

信用评级公告

联合〔2021〕3900号

联合资信评估股份有限公司通过对广州富力地产股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月十一日



广州富力地产股份有限公司

公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
广州富力地产股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16富力04	AAA	稳定	AAA	稳定
16富力05	AAA	稳定	AAA	稳定
18富力08	AAA	稳定	AAA	稳定
18富力10	AAA	稳定	AAA	稳定
19富力01	AAA	稳定	AAA	稳定
19富力02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16富力04	19.50亿元	19.50亿元	2022/04/07
16富力05	9.50亿元	9.50亿元	2023/04/07
18富力08	40.00亿元	40.00亿元	2022/12/04
18富力10	70.20亿元	42.50亿元	2023/01/03
19富力01	15.80亿元	0.002亿元	2023/05/09
19富力02	4.00亿元	4.00亿元	2024/05/09

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行公司债券

评级时间：2021年6月11日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

跟踪期内，广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）为缓解流动性压力采取进一步调整拿地策略降低支出、加大银行贷款规模、开放股权合作和进行资产处置等一系列回收流动性的措施，偿还大量到期债券；目前，公司资产质量保持良好，债务负担显著下降且结构优化，流动性改善，财务弹性有所恢复。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司城市更新项目资金需求量较大、三线及以下城市土地储备面积占比仍较高、债务结构仍有待进一步改善等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前公司土地储备充裕，且一二线城市的部分城市更新项目陆续进入成熟期，将改善公司的土储质量；随着在建及拟建项目的陆续开发和销售，公司有望保持良好的竞争力，且公司将继续通过加大股权合作力度和资产处置等方式降低资本支出、改善流动性并加大债务偿还力度。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，同时维持“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”的信用等级为AAA，评级展望为“稳定”。

优势

- 行业地位较高，综合竞争力很强。**公司房地产开发的历史较长、开发规模较大、综合实力较强、品牌知名度较高，整体竞争实力位居国内同行业前列。
- 土地储备充裕且质量较高。**公司土地储备充裕且权益占比高，能够满足公司未来较长一段时间销售，为公司后续发展提供良好基础。2020年，公司主要通过城市更新方式在一二线城市拿地，城市更新项目的陆续转化为公司补充了优质土地储备。
- 银行融资渠道畅通。**截至2020年底，公司获得的银行综合授信额度合计2,168.00亿元，较年初增加197.69亿元；尚未使用的授信额度合计1,376.75亿元，剩余额度规模较大。公司为香港联交所上市公司，直接融资渠道较为畅通。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
城市更新储备充裕，转化后可为公司补充优质土地储备				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师

冯 磊 登记编号 (R0040214100006)

罗星驰 登记编号 (R0040218050005)

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

关注

- 房地产行业调控政策收紧。**跟踪期内，房地产行业融资环境整体趋严，房企新增融资受到严格约束。对于存在高杠杆经营的房企，相关监管新政加强了对其融资行为的监管和风险提示。
- 项目城市布局较为分散，位于三线及以下城市的项目面临一定去化风险。**公司项目数量较多且区域分布较分散，存在一定的成本控制压力，且在建项目尚需投资规模较大。公司土地储备中位于三线及以下城市的项目占比较高，仍存在一定的去化压力。
- 受疫情影响，酒店业务盈利能力短期出现下滑。**2020 年，公司酒店服务收入规模及毛利率水平显著下降，受新冠肺炎疫情疫情影响较大。
- 债务结构有待优化，未来仍面临一定的偿付资金需求；财务费用高，易受汇率波动影响。**2020 年以来随着公司到期债券的逐步兑付，公司债务负担显著下降，但债务结构仍有待进一步改善，未来公司仍面临一定的偿付资金需求。此外，公司财务费用高且受汇率波动影响较大。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产（亿元）	347.07	384.36	399.49
资产总额（亿元）	3,661.53	4,272.86	4,355.22
所有者权益（亿元）	698.30	797.69	868.19
短期债务（亿元）	532.07	646.48	677.69
长期债务（亿元）	1,109.49	1,348.71	958.49
全部债务（亿元）	1,641.56	1,995.19	1,636.18
营业收入（亿元）	770.41	909.58	860.04
利润总额（亿元）	120.81	129.56	103.66
EBITDA（亿元）	171.49	198.29	170.44
经营性净现金流（亿元）	2.07	-136.32	389.41
营业利润率（%）	30.10	28.39	19.62
净资产收益率（%）	12.50	11.49	9.03
资产负债率（%）	80.93	81.33	80.07
全部债务资本化比率（%）	70.16	71.44	65.33
流动比率（%）	152.51	158.43	135.30
经营现金流动负债比（%）	0.12	-6.67	16.08
现金短期债务比（倍）	0.65	0.59	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	9.57	10.06	9.60
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	1.49	1.21
公司本部（母公司）			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额（亿元）	1,106.30	1,217.67	1,243.34
所有者权益（亿元）	94.44	132.93	145.68
全部债务（亿元）	427.92	519.21	273.23
营业收入（亿元）	9.26	7.15	42.86
利润总额（亿元）	32.11	41.35	33.84
资产负债率（%）	91.46	89.08	88.28
全部债务资本化比率（%）	81.92	79.62	65.22
流动比率（%）	96.91	105.83	92.17
经营现金流动负债比（%）	27.47	-2.98	32.09

注：1. 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；2. 公司合并口径短期借款中的应付利息已从短期债务中剔除，一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期租赁款和一年内到期的应付利息已从短期债务中剔除，长期应付款已调整计入公司长期债务；3. 母公司口径短期债务中已剔除应付利息；4. 本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告中的期初数/上年数，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 富力 04 16 富力 05 18 富力 08 18 富力 10 19 富力 01 19 富力 02	AAA	AAA	稳定	2020/06/17	冯 磊 宋莹莹	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018 年）	阅读全文
16 富力 04	AAA	AAA	稳定	2016/03/28	刘洪涛 陈诣辉	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	阅读全文
16 富力 05	AAA	AAA	稳定	2016/03/28	刘洪涛 陈诣辉	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	阅读全文
16 富力 06 16 富力 11 18 富力 04 18 富力 06	AAA	AAA	稳定	2020/06/17	冯 磊 宋莹莹	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018 年）	--
16 富力 06	AAA	AAA	稳定	2016/04/01	刘洪涛 陈诣辉	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	--
16 富力 11	AAA	AAA	稳定	2016/04/01	刘洪涛 陈诣辉	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	--
18 富力 04	AAA	AAA	稳定	2018/07/05	王安娜 王进取	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	--
18 富力 06	AAA	AAA	稳定	2018/08/01	王安娜 王进取	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	--
18 富力 08	AAA	AAA	稳定	2018/10/19	王安娜 王进取	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 （2015 年）	阅读全文
18 富力 10	AAA	AAA	稳定	2018/12/05	王安娜 王进取	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018 年）	阅读全文
19 富力 01 19 富力 02	AAA	AAA	稳定	2019/02/20	王安娜 王进取	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

广州富力地产股份有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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（现已更名为富力地产集团有限公司）。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”）。2001 年 9 月，天力有限公司整体变更为股份有限公司，并变更为现用名。2005 年，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 02777.HK，股票简称“富力地产”。

2020 年 9 月 28 日，公司将全部 2,207,108,944 股境内未上市股份转换为境外上市股份，并于联交所上市，H 股全流通完成。2020 年 10 月 5 日，公司完成配售 H 股 2.57 亿股，每股配售股价为 9.82 港元，公司自配售所得款项净额为 24.98 亿港元。截至 2020 年底，

公司注册资本为 93,809.18 万元，李思廉持股比例为 28.84%，张力持股比例为 26.96%，李思廉和张力为公司实际控制人，其所持股份未被质押。

公司经营范围：房地产开发经营，房地产咨询服务，仓储服务，场地出租、生产、加工、批发：木门、铝合金窗、金属扣件、橱柜；装饰装修；酒店管理；酒店设施及酒店服务；餐饮、住宿；停车场经营；展览、场地设备出租；会议服务；康体、水疗；代销商品、附设备商场（限于零售）。跟踪期内，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司内部设总裁办公室、监察中心、法律事务中心、人力资源中心、企业管理中心和资本运营中心等多个职能部门。跟踪期内，公司组织结构中新增公共事务中心和核算中心。截至 2020 年底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司 744 家，在职员工 38,824 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 4,355.22 亿元，所有者权益 868.19 亿元（含少数股东权益 25.07 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 860.04 亿元，利润总额 103.66 亿元。

公司注册及主要办公地址：广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 45-54 楼（仅限办公）；法定代表人：李思廉。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续公司债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 5 月底公司存续公司债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
16 富力 04	19.50	19.50	2016/04/07	6 (3+3) 年
16 富力 05	9.50	9.50	2016/04/07	7 (5+2) 年
16 富力 06	46.00	13.14	2016/05/16	6 (3+1+1+1) 年

16 富力 11	57.00	16.70	2016/10/19	6 (3+1+1+1) 年
18 富力 04	5.00	0.60	2018/06/27	3 (1+1+1) 年
18 富力 06	12.00	0.38	2018/09/18	3 (1+1+1) 年
18 富力 08	40.00	40.00	2018/12/04	4 (2+2) 年
18 富力 10	70.20	42.50	2019/01/03	4 (2+2) 年
19 富力 01	15.80	15.80	2019/05/09	4 (2+2) 年
19 富力 02	4.00	4.00	2019/05/09	5 (3+2) 年

注：“16富力06”“16富力11”“18富力04”和“18富力06”为私募债

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企

业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，

为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，

为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，

涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基

金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。

积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。

中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市

场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，

大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋

竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17,268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较于2019年增长0.52个百分点。其中，国内贷款合计2.67万亿元，同比增长5.74%，国内贷款增速较2019年增长0.63个百分点；自筹资金合计6.34万亿元，同比增长8.97%，增速较2019年增长4.77个百分点；其他资金合计10.29万亿元，同比增长8.23%，增速较2019年回落2.26个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表3 2018—2020年房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合计	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00	193,114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松

紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

表5 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为

2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本为93,809.18万元，李思廉持股比例为28.84%，张力持股比例为26.96%，李思廉和张力为公司实际控制人，其所持股份未被质押。

2. 企业规模和竞争力

公司综合实力较强、品牌知名度较高，土地储备充裕，同时公司已成为全球最大的豪华酒店资产拥有者，整体竞争力很强。

2020年，作为位居国内房地产行业前列的企业，公司规模优势仍较显著。截至2020年底，公司拥有土地储备权益总建筑面积合计6,426.30万平方米、权益可售面积合计5,187.80万平方米，为公司未来几年的发展提供良好支撑。2020年，公司实现权益协议销售金额1,387.90亿元，同比略有增长。公司在克而瑞发布的“2020年中国房地产企业销售TOP200排行榜”中权益金额排名第18位。

同时，公司积极进行多元化业务布局，是全球最大的豪华酒店业主。截至2020年底，公司拥有由知名酒店管理集团如万豪国际酒店集团、洲际酒店集团、希尔顿酒店集团、凯悦酒店集团、雅高酒店集团、万达酒店管理集团及其他酒店管理集团经营的91家运营中酒店，合计27,409间客房。

3. 人员素质

2020年，公司核心管理团队较为稳定；公司员工数量减少，主要系出售物业管理公司所

致。

2020年，公司董事发生一定变更。2020年5月29日，原执行董事吕劲退休，张辉被委任为执行董事；2020年10月9日，原执行董事周耀南退休，相立军被委任为新的执行董事。除上述事项外，2020年公司董事、监事及高级管理人员构成无变化。

截至2020年底，公司拥有在职员工38,824人，较年初净减少21,411人，主要系物业服务类人员减少所致。公司员工构成能够满足公司业务开展需要。

表6 截至2020年底公司员工构成情况

项目	类别	占总人数的比例 (%)
专业划分	财务类	5.49
	设计及施工类	10.27
	建筑施工类	13.68
	市场营销类	16.84
	物业服务类	--
	其他	53.72
受教育程度分布	硕士及硕士以上	3.36
	本科	35.51
	大专	27.50
	中专及其他	33.63
年龄分布	30岁以下	37.78
	30-39岁	38.50
	40-49岁	17.56
	50岁以上	6.16

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

根据公司提供的人民银行征信报告，截至2021年3月15日，公司未结清信贷业务中无不良和关注类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履

约情况良好。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

2020年，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、重大事项

2020年以来，公司进行了一系列资产处置并加强项目公司股权合作，有助于公司回笼现金、缓解短期流动性压力。

资产处置方面，2020年11月9日，公司与黑石集团联属的基金附属公司就广州富力空港国际物流园之70%权益转让事宜签订正式协议，并于2021年1月19日完成权益转让交割，完成后公司将收取转让价款约人民币40.62亿元。

除物流园项目股权处置外，公司于2020年11月与中国人寿集团海南省分公司就海南富力首府写字楼及其配套车位交易事宜签署正式协议，总对价约为4.9亿元。此外公司仍有部分资产处置计划处于推进过程中。

股权合作方面，2020年以来，公司与大型地产基金开展了项目公司层面股权合作。过去几年，公司合作开发项目规模较小，项目综合权益占比较高。随着公司加强项目公司股权合作，公司资本支出压力有所减轻。截至2020年底，少数股东权益在公司所有者权益中的占比仅为2.89%，公司合作杠杆的利用程度较低，未来仍有加强股权合作的空间。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情等因素影响，公司营业收入同比有所减少；公司房地产开发与销售毛利率和酒店服务毛利率均有所下滑，但整体来看公司主营业务毛利率仍处于行业合理水平。

作为国内开发经验丰富的大型房地产企业，经过多年的发展，公司形成了较为鲜明的经营

特点。

其一，过去几年公司在发展中更加注重利润率，对于周转率的要求相对放松。在该发展战略下，公司保有充裕的土地储备并控制开发节奏，土地成本较低的项目开发周期往往较长。高利润率要求也使得公司过去几年偏向于债务融资而非股权融资，合作开发规模相对较小。在过去几年的经营方式下，公司盈利能力很强，但截至2019年底债务负担较重且到期较集中。

其二，近两年公司调整经营战略，一方面优化区域布局，加大一二线城市城市更新拿地力度，尤其在广州、太原等地获取了较大规模的城市更新项目储备；另一方面加速存量项目的去化和周转，严格控制资本支出，加大项目合作开发力度，减轻流动性压力，增强财务弹性。

其三，公司形成了以房地产开发为主业，酒店、商业物业租赁、建筑施工等业务为辅业的综合业务架构。2017年公司以较低的价格收购万达商业酒店资产，酒店业务规模快速扩大。大规模的酒店资产收购导致公司资金沉淀、债务增长，但在公司的培育下酒店业务发展较好，为公司贡献了较大规模的现金流。

2020年，公司实现营业收入860.04亿元，同比小幅减少5.45%，主要系受新冠肺炎疫情影响，酒店服务收入下降所致。

从收入构成来看，2020年，公司主营业务收入占营业收入的99.87%，其中房地产开发与销售仍是公司主营业务收入最重要的来源。为加速去化，公司对现货销售采取了一定折扣，受结转项目均价下降影响，公司房地产开发与销售收入同比小幅下降。公司商业物业租金收入规模和占比较为稳定，酒店服务收入占比受新冠肺炎疫情影响出现下降，其他服务收入主要来自建筑工程及其他服务业务等。

从毛利率来看，2020年，公司房地产开发与销售毛利率为25.93%，同比下降9.75个百分点，主要系公司采取降低价格以刺激销售的营销策略，整体平均售价下降所致；酒店服务毛利率为10.04%，同比下降11.27个百分点，主要系受新冠肺炎疫情影响，酒店入住率和餐饮相关服务

收入下降所致；其他服务毛利率持续为负数，主要系足球娱乐部业务亏损所致。综上，公司主营业务毛利率为25.04%，同比下降8.88个百分点，

公司主营业务盈利能力有所减弱，但仍处于行业合理水平。

表 7 2018—2020 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产开发与销售	663.88	86.37	41.36	796.89	87.75	35.68	785.68	91.47	25.93
商业物业租赁	11.01	1.43	100.00	12.13	1.34	100.00	11.58	1.35	100.00
酒店服务	70.28	9.14	19.01	70.22	7.73	21.31	44.63	5.20	10.04
其他服务	23.44	3.05	-33.34	28.89	3.18	-11.61	17.03	1.98	-27.62
合计	768.61	100.00	37.88	908.14	100.00	33.92	858.92	100.00	25.04

注：上表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
资料来源：公司提供

2. 土地储备

2020 年，公司主要以城市更新方式获取土地，并消化存量土储。公司土地储备仍属充裕，为未来销售提供支撑。未来随着存量土储的消化，公司土地储备规模可能下降，但随着城市更新项目转化，土储质量将有所提升。

土地储备策略方面，2019 年开始公司主动放缓拿地节奏，2020 年公司延续审慎的拿地策略，减少招拍挂拿地、加大城市更新拿地。公司全年新增土地投资金额 118.34 亿元，新增项目以城市更新转化为主，转化项目主要位于广州、太原等一二线城市。

表 8 公司新增土地储备情况

(单位：万平方米、个、亿元、元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新增土地权益 计容建筑面积	1,404.90	938.90	385.50
新进入城市	28	15	2
土地投资金额	371.00	244.49	118.34
新增土地储备 楼面均价	2,600.00	2,600.00	3,100.00

注：新增土地储备楼面均价非精确值，在计算时受尾差影响
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司土地储备权益可售面积 5,187.80 万平方米，根据公司销售节奏，可满足公司未来 4~5 年的销售需要，土地储备充裕。从区域分布看，公司储备项目分布在 99 个城市和地区，布局较分散。

表 9 截至 2020 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	
	面积	占比	面积	占比
华北地区	1,428.40	22.23	1,174.50	22.64
华东地区	628.70	9.78	504.80	9.73
西北地区	1,364.10	21.23	1,072.80	20.68
华南地区	671.00	10.44	582.20	11.22
西南地区	539.10	8.39	458.70	8.84
中南地区	612.60	9.53	522.50	10.07
海南	308.70	4.80	276.20	5.32
海外	621.40	9.67	376.60	7.26
投资物业	252.30	3.93	219.50	4.23
合计	6,426.30	100.00	5,187.80	100.00

注：1. 公司各区域包含省份情况如下：华北地区：黑龙江、辽宁、北京、天津、河北、山东、河南；西北地区：山西、陕西、内蒙古、新疆；华东地区：上海、江苏、安徽、浙江；西南地区：四川、重庆、贵州、云南；中南地区：湖南、湖北、福建、江西；华南地区：广东、广西；海南地区：海南；海外：马来西亚、澳大利亚、英国、柬埔寨、韩国；2. 上表统计口径为公司未竣工项目权益总建筑面积和可售面积
资料来源：联合资信根据公司年报整理

除上表所列的土地储备以外，公司还有较多已签约的城市更新项目，城市更新项目转化后将有效补充公司土地储备。截至2020年底，公司已签约合作城市更新项目超过60个，预计可售面积超过4,100万平方米，预计可售货值超过12,000亿元，其中约94%位于一二线城市，约60%位于粤港澳大湾区。未来随着更多城市更新项目完成转化，公司土储质量将有所提升。

3. 项目开发

2020 年，受新冠肺炎疫情及公司转变策略

影响，公司新开工面积同比下降；公司在建项目城市分布仍较为分散，管理难度较大；项目尚需投资金额较大，公司未来仍将面临较大的资金需求。

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。公司房地产项目分布较为分散，在建项目分布于全国约90个城市，多个城市均只有1个在建项目，项目较为分散增加了公司项目管理压力及管理成本。

2020年，公司新开工面积同比减少36.86%，主要系受疫情影响以及公司调整区域布局和开发节奏所致；竣工面积同比保持稳定；截至2020年底，公司在建面积2,963万平方米，规模仍较大。

表 10 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积	2,176	1,332	841
竣工面积	924	1,122	1,112
期末在建面积	3,024	3,234	2,963

资料来源：公司提供

表 11 公司项目销售及结转情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018年	2019年	2020年
协议销售面积	1,018.01	1,254.80	1,153.09
协议销售金额	1,310.56	1,381.90	1,387.87
协议销售均价	12,873.70	11,012.91	12,036.35
结转销售面积	601.60	830.00	916.68
结转销售收入	663.88	796.90	785.68
平均结转价格	11,035.32	9,601.20	8,570.95

资料来源：公司提供

分地区来看，2020年，公司房地产销售来自西北地区、华东地区、华北地区、华南地区、西南地区、中南地区、海南和海外8个区域。从省份来看，权益销售额占比最大的5个省份为广东省、浙江省、山西省、海南省和陕西省，占比分别为13.80%、12.37%、9.01%、7.49%和7.00%。公司区域布局较分散，集中度风险较低。

截至2020年底，公司未竣工项目权益可售

截至2020年底，公司主要在建项目131个，总建筑面积7,059.78万平方米。公司主要在建项目预计总投资额4,521.78亿元，截至2020年底累计已投资2,751.19亿元，尚需投资1,770.59亿元，公司项目资本支出压力仍较大。

4. 物业销售

2020年，公司销售额较上年基本保持平稳，可售项目较充裕；公司积极推动三四线城市库存现货去化，但截至2020年底三四线城市项目规模仍较大，公司仍面临一定的去化压力。

物业销售方面，2020年，公司协议销售面积同比下降8.11%，协议销售金额同比增长0.43%，销售额基本维持平稳，销售均价同比上升。结转方面，2020年，公司结转销售面积有所增长，平均结转价格有所下降，主要系公司折价对三四线城市的库存现货进行促销所致，已竣工的现货销售可直接结转。

面积5,187.80万平方米，其中位于国内的销售物业土地储备面积合计4,591.70万平方米，可售项目较充裕。从城市能级分布来看，一二线及强三线城市未竣工项目权益可售面积占45.34%，三四线城市占43.15%，此外海外项目占7.26%、投资物业占4.23%。公司位于三四线城市的土地储备规模仍较大，面临一定的去化压力。

表 12 截至 2020 年底公司国内未竣工项目权益可售面积城市分布情况（单位：%）

城市	占比	城市	占比	城市	占比
一线	3.96	三四线城市	43.15	台州	0.26

广州	2.62	梅州	1.49	镇江	0.08
上海	0.18	韶关	0.35	盐城	3.64
北京及周边	1.16	肇庆	0.16	乐清	0.24
二线及强三线	41.38	阳江	0.17	嘉兴	0.20
珠海	0.22	英德	0.27	金华	0.43
惠州	3.07	乐昌	0.62	唐山	1.31
海南	5.32	清远	0.46	秦皇岛	0.50
长沙	0.53	中山	0.23	邢台	0.50
武汉	0.54	河源	0.52	衡水	0.13
福州	0.51	湘潭	5.76	沧州	0.25
南昌	0.14	衡阳	0.17	东营	0.12
重庆	6.05	天门	0.24	菏泽	0.67
贵阳	0.81	鄂州	0.20	邹平	0.39
昆明	0.17	漳州	0.24	淄博	0.22
南京	0.15	莆田	0.23	德州	0.74
杭州	0.92	南平	0.004	威海	1.01
宁波	0.18	九江	0.20	大同	2.07
苏州	0.24	抚州	0.01	临汾	0.06
无锡	0.33	上饶	0.13	长治	1.11
南通	0.32	赣州	1.15	渭南	1.23
温州	0.11	乐山	0.10	鞍山	1.83
石家庄	1.52	眉山	0.32	铁岭	2.26
天津	4.23	泸州	0.96	包头	2.66
青岛	0.18	凯里	0.19	通辽	2.06
西安	1.51	桂林	1.05	乌兰察布	0.31
太原	7.23	遵义	0.13	濮阳	0.46
哈尔滨	0.56	丽江	0.11	开封	0.49
沈阳	2.32	阜阳	0.54	海外	7.26
大连	1.35	淮北	0.11	投资物业	4.23
呼和浩特	0.40	宿州	0.09	--	--
兰州	0.95	六安	0.33	--	--
乌鲁木齐	1.09	淮南	1.28	--	--
郑州	0.43	湖州	0.11	合计	100.00

注：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
资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年以来，公司通过“天猫好房”“现房节”等促销活动，加大营销推广力度，促进经营性现金回流。该等促销活动有助于公司加强流动性，但对公司利润水平造成一定影响。

5. 酒店服务与商业物业租赁

受新冠肺炎疫情影响，2020年公司酒店业务受到一定冲击，但整体来看恢复较快；商业物业租赁收入同比小幅下降。

酒店业务方面，2020年公司新增长春富力万达文华酒店，截至2020年底，公司已拥有91家运营中酒店，总建筑面积为399.21万平方米。

此外，公司有45家在建及规划中的酒店，公司是全球最大的豪华酒店资产拥有人。受新冠肺炎疫情影响，2020年公司实现酒店服务收入44.63亿元，同比下降36.45%。2020年下半年随着国内疫情得到控制，酒店市场逐步复苏，截至2020年7月底，公司酒店累计经营净利已回正，平均入住率超过60%，已恢复到疫情前的入住水平；2020年1—10月，公司酒店累计经营净利已超过5亿元，提前实现全年目标，酒店业务恢复较快。预计2021年公司酒店服务收入有望显著回升。

自持物业方面，2020年公司新开业一座位

于淄博的购物中心，总建筑面积 15.00 万平方米。截至 2020 年底，公司投资物业组合总建筑面积约 505.09 万平方米，其中运营中的投资物业组合总建筑面积约 265.68 万平方米、在建或规划中的投资物业组合总建筑面积约 239.41 万平方米。公司投资物业组合主要分布在一线及二线城市，包括甲级写字楼、购物广场、零售商铺以及物流园区等多种业态。受新冠肺炎疫情等因素影响，2020 年，公司实现商业物业租赁收入 11.58 亿元，同比小幅下降 4.55%。

6. 经营效率

2020 年公司主要经营效率指标处于行业中等偏上水平。

2020 年，公司主要经营效率指标小幅下降，存货周转次数由上年的 0.29 次下降至 0.28 次，总资产周转次数由上年的 0.23 次下降至 0.20 次，主要系营业收入同比减少所致。与同行业相比，2020 年公司经营效率处于中等偏上水平。

表 13 2020 年同行业公司经营效率对比情况
(单位：次)

企业简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.31	0.28	0.23
保利置业集团	0.21	0.20	0.17
中国恒大	0.28	0.27	0.23
富力地产	0.28	0.26	0.20
行业中位数	0.25	--	0.18

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. 行业中位数来自 Wind 房地产沪深上市公司统计

资料来源：Wind

7. 未来发展

公司未来计划在保障销售额稳步增长的基础上，进一步降低负债水平，改善财务状况。

公司根据可售资源制定的 2021 年协议销售目标为 1,500 亿元，其中一季度公司已实现协议销售金额 305.5 亿元。公司将在年内余下的时间采取包括弹性定价等措施在内的更灵活的销售策略，以达成协议销售目标。公司未来另一项重点策略为削减债务、降杠杆改善公司财务状况。2020 年公司通过促销售、去库存、抓回款、控

支出等综合措施，使经营现金流量恢复正数，负债水平显著降低。未来公司将采取加快已售物业现金回款速度、改善债务期限结构，以及审慎的购地策略、战略性的资产出售等举措，加强现金流管理及提高偿债能力，进一步降低负债水平。

十、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年财务报表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，2020 年，公司通过收购股权新增子公司长春万富酒店管理有限公司，股权取得成本为 4.18 亿元；通过转让股权减少 12 家子公司，股权处置价款合计 7.95 亿元；此外，公司收购新增 6 家子公司、设立新增 40 家子公司、注销减少 2 家子公司、转让控制权减少 3 家子公司。整体来看，公司合并范围变化涉及的子公司规模不大，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 4,355.22 亿元，所有者权益 868.19 亿元（含少数股东权益 25.07 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 860.04 亿元，利润总额 103.66 亿元。

2. 资产质量

2020 年以来公司采取了一系列措施来盘活资产、回笼现金。截至 2020 年底，公司资产规模及资产结构较年初基本稳定，存货占比较大，三四线城市存货存在一定的去化风险，此外公司保有较大规模的酒店和自持物业资产，受限资产比例较为稳定。整体看，公司资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额 4,355.22 亿元，较年初增长 1.93%，基本保持稳定。其中，流动资产占 75.25%，资产结构较年初变化不大。

表 14 2018—2020 年底公司资产主要构成

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	2,710.35	74.02	3,236.78	75.75	3,277.39	75.25
货币资金	347.07	9.48	384.36	9.00	399.49	9.17
其他应收款 (合计)	225.44	6.16	347.59	8.13	276.11	6.34
存货	1,930.99	52.74	2,236.43	52.34	2,299.22	52.79
非流动资产	951.18	25.98	1,036.09	24.25	1,077.84	24.75
投资性房地产	290.19	7.93	334.70	7.83	339.58	7.80
固定资产	312.03	8.52	303.09	7.09	298.37	6.85
资产总额	3,661.53	100.00	4,272.86	100.00	4,355.22	100.00

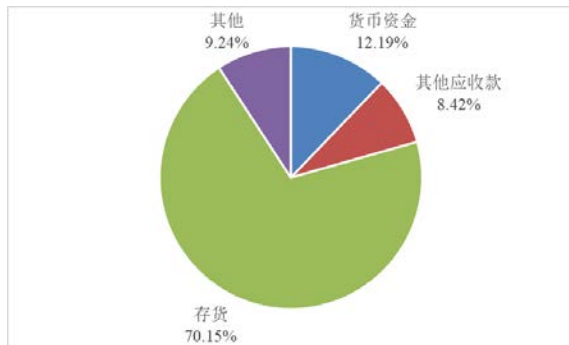
注：占比指该科目在资产总额中的占比

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产3,277.39亿元，较年初增长1.25%。公司流动资产主要构成如下图所示。

图2 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年底，公司货币资金399.49亿元，较年初增长3.94%。其中，因抵押、质押或

冻结等对使用有限制，以及存放在境外且资金汇回受到限制的货币资金142.76亿元（含房款监控户资金84.07亿元），占货币资金总额的35.74%，公司货币资金受限比例较高。

截至2020年底，公司其他应收款276.11亿元，较年初减少20.57%，主要系合作诚意金以及保证金、押金减少所致。从构成来看，公司其他应收款中，合作诚意金占51.33%，主要来自于城市更新项目支付给合作单位的前期项目费用；关联方往来款占29.72%，主要由合作开发项目产生。从账龄来看，1年以内其他应收款余额占50.97%。从集中度来看，按欠款方归集的前五大其他应收款合计占26.41%，集中度较低。公司对其他应收款累计计提坏账准备1.06亿元，计提比例不高，但考虑到款项性质，坏账风险较为可控。

表 15 截至2020年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
珠海经济特区宝丰物业投资服务有限公司	1年以内（6.14亿元）、1~2年（21.28亿元）和2~3年（0.47亿元）	27.88	10.06	合作诚意金
广州市白云区黄石街陈田经济联合社	1年以内（10.24亿元）和1~2年（7.22亿元）	17.45	6.29	合作诚意金
河南建业富居投资有限公司	2~3年（4.00亿元）和3年以上（6.46亿元）	10.46	3.77	关联方往来款
北京盈富瑞泰房地产开发有限公司	1年以内（0.70亿元）和1~2年（8.43亿元）	9.13	3.29	关联方往来款
北京祐泰通达房地产开发有限公司	1年以内（0.31亿元）、1~2年（1.11亿元）和2~3年（6.90亿元）	8.32	3.00	关联方往来款
合计	--	73.23	26.41	--

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司存货2,299.22亿元，较年初增长2.81%。其中，开发成本占66.58%，开发产品占27.83%，拟开发土地占5.09%，其

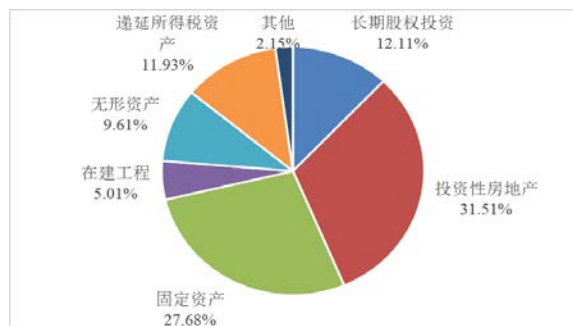
余为原材料。公司未对存货计提跌价准备。2020年以来，公司对已竣工未售存货进行了较大力度的促销，加速资产盘活。考虑到公司部分项目

位于三四线城市且开发产品规模仍较大，公司面临一定的存货减值风险。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 1,077.84 亿元，较年初增长 4.03%。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图3 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司长期股权投资 130.57 亿元，较年初增长 14.14%，主要系对合联营企业追加投资所致。2020 年公司权益法下确认的长期股权投资收益为 0.53 亿元。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 339.58 亿元，较年初增长 1.46%。其中，2020 年公司自建增加 10.84 亿元、转入增加 7.34 亿元、转入持有待售资产 63.00 亿元(主要系拟出售部分股权的广州富力空港国际物流园资产)。公司投资性房地产采用公允价值模式计量，未来若房地产市场发生波动，公司面临一定的公允价值变动风险。

截至 2020 年底，公司固定资产 298.37 亿元，较年初减少 1.56%。固定资产主要为公司经营的酒店资产，累计折旧 109.10 亿元，成新率为 73.23%，成新率尚可。

截至 2020 年底，公司在建工程 53.99 亿元，较年初增长 12.90%，主要系对海洋公园的建设投入增加所致，公司主要在建工程项目为海洋公园和酒店物业。

截至 2020 年底，公司无形资产 103.60 亿元，较年初减少 3.23%。公司无形资产主要为酒店资产的土地使用权。

截至 2020 年底，公司递延所得税资产

128.62 亿元，较年初增长 24.31%，主要系未弥补亏损和预提费用产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产占资产总额的 31.95%，资产受限比例较高，但仍有一定的再融资空间。公司资产受限比例较 2019 年底下降 1.88 个百分点，整体变化不大。

表 16 截至 2020 年底公司所有权或使用权受限的资产明细 (单位：亿元、%)

项目	金额	占比
货币资金	142.76	35.74
存货	689.50	29.99
固定资产	269.10	90.19
在建工程	29.12	53.94
投资性房地产	199.61	58.78
无形资产	14.76	14.25
子公司股权	46.53	--
合计	1,391.38	31.95

注：占比指该科目受限金额在该科目总额中的占比

资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，增发 H 股使得公司资本实力增强，但所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性仍属较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 868.19 亿元，较年初增长 8.84%，主要系资本公积、其他综合收益和未分配利润均有所增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占 97.11%，占比很高。归属于母公司所有者权益中，股本占 1.08%；资本公积占 10.42%，较年初增加 20.94 亿元主要系公司增发 H 股所致；其他综合收益占 3.41%，较年初增加 13.23 亿元主要来自投资性房地产的转换收益；未分配利润占 81.66%，较年初增长 5.09%。整体来看，公司未分配利润占比高，权益稳定性较弱，增发 H 股使得公司资本实力增强。

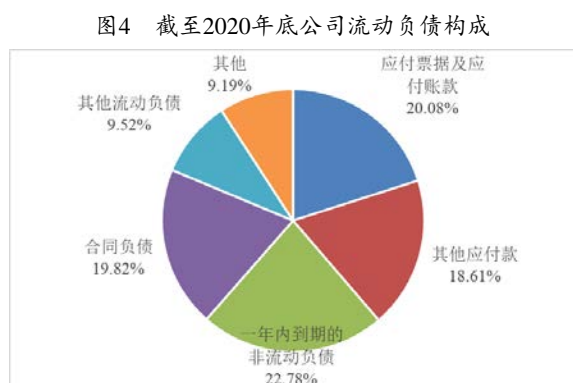
(2) 负债

跟踪期内，公司完成大规模债券偿付，整体债务负担显著降低，但债务结构仍有待进一步

步改善。

截至 2020 年底，公司负债总额 3,487.03 亿元，较年初增长 0.34%。其中，流动负债占 69.47%，占比较年初上升 10.68 个百分点，负债结构发生一定变化。

截至 2020 年底，公司流动负债 2,422.27 亿元，较年初增长 18.56%，主要系其他应付款、应付账款和合同负债增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。



资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至 2020 年底，公司应付票据及应付账款 486.32 亿元，较年初增长 24.06%，主要系应付土地及工程款和商业承兑汇票增加所致。其中，应付票据 38.87 亿元，应付账款 447.46 亿元。2020 年公司偿债支出较大，为减轻资金压力，公司更多地选择以票据方式支付土地及工程款、材料款等以延长账期，后续公司仍面临较大的资本支出压力。

截至 2020 年底，公司合同负债 480.03 亿元，较年初增长 23.40%，主要系预收房款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 450.84 亿元，较年初增长 46.55%，主要系随着业务规模

增长，公司收到的诚意金和其他款项增加，以及年末公司开展促销活动，收到的购房定金余额相应提高所致。公司其他应付款主要由关联方往来款、购房订金等构成。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 551.72 亿元，较年初增长 8.42%，其中一年内到期的应付债券 241.14 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 230.68 亿元，较年初增长 8.68%，主要系预提土地增值税增加所致，构成主要是预提土地增值税和待转销项税。公司早期获取的土地储备成本较低，形成了较大规模的预提土地增值税。

截至 2020 年底，公司非流动负债 1,064.76 亿元，较年初减少 25.65%，主要系应付债券和长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 61.72%）、应付债券（占 28.30%）和递延所得税负债（占 8.29%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 657.16 亿元，较年初减少 16.62%，主要系一年内到期部分转入流动负债所致。从借款性质来看，公司长期借款以抵押借款（占 83.50%）、质押借款（占 9.69%）和保证借款（占 5.94%）为主。

截至 2020 年底，公司应付债券 301.33 亿元，较年初减少 46.25%，主要系 2020 年公司完成 264.92 亿元债券的到期兑付及回售兑付，同时公司存续期内的多笔债券将在一年内回售行权，公司将前述债券从应付债券调整归入一年内到期非流动负债科目核算所致。截至 2021 年 5 月底，公司存续境内债 172.12 亿元，存续美元债 51.10 亿美元。2021 年 6—12 月，公司到期境内债仅 0.98 亿元，进入行权期的境内债 16.70 亿元，到期美元债 2.00 亿美元，债券偿付压力较轻。

表 17 截至 2021 年 5 月底公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日期	债券期限	回售时间	到期时间	期末余额
18 富力 04	2018/06/27	3 (1+1+1)	--	2021/06/27	0.60
18 富力 06	2018/09/18	3 (1+1+1)	--	2021/09/18	0.38
富力地产（香港）8.875% N20210927	2018/09/27	3	--	2021/09/27	2.00 亿美元
16 富力 11	2016/10/19	6 (3+1+1+1)	2021/10/19	2022/10/19	16.70
2021 年 6—12 月到期及回售小计	--	--	--	--	境内债到期 0.98 亿元 境内债回售 16.70 亿元 美元债到期 2.00 亿美元

富力地产香港 5.75%N20220113	2017/01/13	5	--	2022/01/13	7.25 亿美元
16 富力 04	2016/04/07	6 (3+3)	--	2022/04/07	19.50
20 富力地产 PPN001	2020/04/23	4 (2+2)	2022/04/23	2024/04/23	10.00
19 富力 02	2019/05/09	5 (3+2)	2022/05/09	2024/05/09	4.00
16 富力 06	2016/05/16	6 (3+1+1+1)	--	2022/05/16	13.14
富力地产 (香港) 9.125% N20220728	2019/01/28	3.5	--	2022/07/28	3.00 亿美元
富力地产 (香港) 12.375% N20221118	2020/11/18	2	--	2022/11/18	3.60 亿美元
18 富力 08	2018/12/04	4 (2+2)	--	2022/12/04	40.00
2022 年到期及回售小计	--	--	--	--	境内债到期 72.64 亿元 境内债回售 14.00 亿元 美元债到期 13.85 亿美元
18 富力 10	2019/01/03	4 (2+2)	--	2023/01/03	42.50
富力地产 (香港) 5.875% N20230213	2017/11/17	5.2	--	2023/02/13	6.00 亿美元
富力地产 (香港) 8.125% N20230227	2019/02/27	4	--	2023/02/27	8.75 亿美元
16 富力 05	2016/04/07	7 (5+2)	--	2023/04/07	9.50
19 富力 01	2019/05/09	4 (2+2)	--	2023/05/09	15.80
富力地产 (香港) 11.75% N20230802	2021/02/02	2.5	--	2023/08/02	5.00 亿美元
2023 年到期小计	--	--	--	--	境内债到期 67.80 亿元 美元债到期 19.75 亿美元
富力地产 (香港) 8.625% N20240227	2019/02/27	5	--	2024/02/27	3.75 亿美元
怡略 8.625%N20240305	2020/03/05	4	--	2024/03/05	4.00 亿美元
富力地产 (香港) 8.125%N20240711	2019/07/11	5	--	2024/07/11	4.50 亿美元
富力地产 (香港) 11.625% N20240903	2021/03/03	3.5	--	2024/09/03	3.25 亿美元
2024 年到期小计	--	--	--	--	美元债到期 15.50 亿美元
境内债合计	--	--	--	--	172.12
美元债合计	--	--	--	--	51.10 亿美元

注：截至本报告出具日，“19 富力 01”已完成回售 157,979.90 万元
资料来源：Wind

截至 2020 年底，公司全部债务 1,636.18 亿元（含应付票据），较年初减少 17.99%。其中，短期债务占 41.42%，长期债务占 58.58%，债务结构有待改善。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 80.07%、65.33%和 52.47%，较年初分别下降了 1.27 个百分点、6.11 个百分点和 10.36 个百分点，债务杠

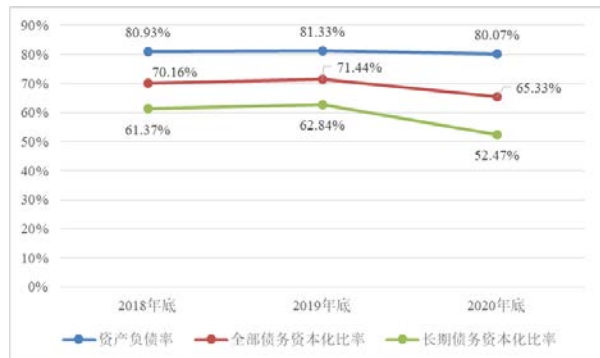
杆显著下降，但公司仍存在一定的流动性压力。2021 年一季度，随着多笔债券到期偿付，公司债务负担进一步降低。截至 2021 年 3 月底，公司有息债务中短期债务占比下降至 39.46%，短期债务规模 624.95 亿元，较年初进一步下降 7.78%，公司短期债务规模及占比呈下降趋势。

图 5 2018—2020 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 6 2018—2020 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 18 截至 2020 年底公司债务期限分布 (单位: 亿元)

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付债券	长期借款	合计
1 年以内	109.20	529.62	--	--	638.81
1~2 年	--	--	127.26	186.09	313.35
2~3 年	--	--	95.10	130.73	225.83
3~4 年	--	--	78.97	121.45	200.41
4~5 年	--	--	--	12.97	12.97
5 年以上	--	--	--	205.92	205.92
合计	109.20	529.62	301.33	657.16	1,597.30

注: 公司统计的债务中未包含应付票据, 与联合资信对全部债务的统计口径存在一定差异
资料来源: 公司提供

表 19 截至 2020 年底公司重要财务杠杆指标情况

指标	剔除合同负债后的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	非受限现金短期债务比 (倍)
公司	77.60	142.44	0.38

注: 剔除预收账款后的资产负债率=(负债-合同负债)/(资产-合同负债);
净负债率=(全部债务-货币资金)/所有者权益; 现金短期债务比=非受限货币资金/短期债务

资料来源: 联合资信根据公司审计报告计算

4. 盈利能力

2020 年, 公司收入规模小幅下降, 利润规模有所下降, 且利润受汇兑收益、公允价值变动收益和投资收益影响较大。公司盈利能力有所减弱, 但仍属很强。

2020 年, 公司实现营业收入 860.04 亿元, 同比减少 5.45%, 主要系受新冠肺炎疫情影响, 酒店服务收入下降所致; 公司实现利润总额 103.66 亿元, 同比减少 20.00%, 主要系主营业务毛利率下降所致。

期间费用方面, 2020 年, 公司费用总额 107.50 亿元, 同比减少 24.36%, 主要系财务费用减少所致。其中, 销售费用占 30.31%, 管理费用占 54.95%, 财务费用占 14.74%。公司销售费用 32.59 亿元, 同比减少 1.01%; 管理费用 59.07 亿元, 同比增长 0.64%; 财务费用 15.84 亿元, 同比减少 68.63%, 主要系汇兑收益规模较大所致。由于公司境外融资规模较大, 汇率波动对财务费用存在较大影响。

利润构成方面, 2020 年, 公司利润仍主要来自主营业务, 公允价值变动收益和投资收益对利润形成了一定补充。公司实现公允价值变动收益 29.85 亿元, 占营业利润的 28.97%, 主要系

按公允价值计量的投资性房地产增值所致。公司实现投资收益 11.95 亿元, 占营业利润的 11.60%, 主要系处置长期股权投资产生的投资收益所致。

图 7 2018—2020 年公司盈利指标 (单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告计算

盈利指标方面, 2020 年, 公司营业利润率为 19.62%, 同比下降 8.77 个百分点, 公司主营业务盈利能力减弱; 总资产收益率为 5.05%, 同比变化不大; 净资产收益率为 9.03%, 同比下降 2.46 个百分点。与同行业相比, 2020 年, 公司销售毛利率处于一般水平, 总资产报酬率和净资产收益率处于较高水平。

表 20 2020 年同行业公司盈利能力对比情况

(单位: %)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
万科 A	29.25	4.65	20.13
保利置业集团	33.74	4.74	5.53
中国恒大	24.17	3.57	5.52
富力地产	23.74	4.86	10.79
行业中位数	24.88	1.51	6.13

注: 1. 为了便于对比, 上表相关数据均来自 Wind, Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异; 2. 行业中位数来自 Wind 房地产沪深上市公司统计

资料来源: Wind

5. 现金流

2020年，公司加速销售回款、减少拿地支出，经营性现金流实现大额净流入，并通过资产处置回笼部分现金，满足了债券偿付需要。随着筹资活动现金流大规模净流出，公司面临一定的再融资压力。

表 21 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	1,042.21	1,138.28	1,247.12
经营活动现金流出小计	1,040.15	1,274.61	857.70
经营现金流量净额	2.07	-136.32	389.41
投资活动现金流入小计	1.73	5.49	17.09
投资活动现金流出小计	59.70	38.86	32.50
投资活动现金流量净额	-57.96	-33.37	-15.41
筹资活动前现金流量净额	-55.90	-169.69	374.00
筹资活动现金流入小计	943.05	1,006.15	710.08
筹资活动现金流出小计	886.06	806.53	1,056.14
筹资活动现金流量净额	56.99	199.61	-346.06
现金收入比	120.48	113.01	128.86

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动现金流来看，2020年，公司经营活动现金流入同比增长 9.56%，主要系公司采取了一系列加速回款的措施，销售回款增加所致；公司经营活动现金流出同比减少 32.71%，主要系公司减少拿地支出所致。公司实现经营活动现金流量净额 389.41 亿元，由 2019 年的净流出转为大额净流入。

从投资活动现金流来看，2020年，公司投资活动现金流入同比增长 211.48%，主要系公司处置资产回笼现金所致；公司投资活动现金流出同比减少 16.35%，主要系减少收并购拿地所

致。公司实现投资活动现金流量净额-15.41 亿元，仍为净流出，主要系对酒店和自持物业持续投入所致。

从筹资活动现金流来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比减少 29.43%，主要系债券发行规模下降所致；筹资活动现金流出同比增长 30.95%，主要系债券偿付规模较大所致。公司实现筹资活动现金流量净额-346.06 亿元，公司面临一定的再融资压力。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力有所改善但仍需加强、长期偿债能力一般，考虑到公司土地储备和在建项目的规模较大，银行融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力来看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降；现金短期债务比为 0.59 倍，较年初变化不大。整体看，公司短期偿债能力有待加强。随着 2020 年至 2021 年一季度公司债券的兑付，公司短期偿债能力有所改善。

从长期偿债能力来看，2020年，公司 EBITDA 同比下降 14.04%，主要系利润总额减少所致，EBITDA 主要由利润总额（占 60.82%）和计入财务费用的利息支出（占 28.22%）构成。公司 EBITDA 利息倍数下降至 1.21 倍，全部债务/EBITDA 下降至 9.60 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力仍属一般。

表 22 公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	152.51	158.43	135.30
	速动比率（%）	43.85	48.96	40.38
	经营现金流流动负债比（%）	0.12	-6.67	16.08
	现金短期债务比（倍）	0.65	0.59	0.59
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	171.49	198.29	170.44
	全部债务/EBITDA（倍）	9.57	10.06	9.60
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	1.49	1.21

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司获得的银行综合授信额度合计 2,168.00 亿元，较年初增加 197.69 亿

元；尚未使用的授信额度合计 1,376.75 亿元，剩余额度规模较大。公司为香港联交所上市公司，直接融资渠道较为畅通。

表 23 截至 2020 年底公司获得银行授信情况

(单位：亿元)

银行名称	综合授信额度	已使用额度	剩余额度
中信银行	300.00	47.86	252.14
兴业银行	218.00	76.16	141.84
上海浦发银行	200.00	33.00	167.00
工商银行	180.00	104.78	75.22
招商银行	170.00	111.75	58.25
农业银行	160.00	108.21	51.79
中国银行	150.00	80.14	69.86
华夏银行	139.00	27.38	111.62
光大银行	100.00	51.09	48.91
广州农商行	96.00	23.59	72.41
建设银行	90.00	24.69	65.31
平安银行	85.00	17.20	67.80
浙商银行	80.00	6.31	73.69
东亚银行	50.00	4.58	45.42
九江银行	50.00	33.66	16.34
广发银行	50.00	10.25	39.75
北京银行	50.00	30.60	19.40
合计	2,168.00	791.25	1,376.75

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，除为购房人提供的按揭担保以外，公司对外担保余额 91.56 亿元，较年初增加 47.02 亿元，主要系合作开发项目增加所致。对外担保余额占公司所有者权益的约 10.55%，主要系合作开发产生的对关联方的担保，或有负债风险尚可。

表 24 截至 2020 年底公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日
上海城投悦城置业有限公司	5.33	2016/9/12	2022/3/23
天津津南新城房地产开发有限公司	6.30	2020/3/27	2023/3/26
郑州建业高新置业有限公司	1.35	2018/2/2	2021/11/1
广州市腾顺投资有限公司	22.01	2016/11/10	2028/5/21
天津金桂力城房地产开发有限公司	0.20	2018/11/19	2021/10/18
苏州富景房地产开发有限公司	3.50	2019/6/26	2023/1/1
Instant Glory International Limited	8.78	2020/5/4	2021/4/23
莆田瑞盛房地产开发有限公司	0.59	2020/3/3	2023/3/3
武汉市美桥创新科技发展	5.00	2020/4/23	2023/12/13

有限公司			
威海市富环房地产开发有限公司	5.60	2020/9/29	2021/3/28
广州市中荔美投资有限公司	32.91	2020/7/1	2025/6/1
合计	91.56	--	--

注：Instant Glory International Limited由富力地产（香港）有限公司提供担保，其余均由公司提供担保
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司存在 2 起重大未决诉讼，涉案金额规模一般，或有负债风险不大。

表 25 截至 2020 年底公司重大未决诉讼

(单位：亿元)

案件	进展情况	涉及金额	临时公告披露日期
广州市峻一置业有限公司与公司及广州富力环球商品贸易港有限公司交易款项纠纷案	正在审理过程中，尚未判决	0.76	2021/1/15
国兴环球土地整理开发有限公司与富力（北京）地产开发有限公司合同纠纷案	一审重审过程中，尚未审理终结	3.88	2020/1/22

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

2020 年，母公司资产及负债的构成变化不大，随着 H 股增发母公司所有者权益有所增长，母公司盈利规模有所下降，现金流较依赖经营活动。

资产方面，截至 2020 年底，母公司资产总额 1,243.34 亿元，较年初增长 2.11%。母公司资产结构整体变化不大，仍主要由货币资金（93.67 亿元）、其他应收款（767.58 亿元）和长期股权投资（323.37 亿元）构成。母公司资产总额占公司合并口径资产总额的 28.55%，占比不高。

权益方面，截至 2020 年底，母公司所有者权益 145.68 亿元，较年初增长 9.59%，主要系 H 股增发所致。权益结构中，资本公积占比上升至 62.36%，未分配利润占比下降至 27.98%，权益稳定性提升。

负债方面，截至 2020 年底，母公司负债合计 1,097.66 亿元，较年初增长 1.19%。母公司负债主要由其他应付款（793.48 亿元）、一年内到期的非流动负债（164.41 亿元）、长期借款（77.39 亿元）和应付债券（41.50 亿元）构成。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 88.28% 和 65.22%，债务负担较重。

损益方面，2020年，母公司营业收入由上年的7.15亿元大幅增长至42.86亿元，主要系项目股权出售所致；母公司利润总额33.84亿元，同比下降18.17%，主要系财务费用增加所致。投资收益仍是母公司利润的重要来源，2020年母公司实现投资收益52.52亿元，同比下降7.62%。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金净流入314.13亿元，投资活动现金净流出-0.70亿元，筹资活动现金净流出-283.62亿元。母公司现金流趋势与公司合并口径现金流趋势一致。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司对未来一年内待偿债券的偿还能力较强。

截至2021年5月底，公司存续债券余额共504.27亿元（美元债余额按1美元=6.50元人民币折算）。其中，一年内到期债券余额（假设进入行权期的债券全额回售）124.45亿元。2021年6—12月、2022年、2023年及2024年，公司到期债券余额峰值（假设进入行权期的债券全额回售）分别为30.68亿元、176.67亿元、196.18亿元和100.75亿元，未来单一年度内待偿债券本金峰值为196.18亿元。截至2020年底，公司现金类资产399.49亿元，对一年内到期债券余额保障程度较高；2020年，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度较高，经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障程度尚可。

表 26 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
一年内到期债券余额	124.45
未来待偿债券本金峰值	196.18
现金类资产/一年内到期债券余额	3.21
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.36
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.99
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.87

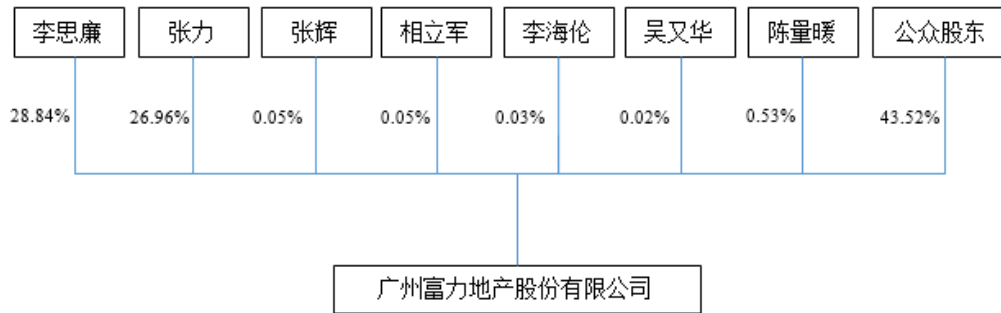
注：债券余额根据截至2021年5月底公司存续债券情况计算，计算一年内到期债券余额时假设进入回售期的债券全额回售

资料来源：联合资信整理

十二、结论

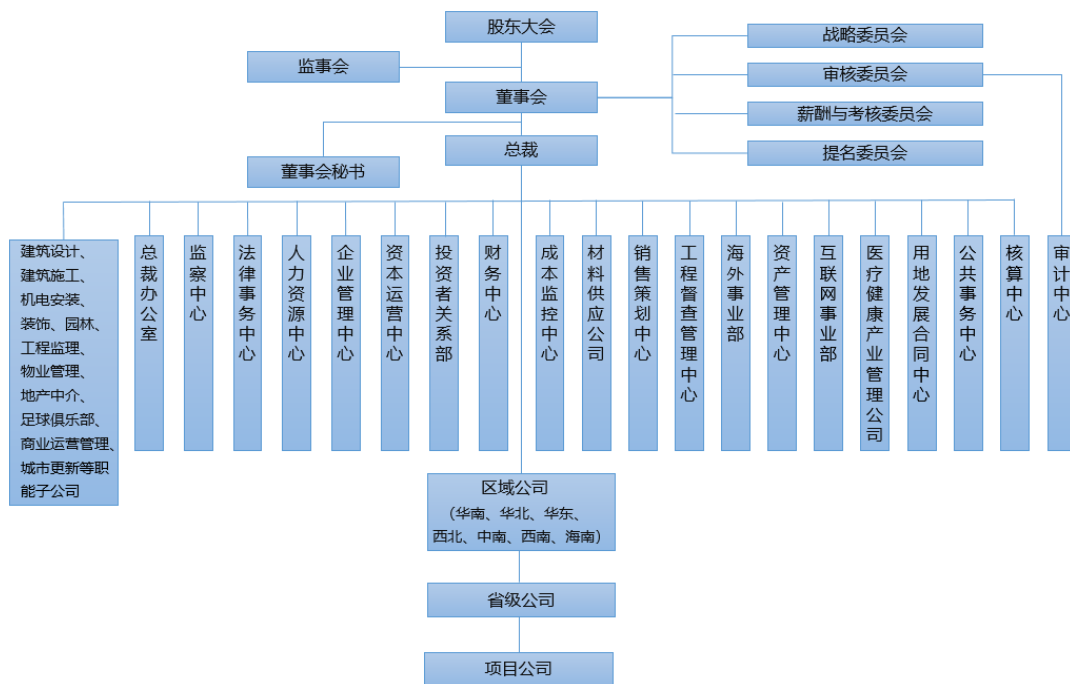
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，同时维持“16富力04”“16富力05”“18富力08”“18富力10”“19富力01”和“19富力02”的信用等级为AAA，评级展望为“稳定”。

附件 1-1 截至 2020 年底广州富力地产股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-2 截至 2020 年底广州富力地产股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底广州富力地产股份有限公司

主要子公司情况

公司名称	注册资本	注册地和主要生产经营地	成立时间	股东名称	出资比例	主营业务
广州富力地产（重庆）有限公司	85,450.0761 万元	重庆	2007/1/26	广州富力地产股份有限公司	94.82%	房地产开发经营
				重庆富力房地产开发有限公司	5.18%	
广州天力建筑工程有限公司	30,000 万元	广州	1993/5/20	广州富力地产股份有限公司	90.00%	建筑施工服务
				富力地产集团有限公司	10.00%	
天津耀华投资发展有限公司	53,547.5234 万元	天津	2002/9/27	天津富力城房地产开发有限公司	59.76%	房地产开发经营
				广州富力地产股份有限公司	40.24%	
北京富力城房地产开发有限公司	139,478.16 万元	北京	2002/4/24	富力地产集团有限公司	4.02%	房地产开发经营
				广州富力地产股份有限公司	95.99%	
富力南京地产开发有限公司	50,000 万元	南京	2010/9/8	北京富力城房地产开发有限公司	80.00%	房地产开发经营
				富力（北京）地产开发有限公司	20.00%	
重庆富力房地产开发有限公司	66,000 万元	重庆	2005/12/30	广州富力地产股份有限公司	32.35%	房地产开发经营
				广州富力嘉盛置业发展有限公司	35.04%	
				广州富力超盛置业发展有限公司	25.03%	
				北京富力城房地产开发有限公司	7.58%	
成都富力地产开发有限公司	60,000 万元	成都	2007/3/27	广州富力地产股份有限公司	98.33%	房地产开发经营
				广州鼎力创业投资有限公司	1.67%	
无锡极富房地产开发有限公司	3 亿美元	无锡	2013/12/16	繁智有限公司	100.00%	房地产开发经营
天津富力城房地产开发有限公司	60,428 万元	天津	2004/11/29	广州富力地产股份有限公司	98.35%	房地产开发经营
				富力（北京）地产开发有限公司	1.65%	
海南陵水富力湾开发有限公司	60,000 万元	海南	2006/11/27	广州富力地产股份有限公司	100.00%	房地产开发经营

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	347.07	384.36	399.49
资产总额 (亿元)	3,661.53	4,272.86	4,355.22
所有者权益 (亿元)	698.30	797.69	868.19
短期债务 (亿元)	532.07	646.48	677.69
长期债务 (亿元)	1,109.49	1,348.71	958.49
全部债务 (亿元)	1,641.56	1,995.19	1,636.18
营业收入 (亿元)	770.41	909.58	860.04
利润总额 (亿元)	120.81	129.56	103.66
EBITDA (亿元)	171.49	198.29	170.44
经营性净现金流 (亿元)	2.07	-136.32	389.41
财务指标			
流动资产周转次数 (次)	0.32	0.31	0.26
存货周转次数 (次)	0.28	0.29	0.28
总资产周转次数 (次)	0.23	0.23	0.20
现金收入比 (%)	120.48	113.01	128.86
营业利润率 (%)	30.10	28.39	19.62
总资本收益率 (%)	5.06	5.01	5.05
净资产收益率 (%)	12.50	11.49	9.03
长期债务资本化比率 (%)	61.37	62.84	52.47
全部债务资本化比率 (%)	70.16	71.44	65.33
资产负债率 (%)	80.93	81.33	80.07
流动比率 (%)	152.51	158.43	135.30
速动比率 (%)	43.85	48.96	40.38
经营现金流动负债比 (%)	0.12	-6.67	16.08
现金短期债务比 (倍)	0.65	0.59	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.88	1.49	1.21
全部债务/EBITDA (倍)	9.57	10.06	9.60

注：1. 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；2. 公司短期借款中的应付利息已从短期债务中剔除，一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期租赁款和一年内到期的应付利息已从短期债务中剔除，长期应付款已调整计入公司长期债务；3. 本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告中的期初数/上年数，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	50.26	65.67	93.67
资产总额 (亿元)	1,106.30	1,217.67	1,243.34
所有者权益 (亿元)	94.44	132.93	145.68
短期债务 (亿元)	201.89	232.90	154.33
长期债务 (亿元)	226.03	286.32	118.90
全部债务 (亿元)	427.92	519.21	273.23
营业收入 (亿元)	9.26	7.15	42.86
利润总额 (亿元)	32.11	41.35	33.84
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	215.84	-23.76	314.13
财务指标			
流动资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.05
存货周转次数 (次)	0.18	0.14	1.05
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.03
现金收入比 (%)	128.77	127.60	35.83
营业利润率 (%)	47.35	30.91	30.93
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	35.97	33.96	25.54
长期债务资本化比率 (%)	70.53	68.29	44.94
全部债务资本化比率 (%)	81.92	79.62	65.22
资产负债率 (%)	91.46	89.08	88.28
流动比率 (%)	96.91	105.83	92.17
速动比率 (%)	93.85	102.53	89.49
经营现金流动负债比 (%)	27.47	-2.98	32.09
现金短期债务比 (倍)	0.25	0.28	0.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：1. 母公司口径短期债务中已剔除应付利息；2. 表中“/”表示无法计算相关指标

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -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	
经营效率指标	
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
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
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%
盈利指标	
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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 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。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。