

## 富力的镜鉴

### 报告要点:

● **粗浅来看，富力的问题与大多地产商（包括恒大）非常相似，即相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备是不够的：**

1) 富力的货币资金显然有些捉襟见肘，去除受限后的可支配货币资金仅 120 亿元，且与短期有息债务的比例始终没有超过 40%；

2) 在富力的所有流动资产中，存货的占比过大（74%左右），这意味着存货的消化存在着一定的难度。

● **富力的负债结构没有大问题，但深究其细理的话，我们早已能看到其业务进入无效率扩张的状态：**

在短期负债的结构里，“短期借款”和“其他应付款”在最近十年内的年化增长远远快于“合同负债”及“应交税费”；这至少说明：富力地产负债的边际效用是非常弱的，这至少也在相当程度上是当前地产行业的缩影。

● **从存货的结构上，也可以看到富力在变现上的困难：**

1) 在 2018-2020 年间，富力地产拟开发土地金额占存货占比下滑较大，同时，随着开发产品占比的上升，开发成本占比略有下降，公司在新增土地储备上动力不足，而是抓紧竣工，加速销售回款，补充流动性；

2) 即便如此，富力的存货占流动资产比例依然居高不下，足见公司产品去化存在一定难度。这也与其项目分布在三、四线城市居多不无关联；原因之一是：公司项目在各个城市中的布局其实不算出众。

● **由此来看，富力过往的庞氏扩张无法延续，这也反映了当前房地产行业面临的普遍问题：**

1) 只有在市场对地产行业在一个向上预期的状态下，地产行业才可以毫无压力地执行高周转等策略，毕竟在一个流动性充裕的环境之下，筹资性现金流的高度易得性掩盖了很多瑕疵；

2) 但这个假设环境已经在慢慢出现变化，房地产市场不但已经变成存量市场，而且三条红线政策强行踩了刹车。

● **这导致广州富力在现金流上的危险组合也已经出现：**

经营及投资活动现金流净值为正、筹资现金流净值为负，这意味着企业已经走向负向循环的边缘：企业只能依赖于主动降低资本开支去弥补融资下滑形成的缺口。

● **富力不一定会实质性违约（毕竟出售现有资产的空间仍在），但在当前的环境下，包括富力在内的很多地产企业债已经不具备投资意义。**

● **富力事件也同样给了全行业镜鉴：**

1) 和一般行业相比，房地产行业的溃散竟然是从龙头瓦解开始的，这意味着行业的周期固然在，但政策应该是更加致命的影响；

2) 其实当前从地产基本面上来看，行业的储备和周转情况所体现的预期明显偏高，这就导致在行业自然出清之前，政策先推动行业出现强制性纠偏；

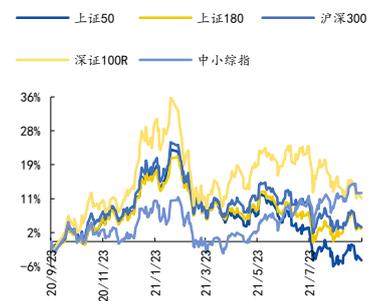
3) 退一万步讲，即使后续行业的政策有所放松，地产商的预期也很难扭转，这导致全行业的负向循环很难止住，总体行业的信用也仍然会向下。

**风险提示：**数据统计偏差，经济及货币政策超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3628.49
深圳成指：	14277.08
沪深 300：	4821.77
中小盘指：	5010.02
创业板指：	3164.33

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《房企的海外融资已到了最严峻的时刻》  
2021.09.14
- 《国元证券信用研究-谁在岛上，谁在崖边——关于房企的债券融资现状》2021.07.25

### 报告作者

分析师	梁岩涛
执业证书编号	S0020521050001
邮箱	liangyantao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 内容目录

1. 曾经的“华南五虎”之首仍未走出阴霾 .....	3
2. 粗浅来看，相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备是不够的.....	6
2.1 相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备显然有些捉襟见肘 ...	6
2.2 从存货的结构上，也可以看到富力在变现上的困难： .....	6
3. 由此来看，富力过往的庞氏扩张无法延续，这也反映了当前房地产行业面临的普遍问题 .....	8
4. 富力事件给了全行业镜鉴 .....	9
5. 风险提示： .....	9

## 图表目录

图 1：广州富力地产 2018-2021 负债结构（单位：亿元） .....	4
图 2：广州富力地产短期有息债务结构.....	5
图 3：非受限资金与短期债务比值骤降（单位：亿元） .....	6
图 4：待售及在售项目三、四线产比较大（单位：亿元） .....	7
图 5：2018 年-2020 年拿地明显放慢且仍集中于三四线 .....	7
图 6：富力项目分布多于三四线城市 .....	7
图 7：2018 年-2020 年拿地明显放慢且仍集中于三四线（宗） .....	7
图 8：2017-2020 年公司利润增速下降明显 .....	9
图 9：2020 年销售单价略有反弹.....	9
表 1：截至 9.17 日广州富力美元债价格变动 .....	3
表 2：广州富力地产主要境内信用债券.....	3
表 3：“短期借款”和“其他应付款”十年内的年化增长快于“合同负债”及“应交税费” .....	5
表 4：全国 200 余座主要城市按照夜光指数/人口密度数值由高到低分为 10 个梯队.....	7
表 5：2021 年中报显示广州富力地产三道红线仍未达标.....	8
表 6：2020 年起富力筹资现金净值由正转负（单位：亿元） .....	8

## 1. 曾经的“华南五虎”之首仍未走出阴霾

进入9月，广州富力地产股份有限公司在公布2021年半年报前后，除经营业绩不尽如人意外，“三道红线”标准更是无一达标。穆迪和惠誉国际相继下调了公司主体长期信用评级，造成富力美元债价格连续大幅下挫。所幸！近日 Bondinsight 了解到，广州富力地产股份有限公司旗下存量规模为3800万元的“18富力06”将于2021年9月22日兑付并摘牌。但境内、外融资渠道均有可能出现萎缩的情形下，曾经的“华南五虎”之首仍未走出阴霾。

根据2021年半年报披露，目前公司有息负债共计约1,433.49亿元，当前主要境内信用债券余额约142.15亿元，占有息债务比重10%左右。境外信用债券总计280.47亿元（汇率6.47计算），占有息负债总额20%。

表1：截至9.17日广州富力美元债价格变动

No.	ISIN	剩余期限	近一周价格变动	近一个月价格变动	债券余额	最新收益率	最新净价
1	XS2025848297	296D+2.0Y	-8.59	-24.48	4.50	36.51	52.52
2	XS1545743442	117D	-12.54	-16.98	7.25	105.82	76.31
3	XS2125172085	168D+2.0Y	-9.23	-24.18	4.00	39.51	54.05
4	XS1883345719	9D	-1.63	-0.98	2.00	143.98	97.70
5	XS2307743075	1.95Y+1.0Y	-7.58	-25.51	3.25	39.74	53.49
6	XS2293918285	1.87Y	-10.90	-28.47	5.00	49.93	56.72
7	XS1720054383	60D+1.24Y	-10.16	-25.76	6.00	53.44	56.95
8	XS1956169657	162D+2.0Y	-8.21	-23.32	3.75	39.46	54.35
9	XS1940202952	313D	-13.05	-26.74	3.00	68.67	65.56
10	XS2255777224	1.16Y	-11.58	-26.34	3.60	56.49	65.62
11	XS1956133893	162D+1.0Y	-10.43	-27.83	8.75	56.33	56.38

资料来源：DEALING MATRIX，国元证券研究所

表2：广州富力地产主要境内信用债券

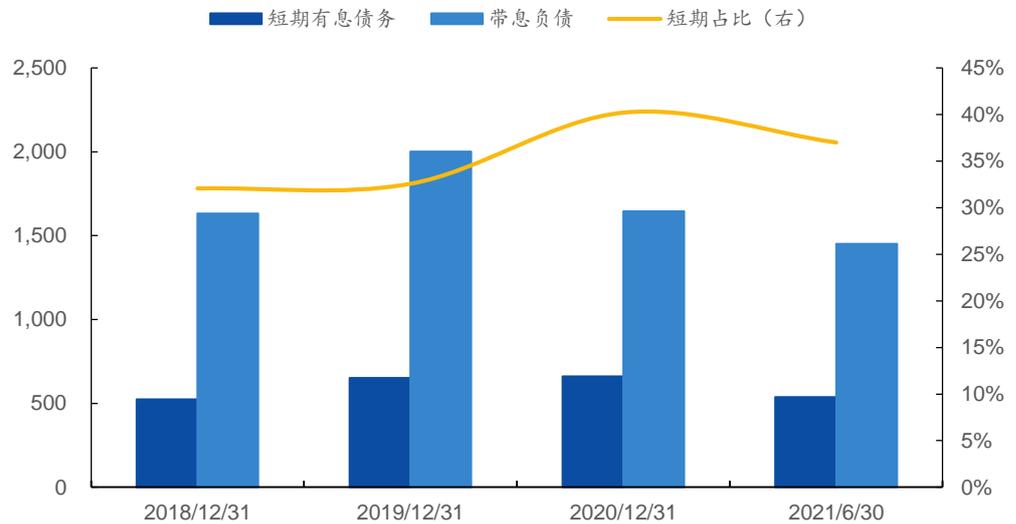
证券代码	证券名称	剩余期限	当前余额(亿元)	中债估值	票面利率(当期)	证券类别
155405.SH	19富力02	0.64+2	4.00	85.19	6.48	一般公司债

155404.SH	19 富力 01	1.64	0.0002	40.22	7.00	一般公司债
155106.SH	18 富力 10	1.29	42.50	45.76	7.00	一般公司债
155061.SH	18 富力 08	1.21	40.00	47.34	6.58	一般公司债
114022.SZ	16 富力 11	0.08+1	16.70	315.42	7.40	私募债
135468.SH	16 富力 06	0.66	9.95	75.19	6.80	私募债
136360.SH	16 富力 04	0.55	19.50	88.12	6.70	一般公司债
136361.SH	16 富力 05	1.55	9.50	41.06	7.00	一般公司债

资料来源：Wind，国元证券研究所

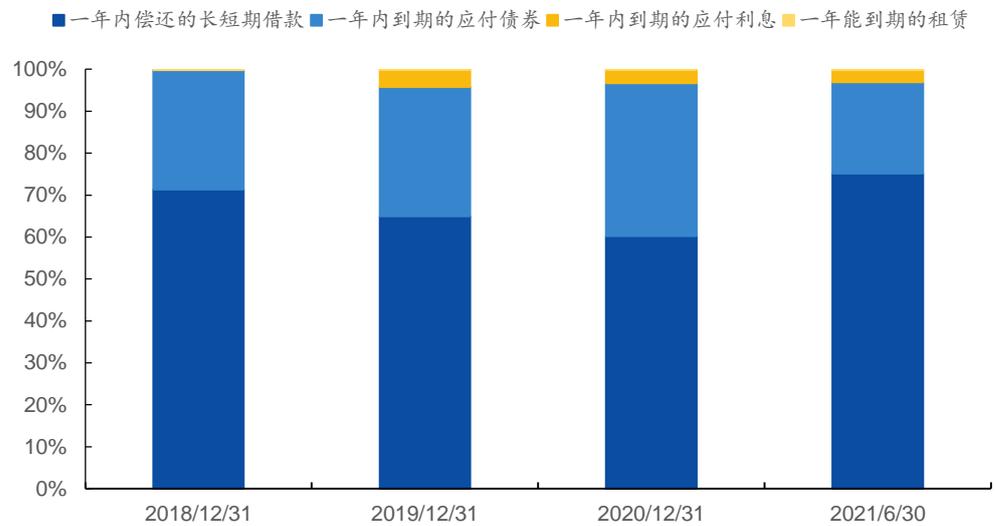
短期有息负债金额为 519.04 亿元，占有息负债总额 36%，近年这个比例一直在 30-40%间。在短期债务各要素中，一年内需要偿还的长、短期借款比例有所升高，此项资金来源于银行居多，成本相对其他渠道更低；随着近年存量债券陆续到期，后续 1 年内需偿还的债券占比下降较快，努力压降整体债务的情形下，短期应付利息金额也有所下降；租赁负债在近年的占比均不高。

图 1：广州富力地产 2018-2021 负债结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：广州富力地产短期有息债务结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

富力的短期负债结构看似没有大问题，但深究其细理的话，我们早已能看到其业务进入无效率扩张的状态：“短期借款”和“其他应付款”在最近十年内的年化增长远远快于“合同负债”及“应交税费”。这至少说明：富力地产负债的边际效用是非常弱的，这至少也在相当程度上是当前地产行业的缩影。

表 3：“短期借款”和“其他应付款”十年内的年化增长快于“合同负债”及“应交税费”

	合同负债（预收款） (亿元)	应交税费（亿 元）	短期借款（亿 元）	其他应付款（亿 元）
2012-12-31	137.19	21.59	14.32	42.98
2013-12-31	143.69	29.59	25.50	82.16
2014-12-31	198.90	34.97	30.85	73.04
2015-12-31	190.31	32.54	56.62	79.99
2016-12-31	200.12	40.51	106.31	99.97
2017-12-31	297.29	59.31	153.60	215.38
2018-12-31	393.06	77.90	137.89	345.51
2019-12-31	388.99	81.96	142.52	307.63

2020-12-31	480.03	83.91	109.64	450.84
2021-06-30	549.98	80.56	137.44	431.41

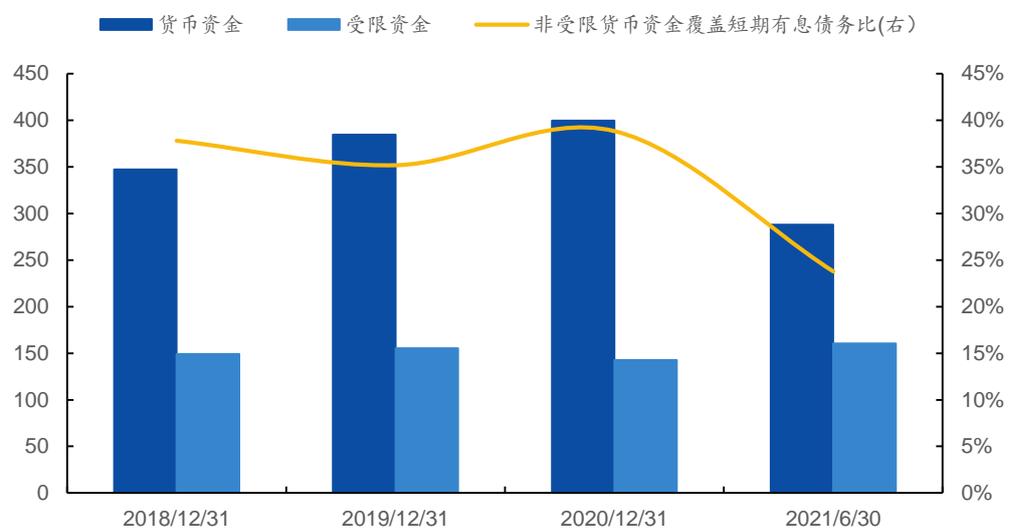
资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2. 粗浅来看，相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备是不够的

### 2.1 相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备显然有些捉襟见肘

富力的问题与大多地产商（包括恒大）非常相似，即相对于短期应偿债务来说，富力的现金及类现金储备显然有些捉襟见肘。2019年后，货币资金总量下滑而受限部分变化不大，可支配资金对短期债务覆盖比例在35%-40%间徘徊。2021年中报显示，货币资金288.02亿元，其中受限部分160.38亿，能够自由支配的部分仅120亿元。

图3：非受限资金与短期债务比值骤降（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

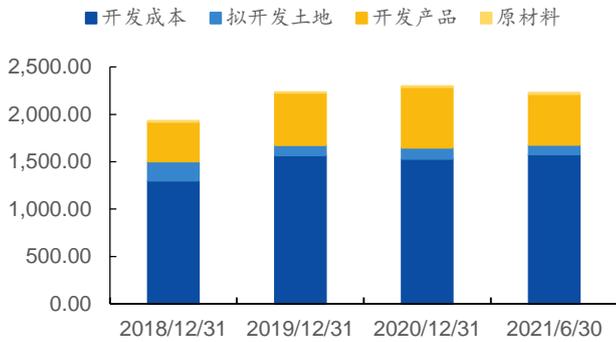
### 2.2 从存货的结构上，也可以看到富力在变现上的困难：

1) 在2018-2020年间，富力地产拟开发土地金额占存货占比下滑较大，同时，随着开发产品占比的上升，开发成本占比略有下降，公司在新增土地储备上动力不足，而是抓紧竣工，加速销售回款，补充流动性；

2) 即便如此，富力的存货占流动资产比例依然居高不下，足见公司产品去化存在一定难度。这也与其项目分布在三、四线城市居多不无关联；

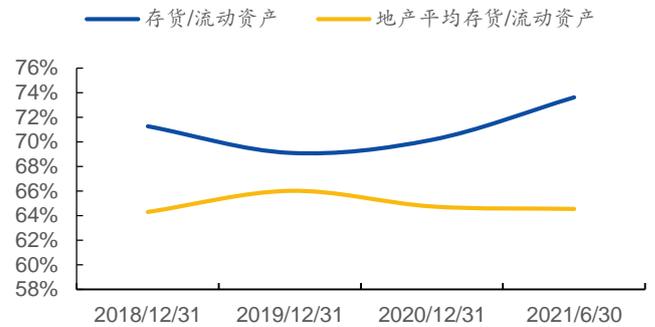
3) 根据我们之前关于地产未来指数的研究，梯队位次过低的城市，其未来对于地产的消费并不乐观，如果照此结论去简单加权平均的话，公司的未来可能不算出众。

图 4：待售及在售项目三、四线产比较大（单位：亿元）



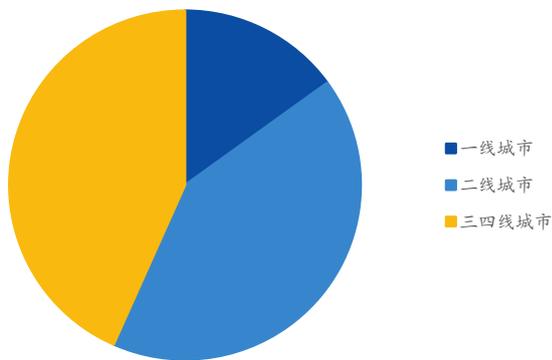
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：2018 年-2020 年拿地明显放慢且仍集中于三四线



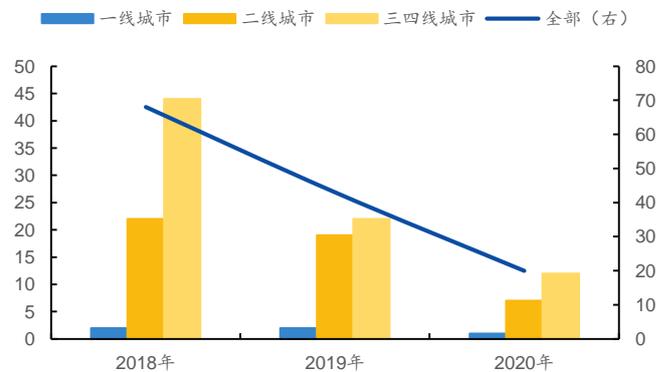
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：富力项目分布多于三四线城市



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：2018 年-2020 年拿地明显放慢且仍集中于三四线（宗）



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 4：全国 200 余座主要城市按照夜光指数/人口密度数值由高到低分为 10 个梯队

梯队	城市代表
第 1 梯队	苏州、杭州等
第 2 梯队	昆明、宁波等
第 3 梯队	长春、惠州、银川等
第 4 梯队	成都、合肥、沈阳、广州等
第 5 梯队	福州、柳州、南宁等
第 6 梯队	青岛、大连、西安、武汉等
第 7 梯队	贵阳、郑州、东莞、大同、石家庄等

第 8 梯队	哈尔滨、唐山、温州、南通、盐城、无锡、滁州、长治、南京、深圳、扬州、临沂、厦门等
第 9 梯队	北京、晋中、遵义、绍兴、烟台、潍坊、台州、上海、宜昌、常州、威海、沧州、抚顺、咸阳、临汾、镇江、秦皇岛等
第 10 梯队	桂林、鞍山、保定、锦州、营口、襄阳、葫芦岛、连云港、淄博、济宁、泰安、湘潭、黄冈、邢台、宿州、邯郸、铁岭、信阳、平顶山、萍乡等

资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3. 由此来看，富力过往的庞氏扩张无法延续，这也反映了当前房地产行业面临的普遍问题

1) 只有在市场对地产行业在一个向上预期的状态下，地产行业才可以毫无压力地执行高周转等策略，毕竟在一个流动性充裕的环境之下，筹资性现金流的高度易得性掩盖了很多瑕疵；

2) 但这个假设环境已经在慢慢出现变化，房地产市场不但已经变成存量市场，而且三条红线政策强行踩了刹车。

这导致广州富力在现金流上的危险组合也已经出现：经营及投资活动现金流净值为正、筹资现金流净值为负，这意味着企业已经走向负向循环的边缘：企业只能依赖于主动降低资本开支去弥补融资下滑形成的缺口。

表 5：2021 年中报显示广州富力地产三道红线仍未达标

	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比
2021/6/30	75%	124%	0.2
2020/12/31	77%	131%	0.4

资料来源：Wind，国元证券研究所

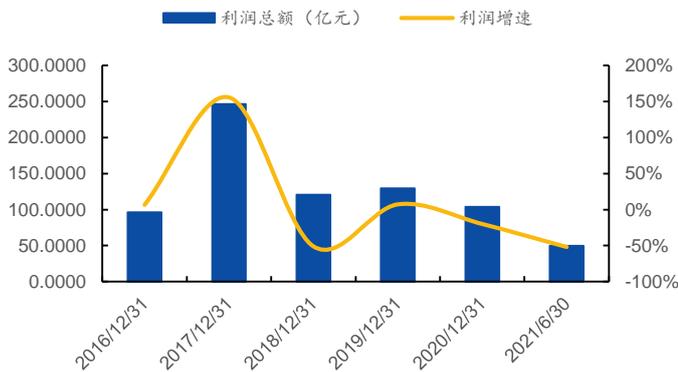
表 6：2020 年起富力筹资现金净值由正转负（单位：亿元）

	经营性现金流入	经营性现金流出	投资性现金流入	投资性现金流出	经营、投资性现金流净值	筹资性现金流入	筹资性现金流出	筹资活动产生的现金流净值
2018	1,042.21	1,040.15	1.73	59.70	-55.90	943.05	886.06	56.99
2019	1,138.28	1,274.61	5.49	38.86	-169.69	1,006.15	806.53	199.61

2020	1,247.12	857.70	17.09	32.50	374.00	710.08	1,056.14	-346.06
2021	569.22	403.71	17.14	42.49	140.17	222.52	491.40	-268.88

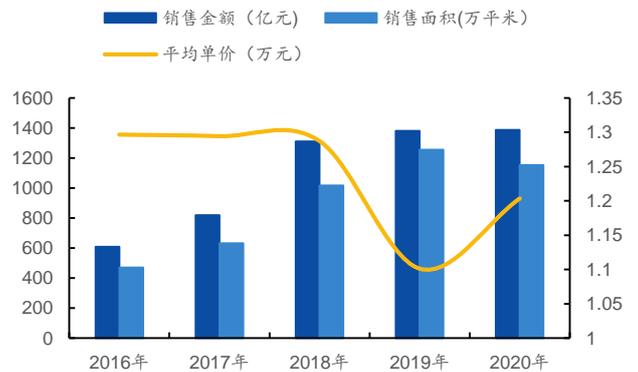
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：2017-2020 年公司利润增速下降明显



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：2020 年销售单价略有反弹



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 4. 富力事件给了全行业镜鉴

富力不一定会实质性违约（毕竟出售现有资产的空间仍在），但在当前的环境下，包括富力在内的很多地产企业债已经不具备投资意义，而富力事件给了全行业镜鉴：

- 1) 和一般行业相比，房地产行业的溃散竟然是从龙头瓦解开始的，这意味着行业的周期固然在，但政策应该是更加致命的影响；
- 2) 其实当前从地产基本面上来看，行业的储备和周转情况所体现的预期明显偏高，这就导致在行业自然出清之前，政策先推动行业出现强制性纠偏；
- 3) 退一万步讲，即使后续行业的政策有所放松，地产商的预期也很难扭转，这导致全行业的负向循环很难止住，总体行业的信用也仍然会向下。

## 5. 风险提示：

风险提示：数据统计偏差，经济及货币政策超预期

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188