

专题

2019

千亿赛道下，富力、雅居乐的发展路径 ——粤系房企深度比较研究之一

作者：朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

CRIC 研究中心
2019 年 8 月

克而瑞研究中心

前言

经过四十多年的发展，我国房企以地域特征形成了不同的派系，包括粤系、闽系、浙系、京津系等。在行业集中度不断提升的背景下，房企“强者恒强”的发展态势更加突显。从当前房地产行业竞争格局来看，粤系房企综合实力最为突出，无论是全国化布局，还是华南区域，粤系房企都表现出了较强的竞争力。

今年 2 月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式公布，在政策利好下，大湾区的规划与建设吸引了越来越多的房企加入布局，华南区域市场竞争加剧。作为本土起家的粤系房企更是备受关注，除了规模房企将继续引领市场竞争，另一批占据先发优势的深耕型房企发展势头也非常强劲。在大湾区市场机遇下，粤系房企有望成为大湾区最大受惠者，进一步巩固自身的市场地位。

富力和雅居乐，作为粤系典型房企以及曾经华南区域的代表房企，在千亿的道路上都徘徊了很长时间。如今进入千亿赛道，在大湾区政策利好下，能否借势加速扩张，实现规模跃进？本专题将从规模发展、战略布局、多元化业务发展以及财务状况几个角度详细分析富力、雅居乐进入千亿之后的发展空间。

一、粤系房企比较研究背景

1.1、粤系房企起步较早，主流房企综合实力雄厚

粤系房企起步于 80 年代初，从广东成长起来。最早一批成立的粤系房企以万科、招商、金地为代表，其中万科 1984 年成立，1988 年进入房地产行业，现稳居行业龙头地位。1992 年，我国房地产市场开始兴起，在邓小平南巡讲话指引下，深圳、广州房地产市场崛起，一大批房企包括碧桂园、保利、雅居乐、华发、合生创展等集中而生，粤系房企阵营迅速壮大。之后，富力、恒大、龙光等相继加入阵营，粤系房企形成规模化。

粤系房企发展至今已有 40 年历史。当前，一部分以碧桂园、万科为代表的房企早已形成全国化布局，另一部分以龙光、时代、合生创展为代表的房企继续深耕华南区域。从行业竞争格局来看，粤系房企综合实力突出，无论是全国化布局，还是华南区域，粤系房企都表现出了较强的竞争力。根据 2018 年克而瑞榜单，TOP10 房企中粤系房企占了六家，包括碧桂园、万科、恒大、保利、中海以及华润，掌握着行业的话语权。此外，招商、金地、富力、雅居乐等老牌粤系房企也进入了千亿阵营，而龙光、佳兆业、合景泰富等则是千亿的有力冲击者。

表：主流粤系房企梯队分布格局

梯队	房企
TOP10	碧桂园、万科、恒大、保利、中海、华润
TOP11-TOP30	招商、富力、金地、雅居乐
TOP31-TOP50	龙光、佳兆业、奥园、合景泰富、卓越、美的、越秀
TOP51-TOP100	时代、华侨城、方圆、星河、力高

TOP100 之外	合生创展、星河湾、珠江实业、广州城建
-----------	--------------------

数据来源：CRIC

1.2、受地缘文化影响，粤系房企以低调、务实风格著称

(略)

1.3、粤港澳大湾区政策利好，华南区域房企势头猛进

(略)

1.4、华南五虎规模分化，富力与雅居乐踏入千亿门槛

早期，华南区域房企以“华南五虎”碧桂园、恒大、富力、雅居乐、合生创展为代表，竞争力相当。但由于各自发展模式和扩张节奏不同，如今规模分化明显。碧桂园、恒大仍然是行业领头，碧桂园 2017 年开始登上销售榜首，恒大也稳居在行业前三甲。形成的鲜明对比的是合生创展，作为昔日地产航母，合生创展 2018 年全年合约销售额为 149.75 亿元，与碧桂园、恒大拉开量级的差距。而处于中间的富力和雅居乐，则在追赶中前进，2018 年规模均突破千亿。这两家房企规模相差不多，发展历程也充满相似，从高峰到调整再到冲刺千亿，富力和雅居乐在千亿的道路上都徘徊了很长时间。如今进入千亿赛道，在大湾区政策利好下，作为粤系典型房企以及曾经华南区域的代表房企，富力和雅居乐在发展道路上对我们有什么启示？未来发展空间还有多大？能否延续增长？

二、富力、雅居乐地产业务比较

2.1、规模发展：辉煌一时各有牵绊，重回规模赛道面临考验

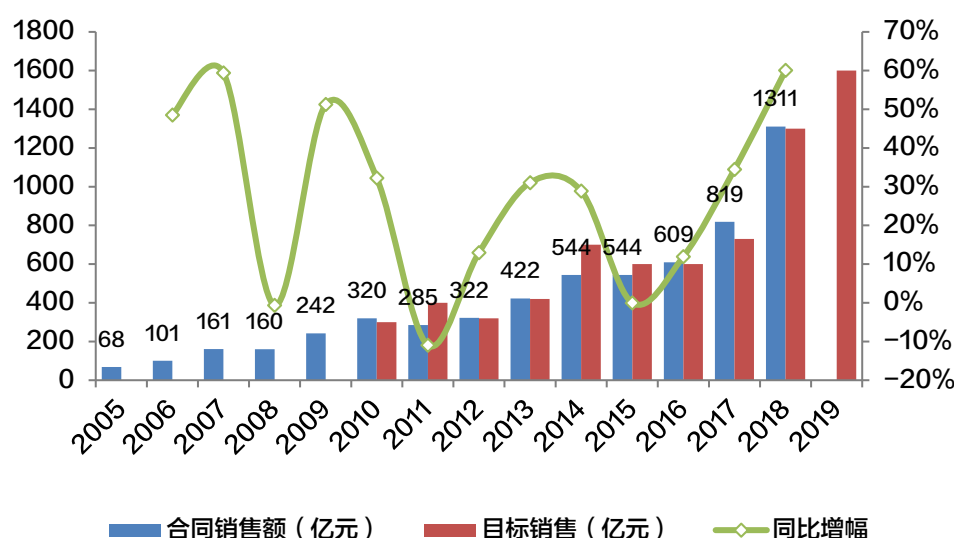
2.1.1 富力：投身商业地产错过扩张黄金时机，2017 年重启规模跃进

富力于广州旧改项目起步，自 2005 年赴港上市后，次年就跻身销售百亿梯队；2007 年，富力以 161 亿元的销售额位居行业第四，仅次于万科、绿地和中海。之后中国房地产发展迎来黄金十年，在万科、绿地等房企加快周转、抢占市场份额时，富力转向商住并举的发展策略，没有跟上扩张节奏，业绩增长滞缓，规模开始掉队。事实上，富力投身商业地产的本意在于分散住宅市场集中性风险，但是由于商业地产资金投入量大且投入产出周期长，激进扩张严重影响了企业的资金周转，无法支撑高周转发展模式。此外，富力也未找准商业地产板块的运营模式，经历了很长时间的摸索期，并没有实现预期效益，拖累了企业的扩张进程。从 2008 年开始，富力的规模

增长几经起落，无论是商业地产的价值实现，还是企业发展战略调整，都没有很好地与市场相适应。2006-2017 年间，富力的销售额复合增长率仅 15.9%，排名一度跌至第 20 位之外。

经过近十年的沉淀和积累，富力商业板块价值逐渐显现出来，运营模式也更加成熟。2017 年开始，在行业集中度不断上升的背景下，富力对规模增长诉求也更加强烈，提出 3 年实现千亿的销售目标。2017-2018 年富力销售额分别同比增长 34.5%和 60.1%，连续两年超额完成销售目标。2018 年，富力权益销售额达到 1300 亿元，提前跨入千亿阵营，且排名提升至第 13 位。

图：2005-2019 年上半年富力地产销售规模及增速



注：2017-2019 年为权益口径销售额

数据来源：企业年报、CRIC

(部分略)

2.1.2 雅居乐：受旅游地产影响增速放缓，2016 年战略调整冲规模

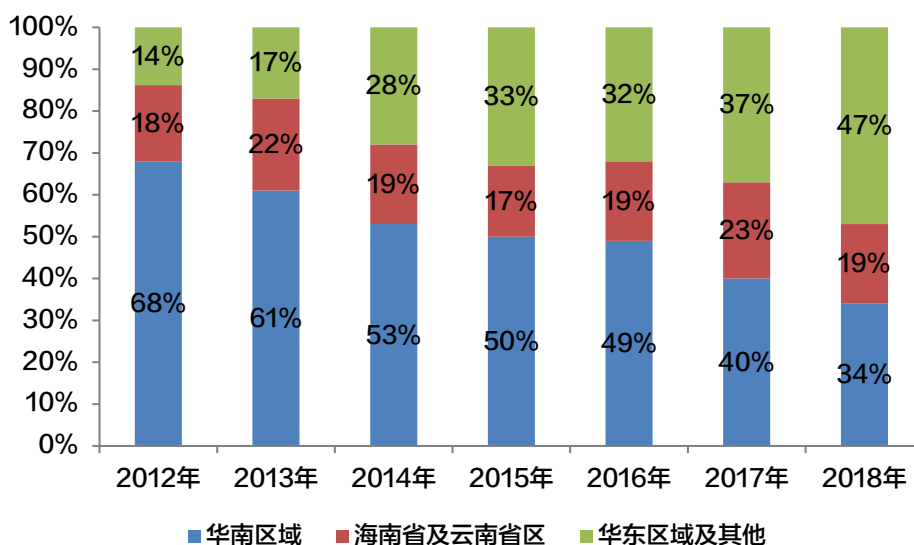
雅居乐从 1992 年开始进军房地产行业，至今已经 27 年。2018 年雅居乐销售额首破千亿，达 1026.7 亿元，位于克而瑞排行榜第 29 位。作为新进千亿成员，雅居乐在规模发展上可以说是经历了一段很长的调整期。

2010 年雅居乐的销售额大幅增长 42.9%，达到 323 亿元，位于行业第 11 位。但是这种增长势头并未延续下去，2011 年起雅居乐开始进入调整期，增速放缓，在 300 亿徘徊了 3 年，并且 2011-2015 年，雅居乐连续五年都未完成当年销售目标，规模在行业开始落后。从 2010 年的高峰到 2018 年的千亿，雅居乐的复合增长率为 15.6%，远远低于“华南五虎”碧桂园、恒大，以及早期规模相当的华润置地等。这种不温不火的扩张节奏主要原因在于：

一是稳健的发展模式。雅居乐发展策略一向偏向保守，在“轻规模、重利润”经营风格下，并不热衷于规模扩张，扩张进程缓慢。

二是全国化进程缓慢。雅居乐以华南地区作为大本营，项目主要集中在中山、广州和佛山，上市以后的外扩进程较为缓慢。从销售结构来看，2009 年以来雅居乐华南区域、海南省及云南省区域市场为主。至 2015 年，华南区域的业绩贡献仍然达到半数，而海南及云南区域的贡献率则一直在 20%左右波动。其他区域市场补给并没有跟上，也影响了规模的扩张，且业绩容易受到区域影响，表现不稳定。

图： 2012-2018 年雅居乐销售区域分布



数据来源：企业公告，CRIC

三是旅游地产项目周期长，不利于快周转。（部分略）

2.1.3 千亿之后富力销售增长乏力，雅居乐保守扩张业绩向好

（略）

2.2、战略布局：加速外拓市场，千亿之后扩张态势分化

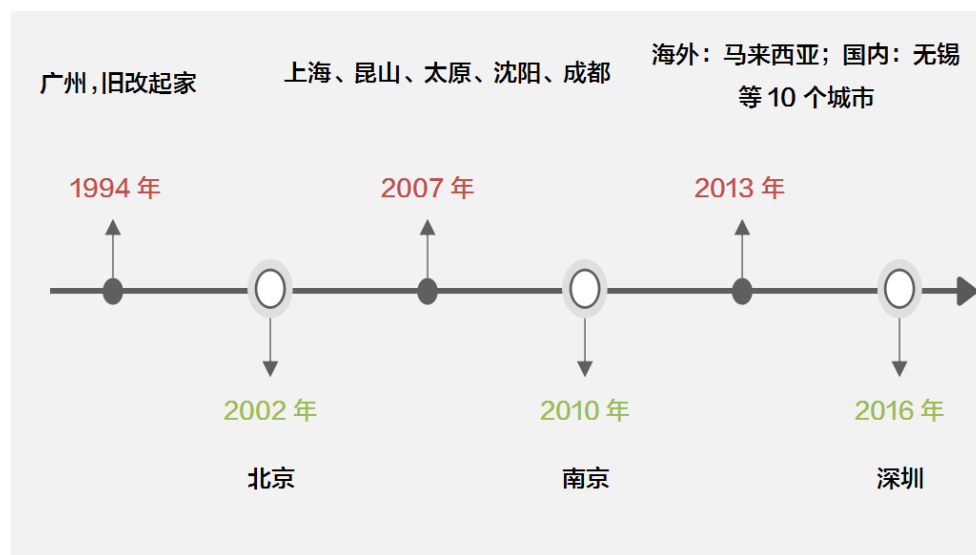
2.2.1 富力地产下沉三四线城市，投资扩张后劲不足

（部分略）

市场拓展：分散式下沉三四线城市，加速全国化布局。富力自 1994 年于广州旧改起家，2002 年进军北京，至 2005 年上市，富力的土地储备覆盖广州、北京、西安、天津、重庆 5 个城市。主

要集中于广州和北京，分别占比 41%和 30%。2007 年，上海及周边地区的拓展标志富力正式进入华东区域。当年新增土地建筑面积达 1029.5 万平方米，土地储备增长 46%，扩展至 10 个城市。2008-2009 年间，受全球金融海啸、市场调控收紧等环境因素影响，富力连续两年盈利下滑，酒店业务亏损，同时放缓了投资力度，仅新进了佛山与惠州。随后几年，富力于 2010 年打开南京市场，2012 年进入杭州，2013 年再次发力，进军国内无锡、长沙等 10 个城市，以及海外的马来西亚市场，新增土地建筑面积达 2090 万平方米。之后，经历了 2014-2015 年的收敛期，富力于 2016 年进军深圳，至此覆盖了所有一线城市。2017-2018 年，富力进入集中扩张阶段，分别各新进 28 个城市。受一线城市土地激烈竞争的影响，新增土地主要集中于二三线城市，新增土地权益可售面积分别达 1811.2 万平方米和 1404.9 万平方米；同时，平均楼板价持续走低，分别为 3226 元/平方米和 2641 元/平方米。

图：富力地产重要新进城市时间轴



数据来源：企业年报、CRIC

2.2.2 雅居乐土储总量充足，布局结构逐步完善

(部分略)

市场拓展：市场外拓加速，有助于降低区域集中性风险。2006 年雅居乐走出广东省，进驻成都、西安、南京等外省城市，开始全国化布局。但 2006-2012 年省外新进城市也并不多，整体进程较为缓慢。由于海南清水湾项目的贡献率持续下滑，云南市场刚刚起步，市场集中性风险显现。2013 年雅居乐发力外拓市场，向华东、华中、华西、东北拓展，全年新增土储建面达 1060.1 万平方米，其中华东区域占比达 39.7%，新进城市包括杭州、宁波、无锡、扬州等。此后两年，雅居乐土地投资放缓，外拓动作并不大。2016 年投资战略重新调整，全国化布局加速，新进城市不断增加，年内新

进北京、苏州、武汉等 5 个城市，包括一个海外城市。2017 年雅居乐继续外拓，进入海口、济南、厦门等 11 个新城市，2018 年更是新拓展了 20 个城市布局。从城市选择上可以看出，雅居乐重点围绕珠三角、长三角、京津冀、成渝及中原等城市群展开，**2016 年之前以一二线城市布局为主，近两年开始重仓强三四线城市，主要原因还是在于一二线城市土地供给有限，门槛抬高，拓展三四线城市有助于土地成本控制。**

表：雅居乐 2006-2018 年新进城市情况（略）

三、富力、雅居乐多元化业务比较

3.1、富力业务日趋多元化，酒店板块连续亏损

（部分略）

早在 2006 年，富力多元化策略就已经显现，从住宅物业开始向商业物业拓展。经过十几年的板块延伸，富力的业务日趋多元化。到目前，除了地产开发业务以外，富力在酒店管理、商业运营、文体旅游、互联网产贸、医养健康、物业管理服务、设计建造及创新服务平台等领域均有涉足。今年 7 月，富力继续延伸至新能源汽车行业。截至 2018 年末，富力在多元化业务，包括物业投资、酒店运营及其他所有分部的营收为 104.7 亿元，在总营收中占比 13.6%，较 2017 年提升 4 个百分点。

图：富力主要多元板块发展情况

产业	多元业务发展情况
酒店管理	全球最大豪华酒店业主，截至 2018 年末拥有 89 家营运中的酒店。
商业运营	打造了 23 个集写字楼、商场、酒店、住宅、公寓于一身的城市综合体，总建筑面积超 880 万平方米。
文体旅游	拥有 22 个超百万平方米的旗舰大盘和 20 个旅游养生居所。
互联网产贸	富力·环贸港项目。
医养健康	成立医疗健康产业管理公司，引进全新的医疗和养老两大产业板块。
物业管理	旗下富力物业服务集团业务覆盖 34 个主要大中城市及地区，总接管面积超过 5,800 万平方米，管理项目 189 个。
新能源汽车	2019 年 7 月参股华泰汽车，发力新能源汽车产业。

数据来源：企业公告，CRIC

3.2、雅居乐八大产业集团多元并行，环保板块贡献度显现

（略）

四、富力、雅居乐经营成果比较

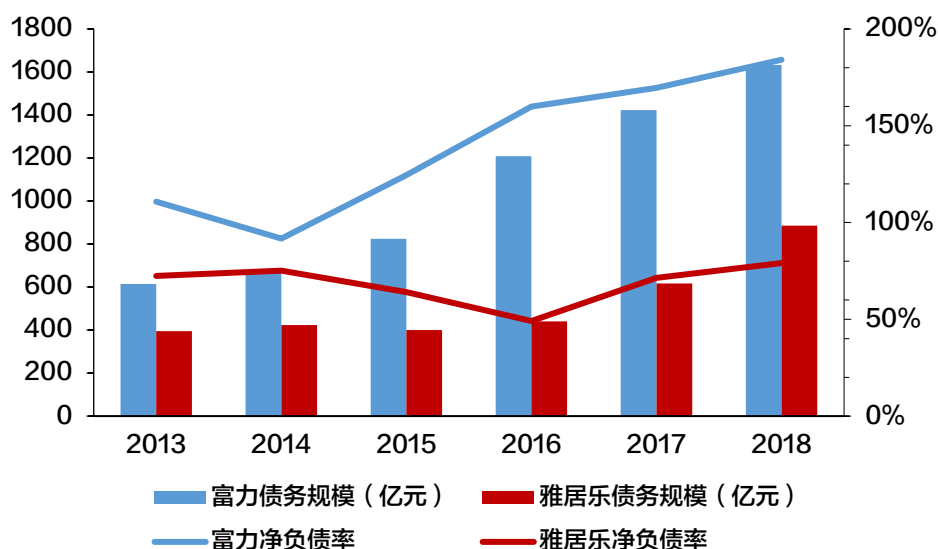
4.1、财务状况：富力偿债压力加剧，雅居乐债务结构稳健

4.1.1 债务规模：富力高债务规模持续攀升，雅居乐净负债率控制得当

近年来，富力债务规模持续走高，2016 年大幅增加 46.6%，突破千亿。为加速规模扩张以及偿还债务，2018 年富力加速融资，11 月更是启动了股权再融资。截至 2018 年末，债务总额达到 1633 亿元（不包括永续债）。由于债务规模不断攀升，自 2015 年以来，富力净负债率都超过了 100%，并且持续走高，2018 年达到 184.1%。当前，高债务压力已经成为富力扩张进程面临的最为迫切的问题。一方面，发债规模扩大，利息抬高，财务费用的增加会稀释企业的利润，2018 年富力资本化前的融资成本为 112.3 亿元，同比增加约 96%；另一方面，高杠杆加剧企业经营风险，将影响资本市场对富力的估值及评级，不利于富力的融资；此外，高周转模式对于资金的需求较大，高负债下，高周转模式难以持续，规模增长或受阻。因此，中长期来说降杠杆是富力面前的一大重任。

相比富力的高杠杆、高周转的“双高”模式，雅居乐则偏向稳健的经营风格。2016 年之前，债务规模保持在较低水平，且基本维稳，整体杠杆水平并不高，2015、2016 年净负债率分别为 64%、49%。2017、2018 年雅居乐冲刺千亿规模，并加快多元化业务布局，债务规模有所上升，分别达到 616.75 亿元、885.29 亿元，净负债率上升至 71.4%、79.1%，但也处于相对合理的范围内。随着多元化业务的推进，净负债率或将得到改善。

图：2010-2018 年富力、雅居乐的净资产负债率水平



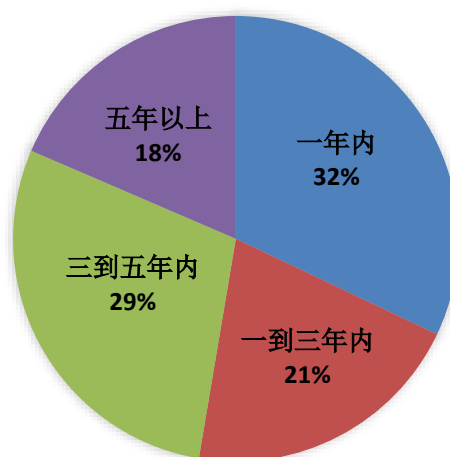
注：永续债作为权益

数据来源：企业公告，CRIC

4.1.2 债务结构：富力短期偿债压力较大，雅居乐债务期限分布合理

从负债结构来看，截至 2018 年末，富力一年内、一年到五年内以及五年以上到期的债务达到 523.5 亿元、806.8 亿以及 302.7 亿元，分别占到总债务的 32%、49%、19%，长短债务比为 2.1。于 2018 年期末，富力持有现金 347 亿元，现金短债比仅为 0.66，短期偿债压力较大。面对资金层面的紧缺，借新还旧之后，将会提升中长期的负债压力和杠杆风险。流动性、债务结构问题也将给企业发展带来严峻的挑战。

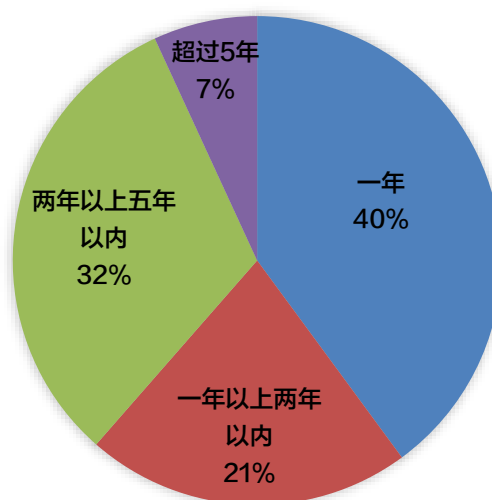
图：截至 2018 年末富力的债务到期结构



数据来源：企业公告，CRIC

雅居乐的流动性较为充足，近三年雅居乐的现金短债比都在 1 倍以上，分别为 1.74、1.11、1.28，短期偿债压力较小。从 2018 年末负债结构来看，富力一年到期债务占比较高，为 40%，长短债务比为 1.51。一年以上到期债务分布上，一年以上两年以内占 21%，两年以上五年以内占 32%，偿债压力并不集中，债务结构更加合理，有助于雅居乐在进入千亿阵营后，继续稳步扩张。

图：截至 2018 年末雅居乐的债务到期结构



数据来源：企业公告，CRIC

4.1.3 融资成本：富力高杠杆经营融资优势弱化，雅居乐成本优势开始显现

(略)

4.2、盈利能力：富力利润空间收窄，雅居乐布局调整利于维持高毛利

(略)

五、总结

从规模发展、投资布局、多元化业务发展以及财务状况几个角度综合来看：

规模发展上：富力和雅居乐都经历了较长的调整期，进入千亿之后，扩张态度则呈现一定分化。

2019 年，富力将延续高周转路线，加紧促销售，加快回款，解决资金链压力。但在行业增速放缓的背景下，富力的“高周转”模式并未奏效，去化承压，销售形势并不乐观。雅居乐的扩张节奏则更为稳健，目标也更显保守，上半年业绩完成率超 50%，业绩目标完成预期向好。

战略布局上：两家房企均以广东为大本营，实行全国化布局的发展路径。雅居乐为减弱对海南市场的依赖度，加速全国化均衡布局，减小市场集中性风险。富力在“高周转”运营模式下，近两年扩张态势更为激进，向三四线城市下沉，城市覆盖面不断拓广。千亿之后，雅居乐今年继续保持积极拿地节奏，而富力在持续高杠杆扩张下，偿债压力增加，加上销售形势也并不乐观，资金紧张，今年新增土地投资将暂缓。

多元化发展上：两家企业都涉足多个板块，并在不断延伸。总体来说，富力的多元化业务发展的收益效果并不佳，特别是重资金投入的酒店板块仍处于持续亏损中。而雅居乐的多元业务选择

更加迎合政策导向和 market 发展趋势，环保等业务已逐步进入业绩贡献期。

财务状况上：盈利方面，富力和雅居乐的毛利率在行业都具备了较强的竞争力。但是富力由于高杠杆运营，净负债率较高且企业资金压力短期内难以扭转，加上酒店业务持续亏损，盈利能力备受考验。而雅居乐的财务杠杆控制得较为合理，流动性充足，经营稳健，在业务结构调整和全国化布局持续深化下，未来盈利将持续向好。

综上，当前富力发展面临了较大的困境，当前通过促销售、加快回款是解决资金链问题的关键。中长期来看，降杆杆、优化债务结构都将是富力最突出的任务，这将直接决定富力发展的可持续性；而在多元化发展上，集中式发力可能更优于广撒网模式，富力并没有富余的资金支撑多元化的试行。

对于雅居乐来说，在规模扩张上，要充分发挥粤港澳大湾区的先发优势及深耕经验，分享大湾区红利；**在多元化业务上，保证现有业务的合理投入，有选择性地**进行板块延伸，实现多元业务的收入贡献增长；此外，还要提高产品品质，打造品牌辨识度的产品线，全方位增强自身综合实力。

目录

前言

一、粤系房企比较研究背景

- 1.1、粤系房企起步较早，主流房企综合实力雄厚
- 1.2、受地缘文化影响，粤系房企以低调、务实风格著称
- 1.3、粤港澳大湾区政策利好，华南区域房企势头猛进
- 1.4、华南五虎规模分化，富力与雅居乐踏入千亿门槛

二、富力、雅居乐地产业务比较

- 2.1、规模发展：辉煌一时各有牵绊，重回规模赛道面临考验
 - 2.1.1 富力：投身商业地产错过扩张黄金时机，2017 年重启规模跃进
 - 2.1.2 雅居乐：受旅游地产影响增速放缓，2016 年战略调整冲规模
 - 2.1.3 千亿之后富力销售增长乏力，雅居乐保守扩张业绩向好
- 2.2、战略布局：加速外拓市场，千亿之后扩张态势分化
 - 2.2.1 富力地产下沉三四线城市，投资扩张后劲不足
 - 2.2.2 雅居乐土储总量充足，布局结构逐步完善

三、富力、雅居乐多元化业务比较

- 3.1、富力业务日趋多元化，酒店板块连续亏损
- 3.2、雅居乐八大产业集团多元并行，环保板块贡献度显现

四、富力、雅居乐经营成果比较

- 4.1、财务状况：富力偿债压力加剧，雅居乐债务结构稳健
 - 4.1.1 债务规模：富力高债务规模持续攀升，雅居乐净负债率控制得当
 - 4.1.2 债务结构：富力短期偿债压力较大，雅居乐债务期限分布合理
 - 4.1.3 融资成本：富力高杠杆经营融资优势弱化，雅居乐成本优势开始显现
- 4.2、盈利能力：富力利润空间收窄，雅居乐布局调整利于维持高毛利

五、总结

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。