

年报点评 18 | 富力地产：土储充裕，毛利率保持良好水平

克而瑞研究中心 沈晓玲、齐瑞琳

【销售增速放缓，一二线城市贡献度高】2019 年富力权益销售金额 1381.9 亿元，同比增速 5.4%，权益销售面积 1254.76 万平方米，同比增长 23.3%；销售均价为 11000 元/平方米。2020 年富力销售目标为 1520 元，目标增长率为 10%。就销售金额的城市分布来看，主要集中在一二线城市，占比达 64%，与往年持平。

【拿地谨慎，总土储充足】2019 年富力新增权益土地总建筑面积 939 万方，同比下降 32%，新增权益土储建面增速持续放缓，2019 年富力拿地销售比为 0.18，较 2018 年进一步下降。但就总土储来看，截至 2019 年末富力总土储建面为 5790 平方米，土地储备充足，消化周期在 4 年左右，可支撑企业未来正常开发需求。【盈利能力良好，债务规模有待改善】2019 年集团营收 908.1 亿元，同比增长 18.2%。毛利率 32.8%，高于行业平均水平。净利率为 11.1%，和 2018 年基本持平。现金短债比较去年年末略微下降至 0.62，短期内具有偿债压力。长短债比 2.17，相比 18 年有所优化。

【酒店运营收入与 2018 年持平】截至 2019 年年末，富力已经拥有 90 家运营中酒店，总建面达 395.2 万平方米，另外还有 42 家在建及规划中酒店，合计共 132 家酒店。2019 年富力在酒店运营收入总额为 70.22 亿元，单家酒店平均营业收入为 0.78 亿元，与 2018 年持平。

1 销售

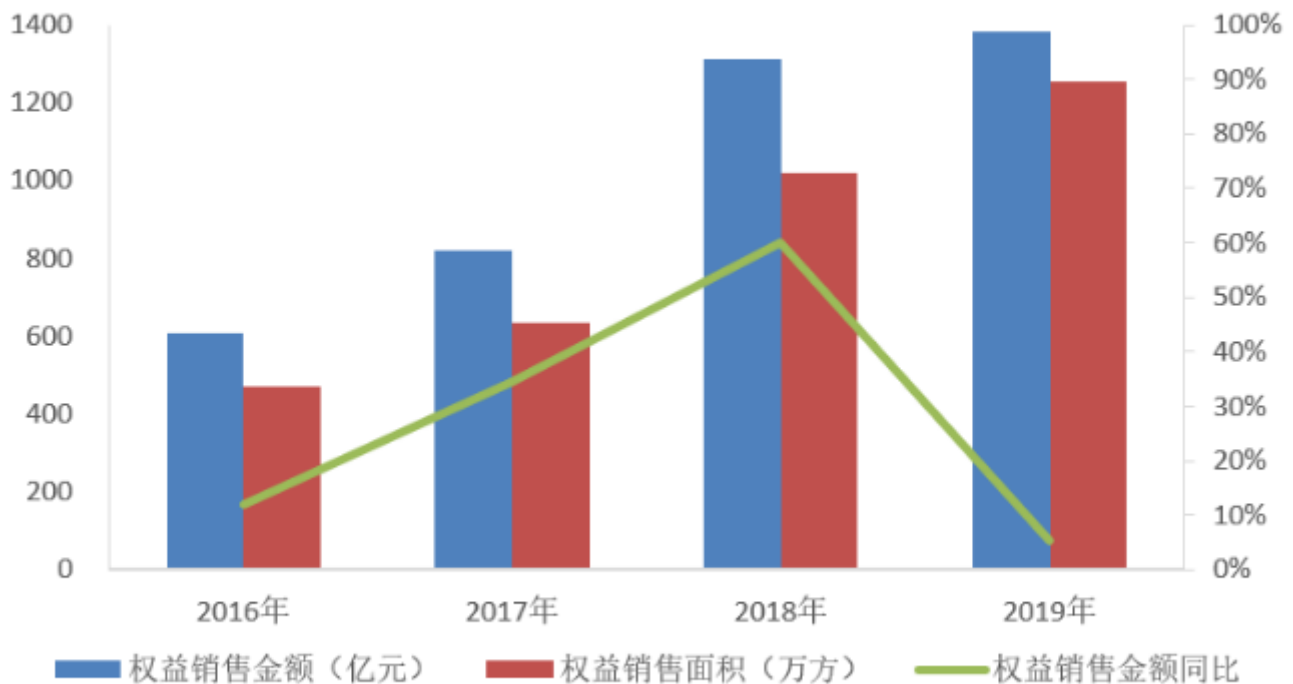
销售增速放缓

一二线城市贡献度高

销售业绩增长放缓。2019 年，富力地产实现权益销售金额 1381.9 亿元，同比微增 5.4%，增速于近三年来首次跌落 10%；权益销售面积 1254.76 万平方米，同比增长 23.3%；销售均价为 11000 元/平方米，销售均价从 2014 年来持续走低，2019 年销售均价降低是因为促销及产品组合变动。对比百强房企销售金额平均增长率，富力地产销售业绩增长较慢，2019 年 1600 亿元的销售目标只完成了 86%。

销售额区域分布均匀，一二线城市贡献近三分之二。与往年一样，富力的销售额在全国区域布局均衡，华北和西北地区占比较大，分别达到 27 和 26%，华东地区占比 15%。2019 年大湾区新城市群规划发展迅速，而富力较早布局大湾区，2019 年其在大湾区销售占比较 18 年上升 2 个百分点至 8%。就销售金额的城市分布来看，主要集中在一二线城市，占比达 64%，与往年持平。

图：富力地产 2016-2019 年销售情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

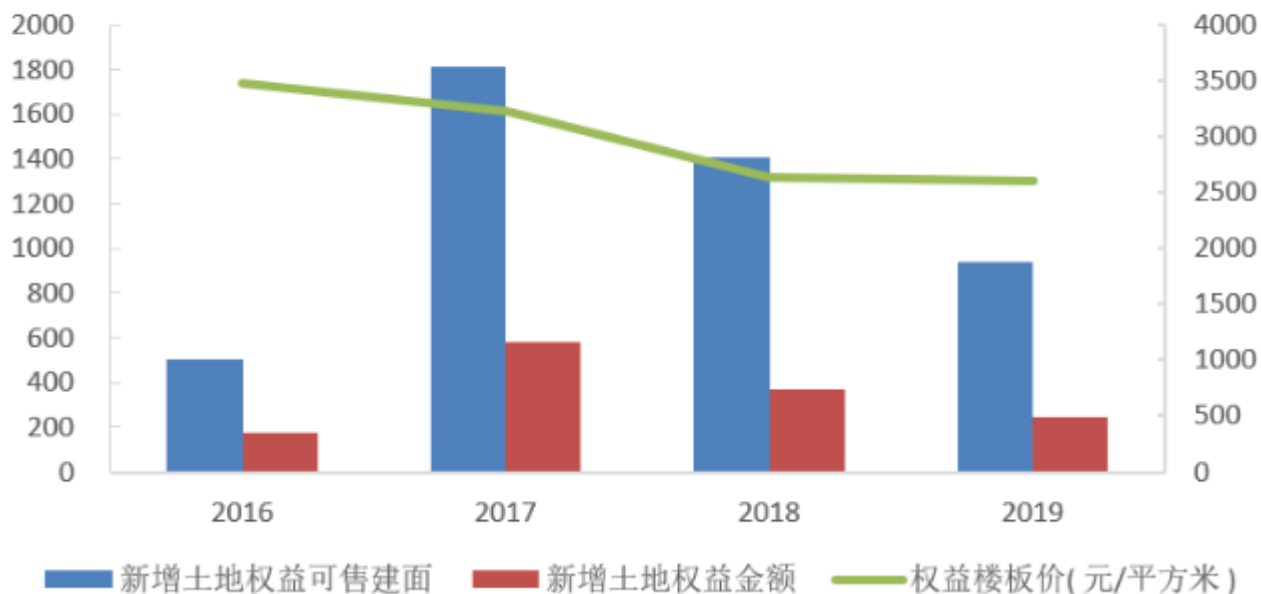
2 拿地

拿地谨慎
控制开支及保证利润率

拿地速度持续放缓。2019 年富力在全国 32 个城市布局新项目，一共获得 38 幅地块，新进入 15 个城市。新增权益土地总建筑面积 939 万方，同比下降 32%；权益拿地总价 244 亿元，同比下降 34%；新获土地权益楼板地价为 2599 元/平方米，较 2018 年有所下降。2019 年富力拿地销售比为 0.18，

较 2018 年进一步下降，土地投资仍持谨慎态度。从拿地节奏可以看出，富力近年来有意控制其负债水平。

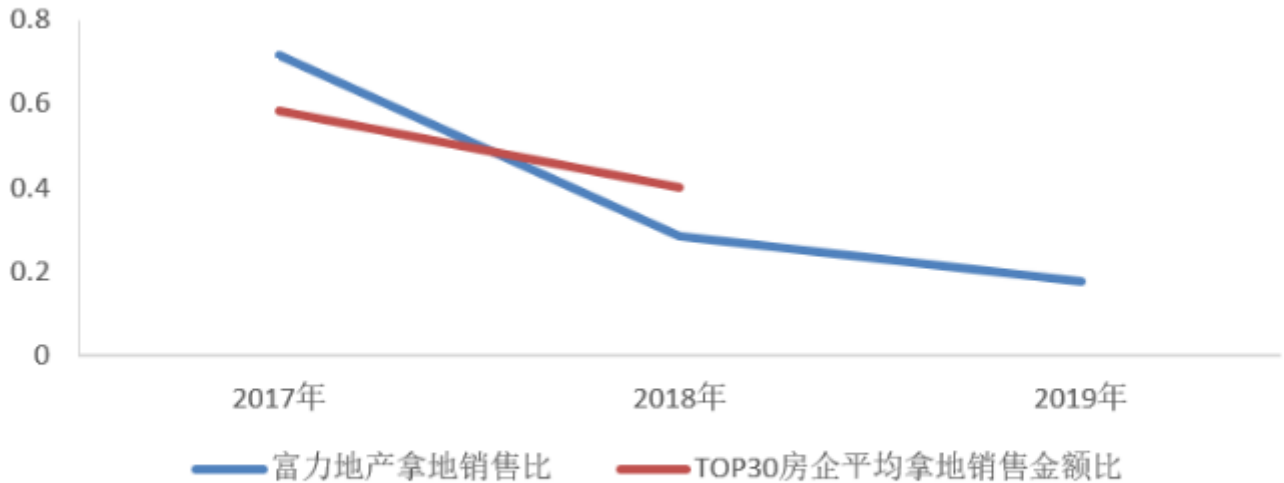
图：富力地产 2015-2019 年新增土储情况



通过城市更新，控制开支及继续保持稳定利润率。一方面企业放缓了在公开市场的拿地速度，另一方面则继续积极开展城市更新项目以获取土地资源。2019 年，土地收购策略主要集中在资产快速周转的土地、低成本土地及城市更新项目，在管理资本开支的同时继续保持稳定的利润率。2019 年富力透过在 3 个城市的城市更新项目转化了 179 万平方米土地储备。更值得一提的是，富力在未来通过城市更新项目转化的潜在土储建筑面积将超过 4,000 万平方米。

总土地储备充足，可满足企业四年发展。截止 2019 年全年，富力地产的权益土地总建面为 5790 万平方米，相比期初持平。当前总土地储备平均土地成本约为 2600 元/平方米。虽然富力选择维持温和的拿地速度，但其目前土地储备充足，按照当下销售规模来看，消化周期在 4 年左右，可支撑企业未来正常开发需求。

图：富力地产及行业 2017-2019 年拿地销售比



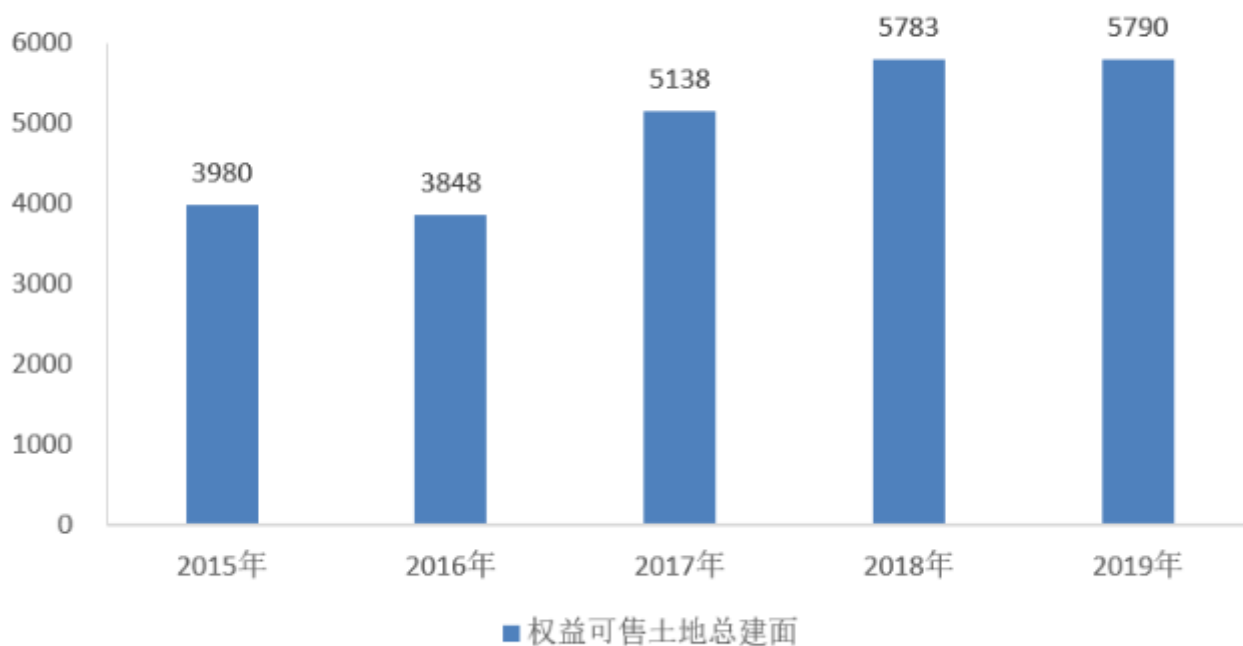
数据来源：企业业绩发布、CRIC

3 财务

盈利能力良好
债务规模有待改善

全年营收达 908.1 亿元，同比增长 18.2%。毛利率 32.8%，虽较 2018 年微降 3.58 个百分点，但仍高于行业整体水平。富力拿地平均楼板价和销售均价比值三年来持续稳定在 25% 左右，可以看出其未来仍有较好的盈利空间。净利率为 11.1%，和 2018 年基本持平，与 TOP30 房企平均水平相当。

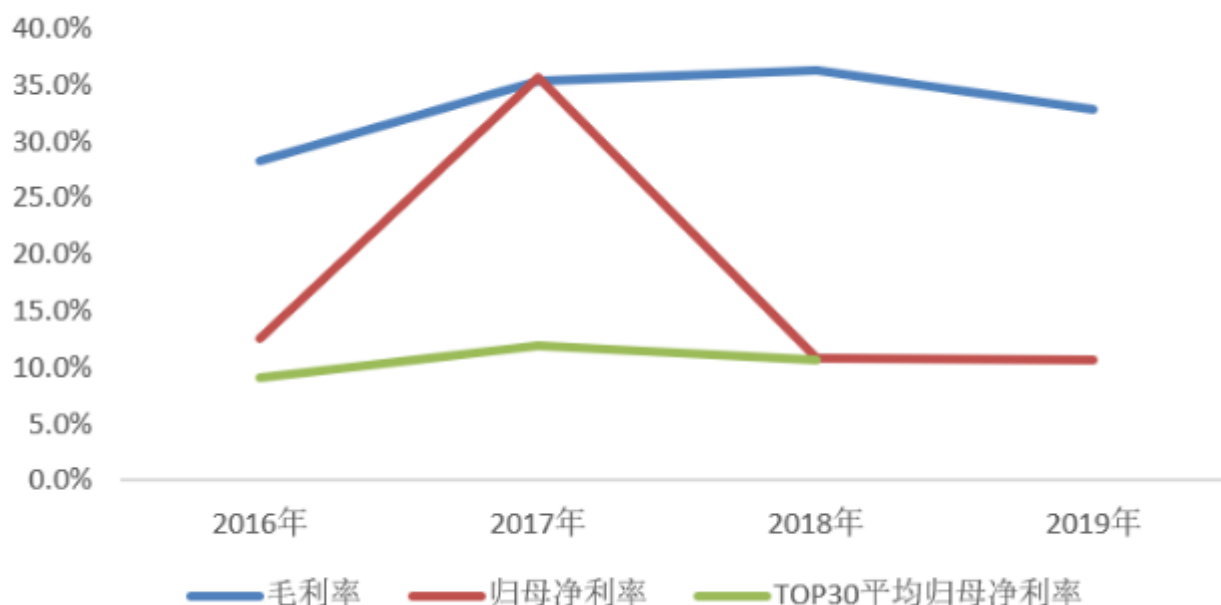
图：富力地产 2015–2019 年累计权益可售土地总建面（单位：万平方米）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

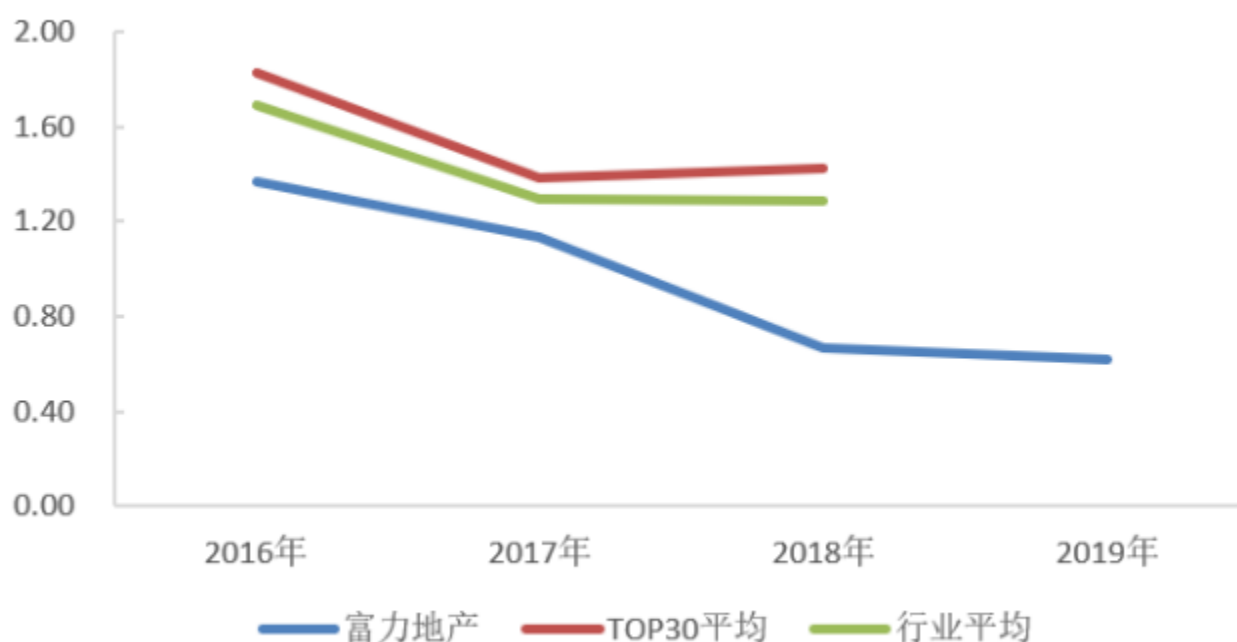
短期仍有一定偿债压力,债务结构相比 18 年有所优化。截止至 2019 年中,富力地产共持有现金 384.36 亿元,相比 18 年末增加 37.3 亿元,短债规模高主要是由于即将到期长债数额增长,使短期债务总额达到 622.7 亿元,因此企业现金短债比较去年年末略微下降至 0.62,短期内具有偿债压力。长短债比 2.17,相比 18 年有所优化。2019 年富力通过将快到期短期债务顺利融资转为长期债务,增加流动性优化债务结构。

图：富力地产 2016–2019 年毛利率、归母净利率、TOP30 平均归母净利率



数据来源：企业业绩公告、CRIC

图：富力地产及行业 2016–2019 年现金短债比

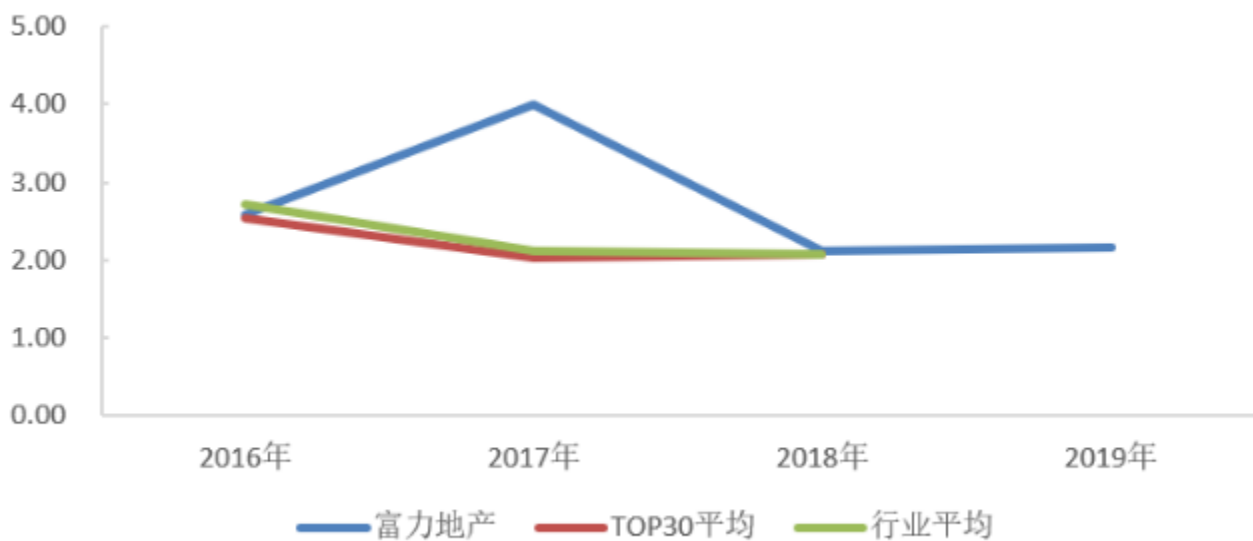


数据来源：企业业绩公告、CRIC

平均借贷利率保持较低水平。在融资环境收紧，企业发债成本普遍上涨的情况下，富力的平均融资成本较 2018 年上升 0.8 个百分点至 6.6%，虽有上升但仍保持在较低水平，融资成本可控。

净负债率偏高。根据企业公告数据计算，富力地产净负债率已达 198.9%，明显偏离行业平均水平，企业财务杠杆较高，调整债务结构将是富力持续需要面临的问题之一。

图：富力地产及行业 2016–2019 年长短债比



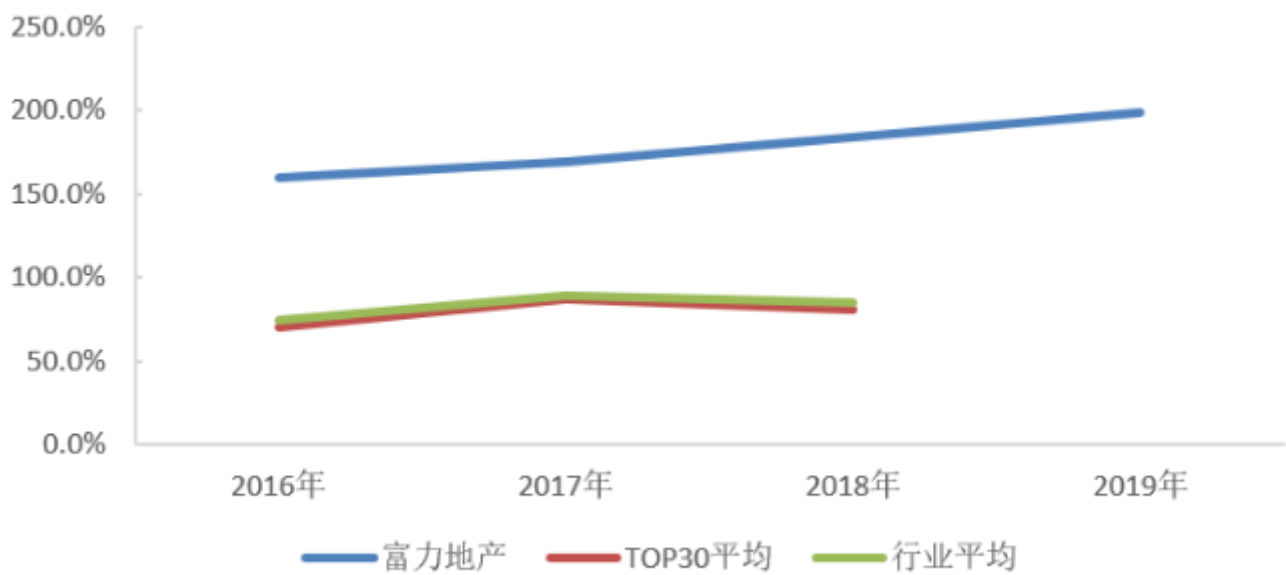
数据来源：企业业绩公告、CRIC

4 多元化业务

酒店运营收入较 18 年持平

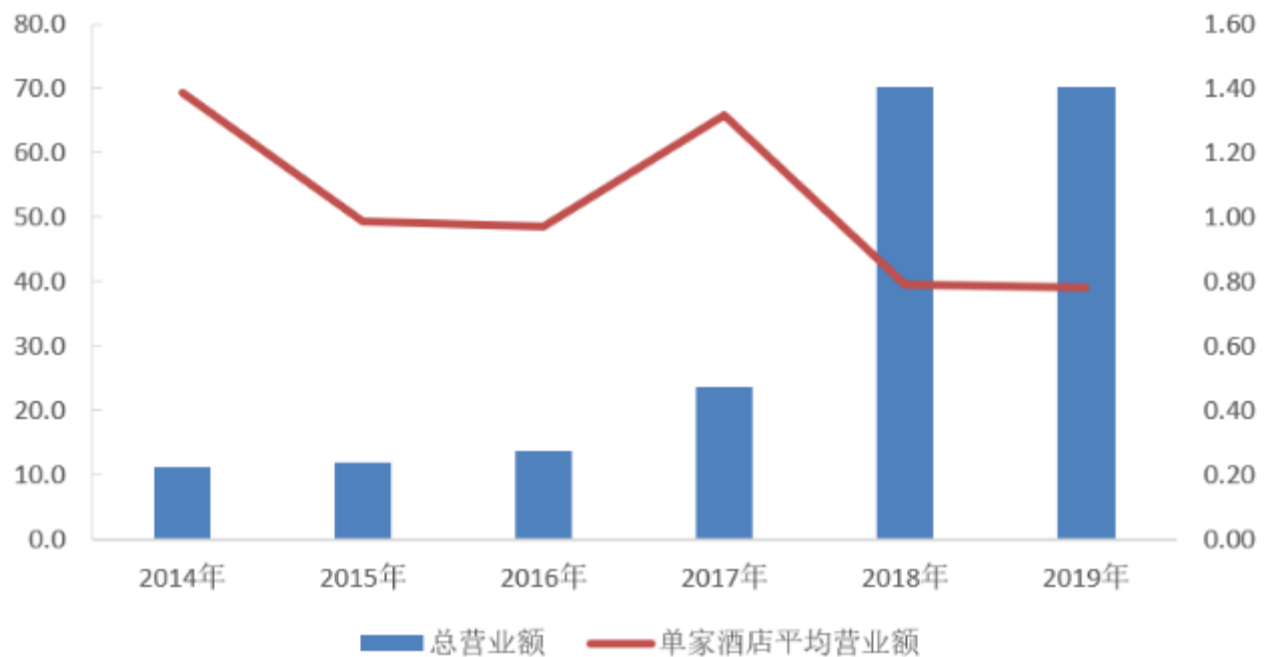
截至 2019 年年末，富力已经拥有 90 家运营中酒店，总建面达 395.2 万平方米，另外还有 42 家在建及规划中酒店，合计共 132 家酒店。2019 年富力在酒店运营收入总额为 70.22 亿元，单家酒店平均营业收入为 0.78 亿元，与 2018 年持平。酒店营运利润为人民币 13.97 亿元，较上年增加 11.7%，但是扣除财务费用、所得税及折旧摊销费用之后，酒店营运业务净利亏损 10 亿元，亏损较 18 年缩小 6%。富力未来除了改善运营效率之外，也可通过资产证券化等方式释放融资效率，提升净利水平。

图：富力地产及行业 2016-2019 年净负债率



数据来源：企业业绩公告、CRIC

图：富力地产酒店项目收入情况（亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表 1：2019 年 8 月-2020 年 3 月富力地产券商估值

券商名称	日期	目标价
花旗 Citi	2020 年 3 月	17.8
野村证券	2020 年 2 月	13.75
高盛集团	2020 年 3 月	15.5
汇丰银行	2019 年 8 月	17.7
麦格理 MACQUARIE	2019 年 8 月	28.31
瑞银 UBS	2019 年 8 月	18.2
JP 摩根	2019 年 8 月	23.5

数据来源：公司通讯，CRIC整理