07
无锡	3	120.51	142.04	110.34	31.70
南通	4	96.63	49.64	18.00	31.64
温州	2	62.71	62.04	31.44	30.60
宁波	3	85.20	69.65	40.49	29.16
杭州	4	89.69	66.71	43.23	23.49
青岛	1	31.62	29.61	10.94	18.68
南昌	3	59.70	42.68	30.61	12.07
九江	2	32.30	15.12	6.78	8.34
东营	1	20.83	15.00	7.38	7.62
上饶	2	28.81	13.87	6.53	7.33
烟台	1	27.93	11.21	7.83	3.38
抚州	1	13.03	7.38	4.11	3.27
其他	3	117.20	63.38	32.30	31.08
华东地区合计	32	865.87	725.94	447.52	278.42
重庆	4	564.59	249.02	129.96	119.06
成都	1	86.05	56.33	36.70	19.63
昆明	1	13.10	14.29	3.21	11.08
贵阳	2	48.67	23.89	14.37	9.52
其他	4	77.56	52.26	24.31	27.94
西南地区合计	12	789.97	395.78	208.56	187.22
湘潭	1	329.86	86.14	24.70	61.43
天门	1	25.80	9.25	3.20	6.05
鄂州	1	18.69	9.74	4.91	4.83
华中地区合计	3	374.35	105.14	32.82	72.32
合计	131	7,044.18	4,151.22	2,228.91	1,922.31

资料来源：根据公开资料整理

物业销售方面，2018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1,018.01万平方米和1,310.56亿元，同比增幅分别为60.97%和60.09%。2018年，协议销售均价为12,873.70元/平方米，较上年小幅下降。结转方面，2018年，公司房地产结转销售面积601.60万平方米，结转收入663.88亿元，同比分别增长27.72%和23.61%；2018年，公司房地产项目平均结转价格11,035.32元/平方米，较上年小幅下降。

表6 2017~2018年公司房地产销售及结转情况

项目	2017年	2018年
协议销售面积（万平方米）	632.42	1,018.01
协议销售金额（亿元）	818.63	1,310.56
协议销售均价（元/平方米）	12,944.40	12,873.70
结转销售面积（万平方米）	471.03	601.60
结转销售收入（亿元）	537.09	663.88
平均结转价格（元/平方米）	11,402.46	11,035.32

资料来源：公司提供

分地区来看，2018年，公司房地产销售主要来自于国内华北、华南两大区域。2018年，华北和华南地区协议销售金额分别同比增长73%和28%至298.54亿元和279.84亿元，海南地区协议销售金额同比增长21%至59.47亿元。从销售省份分布来看，广东和山西协议销售金额占比最高，分别达到12.42%和11.26%。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7 2018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
天津市	48.56	4.77	39	68.01	5.19	20
河北省	57.22	5.62	343	62.85	4.80	273
北京市	14.82	1.46	51	59.00	4.50	34
山东省	44.09	4.33	252	49.03	3.74	380
黑龙江省	16.86	1.66	-21	24.15	1.84	-17
辽宁省	20.59	2.02	106	19.95	1.52	158
河南省	10.94	1.07	68	15.55	1.19	98
华北地区	213.08	20.93	97	298.54	22.78	73
广东省	126.45	12.42	-1	162.83	12.42	-1
重庆市	81.93	8.05	120	73.72	5.62	159
贵州省	26.47	2.60	143	30.45	2.32	205
四川省	9.63	0.95	-22	9.09	0.69	-9
广西省	2.94	0.29	-33	3.75	0.29	-30
华南地区	247.42	24.30	28	279.84	21.35	28
浙江省	66.42	6.52	54	122.45	9.34	71
江苏省	59.76	5.87	66	84.60	6.45	57
上海市	7.86	0.77	-23	43.59	3.33	19
安徽省	36.88	3.62	90	27.51	2.10	111
华东地区	170.92	16.79	57	278.15	21.22	59
山西省	129.05	12.68	41	147.61	11.26	75
内蒙古	69.88	6.86	97	57.45	4.38	101
陕西省	24.74	2.43	75	25.73	1.96	107
新疆	1.88	0.18	--	2.21	0.17	--
西北地区	225.55	22.16	60	233.00	17.78	86
福建省	35.9	3.53	60	46.78	3.57	44
江西省	35.95	3.53	893	38.59	2.94	875
湖南省	10.76	1.06	54	8.89	0.68	36
湖北省	9.08	0.89	--	6.96	0.53	--
中南地区	91.69	9.01	178	101.22	7.72	135
海南	37.71	3.70	15	59.47	4.54	21
海南地区	37.71	3.70	15	59.47	4.54	21
马来西亚	18.61	1.83	25	38.5	2.94	27
柬埔寨	11.53	1.13	--	15.55	1.19	--
澳大利亚	1.5	0.15	25	6.31	0.48	27
海外地区	31.64	3.11	99	60.36	4.61	73
总计	1,018.01	100.00	61	1,310.58	100.00	60

资料来源：公司年报，联合评级整理

(2) 酒店服务和商业物业租赁

酒店业务方面，2018年，公司无新开业酒店。收购72家酒店资产后，公司合计拥有89家运营中酒店，另有在建酒店以及规划中酒店共计37家，合计126家酒店，成为全球最大豪华酒店资产拥有者。2018年，公司酒店业务营业收入同比增加46.49亿元至70.28亿元，主要系合并了酒店收入。

自持商业物业租赁方面，2018年新增上海奉贤和山东淄博富力万达广场以及广州国际空港物流园项目，2018年实现商业物业租赁收入11.01亿元，同比增长17.00%。2018年，公司各项目增值率较为稳定，未出现增值明显项目。

表8 2018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	增值金额	年度变动率
北京富力城地下综合体	83,245.88	87,080.32	3,834.44	4.61
北京富力中心及广场	639,485.45	651,044.05	11,558.60	1.81
广州富力中心	531,284.51	541,939.93	10,655.42	2.01
广州家信商业中心	51,496.30	52,552.36	1,056.06	2.05
广州富力院士庭商铺	39,291.84	39,615.10	323.26	0.82
广州皇上皇大厦	12,508.43	12,717.14	208.71	1.67
广州富力广场北区商铺	2,006.87	2,015.59	8.72	0.43
广州富力广场商铺	39,655.15	40,428.63	773.48	1.95
重庆海洋广场	90,716.14	91,508.45	792.31	0.87
重庆富力城商铺	35,542.53	38,279.28	2,736.75	7.70
成都天汇一期商场	359,710.78	371,253.61	11,542.83	3.21
天津富力城商场	50,608.25	51,793.09	1,184.84	2.34
广州海珠城广场	213,292.77	217,489.33	4,196.56	1.97
广州狮岭(国际)皮革皮具城	112,216.09	114,584.67	2,368.58	2.11
佛山富力华南国际金融中心	74,998.08	75,962.48	964.40	1.29
大连富力中心	145,373.21	147,747.41	2,374.20	1.63
上海奉贤富力万达广场	--	35,860.04	35,860.04	--
山东淄博富力万达广场	--	17,964.13	17,964.13	--
广州国际空港物流园	--	312,103.02	312,103.02	--
合计	2,481,432.28	2,901,938.63	420,506.35	16.95

资料来源:公司提供

总体看,2018年公司协议销售规模大幅增长,公司相应加大土地储备获取力度和开工力度。目前公司土地储备充足,可售项目充足,能够为未来3~4年的销售提供良好支撑。酒店业务和自持商业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。

3. 重大事项

截至2018年底,公司已付清收购的万达商业酒店中72家酒店转让价款(含大连万达中心写字楼)184.24亿元,该72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

房地产市场分化，公司部分项目位于三四线城市，存在一定去化压力

房地产市场发展结构性分化严重，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。

公司投资性物业规模较大，存在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。

公司未来存在较大规模资本支出

房地产开发项目一般投资周期较长，投资规模较大，属于资金密集型产业。截至 2018 年底，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。

5. 未来发展

公司已经形成以华南、华北、华东、西北、中南、西南、海南七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。

随着公司酒店资产收购的逐步完成，公司商业地产板块收入占比大幅增长，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，应对各地方政府差别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 2018 年的合并财务报表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，2018年，公司新设立了85家子公司，注销了3家子公司，收购子公司26家，非同一控制下企业合并子公司7家。公司合并范围发生较大变化。截至2018年底，公司合并范围内共有子公司670家。

截至2018年底，公司合并资产总额3,661.53亿元，负债合计2,963.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计698.30亿元，其中，归属于母公司所有者权益682.20亿元。2018年，公司实现营业收入770.41亿元，净利润（含少数股东损益）87.29亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润84.05亿元；经营活动现金流量净额为2.07亿元，现金及现金等价物净增加额为0.86亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额3,661.53亿元，较年初增长22.84%，流动资产和非流动资产均有所增长；资产构成中，流动资产占比74.02%，非流动资产占比25.98%，非流动资产占比较年初小幅下降。

（1）流动资产

流动资产方面，截至2018年底，公司流动资产2,710.35亿元，较年初增长26.87%，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12.81%）、其他应收款（占比8.32%）和存货（占比71.25%）构成。

截至2018年底，公司货币资金账面余额347.07亿元，较年初增长7.74%，主要系2018年公司销售回款规模增加，且投资性支出有所减少所致；公司的货币资金以银行存款为主，占比99.82%，其中受限资金为149.24亿元，占货币资金总额的43.00%，主要为房款监控户、贷款保证金、建筑工人工资保证金及拆迁专户资金等，货币资金受限比例较大。截至2018年底，公司其他应收款225.44亿元，较年初增长10.56%，主要系关联方往来款、合作诚意金等增加所致；从账龄分布看，一年以内的占比57.12%，1~2年的占比为14.29%，2~3年的占比为11.06%，三年以上的占比为17.53%，累计计提坏账准备1.03亿元，公司其他应收款中1年以上占比较大，主要以合作诚意金（占比40.53%）和保证金、押金（占比29%）为主，回收风险不大；期末余额前五大其他应收款合计为66.72亿元，占比为29.46%，集中度一般。截至2018年底，公司存货账面价值为1,930.99亿元，较年初增长33.45%，主要系2018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67.45%、21.71%和10.33%；公司的土地和房地产项目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。

（2）非流动资产

非流动资产方面，截至2018年底，公司非流动资产总额为951.18亿元，较年初增长12.66%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比11.20%）、投资性房地产（占比30.51%）、固定资产（占比32.80%）、无形资产（占比11.13%）和递延所得税资产（占比9.16%）构成。截至2018年底，公司长期股权投资为106.57亿元，较年初增长39.76%，主要系合作开发项目增加所致。截至2018年底，公司投资性房地产账面价值290.19亿元，较年初增长16.95%，主要系自建的房屋及建筑物以及公允价值等增加所致。截至2018年底，公司固定资产账面价值为312.03亿元，较年初减少2.15%；构成主要为房屋及建筑物（占比94.72%），截至2018年底，公司固定资产累计折旧86.90亿元，固定资产成新率为72.15%，成新率较高。截至2018年底，公司无形资产105.85亿元，较年初增长8.23%，主要系公司购买的土地

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 2018 年底，递延所得税资产账面余额为 87.16 亿元，较年初增长 35.82%。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 1,192.38 亿元，占资产总额的 32.57%，其中货币资金 149.24 亿元，存货 545.57 亿元，固定资产 265.77 亿元，投资性房地产 145.81 亿元，以及其他受限资产 96.00 亿元，公司资产受限比例一般。

总体看，得益于公司加大土地获取力度和开发力度，公司资产规模较年初持续增长。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，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 2018 年底，公司负债合计 2,963.23 亿元，较年初增长 27.07%，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 59.97% 和 40.03%，受一年内到期的非流动负债等大幅增加影响，流动负债占比较年初上升 11.66 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 1,777.19 亿元，较年初增长 57.74%，主要系预收款项、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 7.76%）、应付账款（占比 15.21%）、预收款项（占比 22.12%）、其他应付款（占比 18.48%）、一年内到期的非流动负债（占比 21.70%）以及其他流动负债（占比 8.55%）构成。

截至 2018 年底，公司合同负债合计（为原预收款项科目）393.06 亿元，较年初预收款项大幅增长 32.22%，主要系 2018 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 328.39 亿元，较年初大幅增长 66.29%，主要系公司收到合营、联营企业往来款增加，期末收到的购房定金余额提高以及收到合作对象的支付合作诚意金（其他款项）余额大幅增长所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 385.61 亿元，较年初增长 195.39%，主要系部分长期借款及应付债券临近偿付期限转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1,186.04 亿元，较年初减少 1.61%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 63.35%）和应付债券（占比 30.15%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款余额合计为 751.41 亿元，较年初增长 36.68%，主要系融资需求增加所致；其中抵押借款占比 81.30%、质押借款占比 5.63%、保证借款占比 13.07%；公司长期借款于 2020 年到期金额 229.45 亿元、2021 年到期金额 152.58 亿元、2022 年到期金额 30.36 亿元、2023 年到期金额 41.84 亿元、2024 年及之后到期金 297.17 亿元，公司长期借款于 2020 年面临一定的集中偿付压力。2018 年，公司发行了四期公司债以及三期美元债券，共募集资金 143.39 亿元；同时公司当期三期债券到达回售期，共兑付回售金额 232.25 亿元，叠加部分将于一年内到期债券转入流动负债，应付债券账面价值较年初减少 39.10% 至 357.61 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务为 1,642.45 亿元，较年初增长 15.47%，主要系短期债务增长所致；债务结构中，短期债务和长期债务分别占比 32.45% 和 67.55%，长期债务占比较年初下降 12.47 个百分点；截至 2018 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 80.93%、70.17% 和 61.37%，资产负债率和全部债务资本化率较年初分别增长 2.69 个百分点和 1.49 个百分点，长期债务资本化比率较年初下降 2.33 个百分点。整体看，受公司业务规模扩大，资金需求增加影响，公司债务规模增加，目前公司债务负担较重，债务期限结构有所短期化但仍较为合理。

截至 2018 年底，公司所有者权益 698.30 亿元，较年初增长 7.66%，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 682.20 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占 1.18%，资本公积占 5.43%，其他综合收益占 0.82%，盈余公积占 0.59%，未分配利润占 91.97%。公司未分配利润占比很高，权益的稳定性较弱。

总体看，2018 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，且短期债务占比增加；同时公司所有者权益中未分配利润的占比很高，权益的稳定性较弱。

3. 盈利能力

公司房地产业务收入逐年增长，2018 年公司的营业收入为 770.41 亿元，同比增长 29.69%，主要系房地产结转规模增长所致。2018 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小幅上升 0.82 个百分点至 37.88%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额为 129.37 亿元，同比增长 93.04%。2018 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 19.76%、42.09% 和 38.15%。公司销售费用受销售规模的上升影响同比增长 40.87% 至 25.57 亿元；管理费用受职工成本上升影响同比上升 59.56% 至 54.45 亿元；公司财务费用同比大幅上涨 234.75% 至 49.35 亿元，主要系受公司融资成本上涨及融资规模增加影响，同时公司以美元、港元计价的境外债务规模增长，受人民币对美元、港币汇率下跌影响，当期发生 17.65 亿元汇兑损失所致；由于公司存在境外融资，汇率波动对财务费用存在一定影响。

利润构成方面，2018 年，公司营业利润为 114.79 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 7.30 亿元，占营业利润的比重为 6.36%，占比不大；投资收益为 4.67 亿元，同比增加 3.75 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致；营业外收入 8.03 亿元，较上年减少 93.95%，主要系 2017 年收购产生营业外收入规模较大所致，受其影响，利润总额和净利润同比分别减少 51.00% 和 59.26% 至 120.81 亿元和 87.29 亿元，2018 年非经营性损益对利润水平影响较小。

2018 年，受利润水平下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.37%、4.57% 和 12.96%，较上年分别下降 7.51 个百分点、5.86 个百分点和 25.41 个百分点。

总体看，2018 年，得益于结转规模增长，公司收入规模和营业利润大幅增长；同时，由于 2017 年收购酒店资产而获得大额合并收益的影响，非经常性损益规模较大，而 2018 年非经常性损益规模较小，导致 2018 年利润总额、净利润同比下降幅度较大。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2018 年得益于协议销售规模大幅增长，公司经营活动现金流入金额 1,042.21 亿元，同比增长 32.61%；同时，公司加快房地产项目开发建设，经营活动现金流出金额 1,040.15 亿元，同比增长 29.38%；公司经营活动现金净流量为 2.07 亿元，由净流出转为净流入状态。

从投资活动情况来看，公司投资活动流入现金规模较小，2018 年公司投资活动现金流入金额 1.73 亿元；公司投资活动现金流出金额 59.70 亿元，同比大幅减少 73.11%，主要系当期无大规模收购支出所致；公司投资活动现金流量净额为 -57.96 亿元，净流出规模大幅减少。

从筹资活动情况来看，2018 年公司筹资活动现金流入金额 943.05 亿元，同比增长 29.59%，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 886.06 亿元，同比大幅增长 61.82%，主要系当期公司回售债券金额较大所致；公司筹资活动现金流量净额为 56.99 亿元，同比大幅减少 68.37%。

总体看，2018年，公司协议销售规模大幅增加，公司经营活动产生的现金转为净流入状态；由于公司当期加快房地产业务拓展以及多元化业务布局，公司投资活动净现金流仍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2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1.53倍和0.44倍。受短期债务规模增长影响，公司现金短期债务比为0.65倍，较年初下降幅度较大，现金类资产对短期债务的保护程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018年公司EBITDA为171.49亿元，同比减少39.48%，主要系利润总额大幅减少所致，EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占比18.12%）和利润总额（占比70.45%）构成。EBITDA利息倍数为1.88倍，EBITDA全部债务比为0.10倍，EBITDA对利息的保障程度一般，对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年底，公司在主要银行的授信总额为1,979.11亿元，尚未使用的授信额度为1,303.49亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为香港联交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司对外担保余额55.85亿元，占净资产的比重为8.00%，或有负债风险较低。

截至2018年底，公司存在两项重大未决诉讼，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）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2018年底，上述案件正在一审审理过程中，尚未判决。

（2）重庆外建永畅建筑材料有限公司（以下简称“永畅建材”）将公司下属子公司广州天力建筑工程有限公司（以下简称“天力建筑”）作为被告，于2016年9月27日向重庆市第一中级人民法院提起诉讼，天力建筑于2016年10月28日收到法院应诉传票，该诉讼请求如下：1）请求判令支付货款0.48亿元及资金占用损失0.23亿元（该损失自起计算至2016年9月13日止，自2016年9月14日起的资金占用损失以应付款项0.48亿元为本金，按人民银行同期贷款利率的四倍计算，利随本清）；2）承担诉讼费用。截至2018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2019年4月9日，公司未结清信贷业务中无不良和关注类记录。

总体看，2018年全部债务增加及短期债务占比上升影响，公司短期偿债能力和长期偿债能力均较为一般。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，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2018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347.07亿元，约为“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”、

“16富力04”、“16富力05”、“18富力08”、“18富力10”、“19富力01”和“19富力02”债券本金合计（257.45亿元）的1.35倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达698.30亿元，约为债券本金合计（257.45亿元）的2.71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”、“16富力05”、“18富力08”、“18富力10”、“19富力01”和“19富力02”债券的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为171.49亿元，约为上述债券本金合计（257.45亿元）的0.67倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度处于较高水平。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入1,042.21亿元，约为上述债券本金合计（257.45亿元）的4.05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”、“16富力05”、“18富力08”、“18富力10”、“19富力01”和“19富力02”的偿还能力极强。

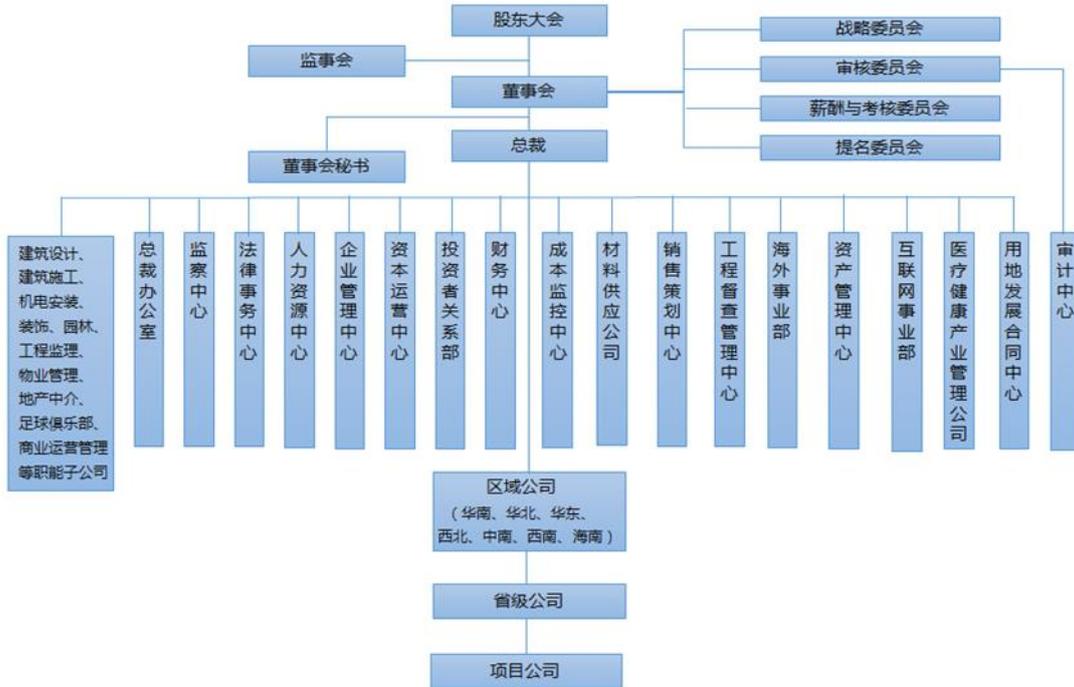
八、综合评价

2018年，公司销售状况良好，为满足未来发展需要，公司继续采取积极的土地拓展策略，并加大开工力度。目前公司土地储备充裕。公司酒店业务有望持续为公司贡献稳健的现金流。公司保持良好的盈利能力，现金流状况有所改善。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酒店资产的整合，公司经营收入及盈利水平有望获得增长，且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“15富力债”、“16富力01”、“16富力03”、“16富力04”、“16富力05”、“18富力08”、“18富力10”、“19富力01”和“19富力02”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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,980.67	3,661.53
所有者权益（亿元）	648.62	698.30
短期债务（亿元）	284.14	532.96
长期债务（亿元）	1,138.29	1,109.49
全部债务（亿元）	1,422.44	1,642.45
营业收入（亿元）	594.04	770.41
净利润（亿元）	214.26	87.29
EBITDA（亿元）	283.33	171.49
经营性净现金流（亿元）	-18.01	2.07
流动资产周转次数（次）	0.30	0.32
存货周转次数（次）	0.30	0.28
总资产周转次数（次）	0.23	0.23
现金收入比率（%）	120.72	120.48
总资本收益率（%）	12.87	5.37
总资产报酬率（%）	10.43	4.57
净资产收益率（%）	38.37	12.96
营业利润率（%）	29.02	30.10
费用收入比（%）	11.28	16.79
资产负债率（%）	78.24	80.93
全部债务资本化比率（%）	68.68	70.17
长期债务资本化比率（%）	63.70	61.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.10
流动比率（倍）	1.90	1.53
速动比率（倍）	0.61	0.44
现金短期债务比（倍）	1.13	0.65
经营现金流动负债比率（%）	-1.60	0.12
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.10	0.67

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。

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+长期应付款

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。