

信用等级公告

联合[2015]110 号

恒大地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对恒大地产集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

恒大地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

恒大地产集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年 四月二十九日

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>

恒大地产集团有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

债券全额收购承诺方：恒大地产集团有限公司
(3333.HK)

发行规模：不超过 200 亿元（含）

债券期限：不超过 7 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本或提前偿还本金

评级时间：2015 年 4 月 29 日

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	2,091.72	3,031.47	4,416.22
所有者权益(亿元)	323.77	447.12	523.56
长期债务(亿元)	211.14	662.92	1,010.74
全部债务(亿元)	448.25	1,085.20	1,889.13
营业收入(亿元)	598.41	843.87	983.77
净利润(亿元)	92.33	127.71	170.16
EBITDA(亿元)	132.79	184.20	253.63
经营性净现金流	25.10	-212.49	-305.93
营业利润率(%)	22.74	22.80	22.42
净资产收益率(%)	--	33.13	35.06
资产负债率(%)	84.52	85.25	88.14
全部债务资本化比率(%)	58.06	70.82	78.30
流动比率	1.18	1.37	1.35
EBITDA 全部债务比	0.30	0.17	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	3.92	3.04	1.74
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.66	0.92	1.27

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对恒大地产集团有限公司（以下简称“公司”或“恒大集团”）的评级反映了公司作为国内房地产行业的龙头企业，在房地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升，资产质量较好；公司业务覆盖全国一二三线城市，土地储备充足，开发规模很大，成本控制能力较强。公司以销售为导向、以质量为核心、坚持高周转的经营模式，有利于公司在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、负债率较高、财务费用规模较大，以及公司在建项目和库存规模相对较大等不利因素。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望继续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由恒大地产集团有限公司（3333.HK，以下简称“恒大开曼”）提供对本次债券的全额收购承诺，恒大开曼资产规模很大、盈利能力强，其全额收购承诺对本次债券的到期还本付息有积极的影响。

基于对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内房地产行业龙头企业，在土地储备、开发规模和销售收入方面居于国内领先地位。

2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司土地储备规模很大，范围覆盖一、二、三线城市，土地储备成本较低，有一定的增值空间。

4. 公司销售收入多年保持增长，随着公司现有在售项目实现销售，以及在建项目进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

5. 恒大开曼为本次债券提供了全额收购承诺，对保障本次债券的到期还本付息有积极的影响。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司作为全国布局的大型房地产开发企业，受房地产市场调整的影响需持续关注。

2. 公司土地储备及库存规模较大，需关注公司在售项目的去化速度对公司现金流量的影响。

3. 公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，应关注公司现金流于开发资金的匹配情况。

4. 公司债务规模较大，资产负债率较高，利息负担较重，需关注由此带来的风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与恒大地产集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与恒大地产集团有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因恒大地产集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由恒大地产集团有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

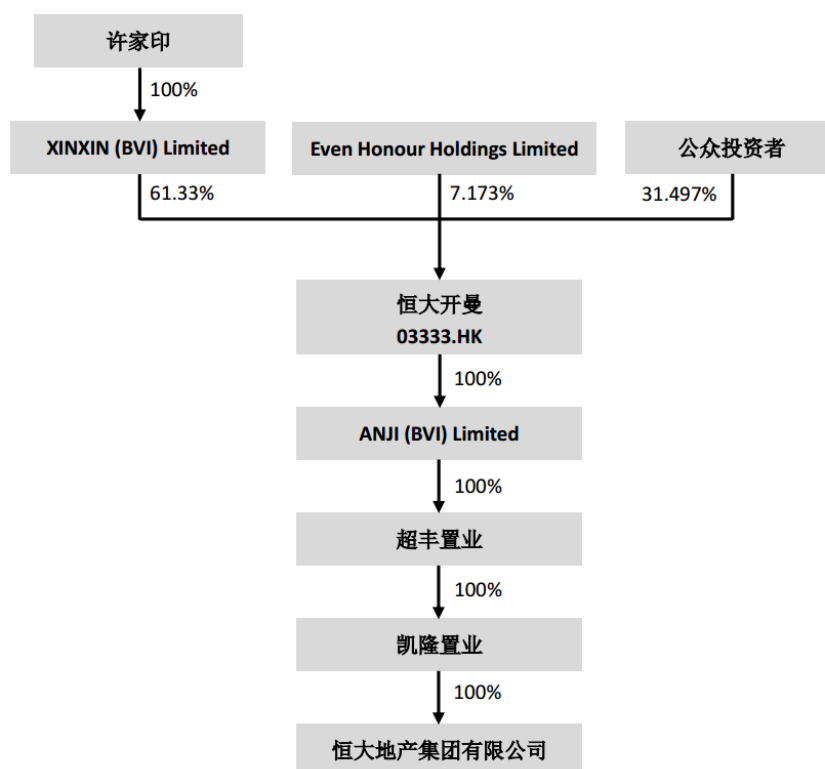
一、主体概况

恒大地产集团有限公司（以下简称“公司”或“恒大集团”），原名“广州市天帝房地产开发有限公司”，于1996年6月24日在广州市成立。1997年2月24日公司更名为“广州市恒大房地产开发有限公司”，2006年4月11日更名为“恒大地产集团有限公司”。

公司初始注册资本为1,000万元，广州市天帝实业开发有限公司（1997年3月18日更名为“广州恒大实业集团有限公司”，以下简称“恒大实业”）以现金认缴注册资本900万元，出资比例为90%；广州凯隆实业有限公司（以下简称“凯隆实业”）以现金认缴注册资本100万元，出资比例为10%。

历经数次增资及股权转让，截至2015年3月底，公司注册资本250,000万元，广州市凯隆置业有限公司为公司的唯一股东，公司最终控制人为鑫鑫(BVI)有限公司，公司实际控制人为自然人许家印先生。公司2015年3月末的股权结构如下图所示。

图1 截至2015年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为房地产业。截至2015年3月底，公司设有总裁办、财务中心、经营中心、监察室、投资中心、招投标中心、营销中心和设计成本质量控制中心等19个职能部门（详见附件1）；下辖494家控股子公司，分布在全国各地。

截至2014年底，公司合并资产总计4,416.22亿元，负债合计3,892.66亿元，股东权益（含少数股东权益）523.56亿元。2014年公司实现营业收入983.77亿元，净利润（含少数股东损益）170.16亿元，2014年公司经营活动现金流量净额为-305.93亿元，现金及现金等价物增加额-57.17亿元。

公司注册地址：广州市天河区黄埔大道西78号3801房；法定代表人：赵长龙。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过 200 亿元，期限为不超过 7 年（含 7 年）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面利率由公司和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金 200 亿元，其中 170 亿元将用于偿还银行贷款，30 亿元将用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一、二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企

业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房地产开发企业住宅施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%。

总的来看，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，目前受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，其增速有所放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。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能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

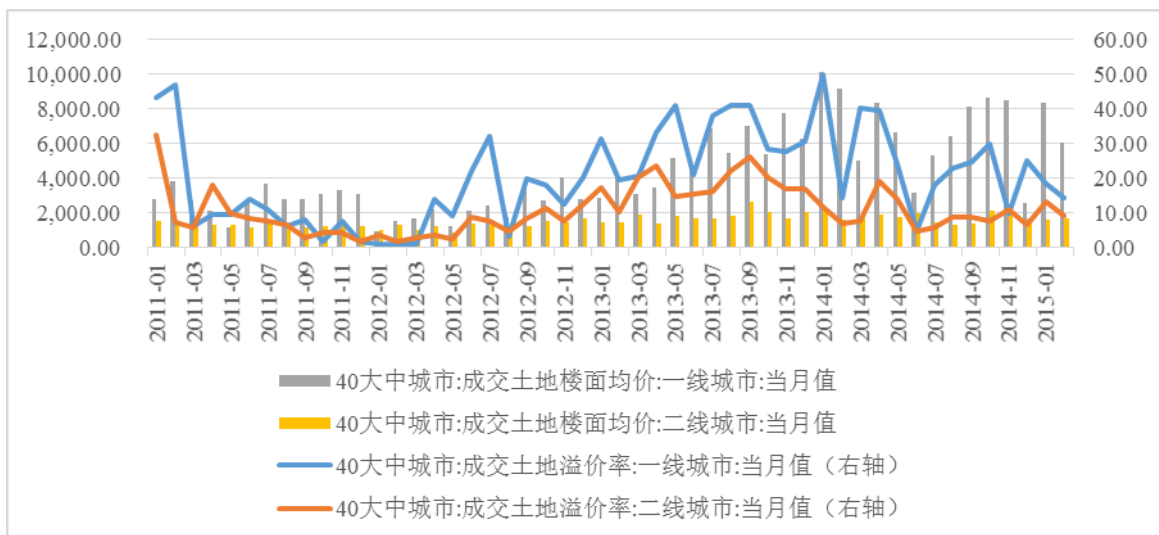
2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞拍建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。2014年12月，全国一线城市土地出让溢价率为24.97%，较2013年12月下降近6个百分点；一线城市楼面地价2,600.72元/平方米，较2013年12月下降58.54%。根据中国房产信息集团（CRIC）统计，截至2014年6月23日，2014年上半年全国住宅用地成交总价为4,908亿元，同比下降10.03%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地

成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

图2 2011年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）

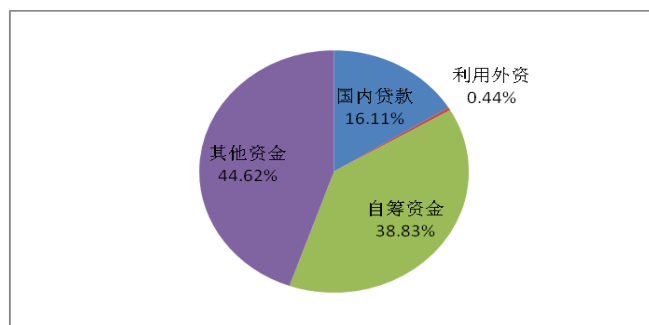


资料来源：Wind资讯

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长19.9个百分点；利用外资534.17亿元，增长32.8%，增速已经由负转正；自筹资金47,424.95亿元，增长21.3%，较上年增长9.6个百分点；其他资金54,490.70亿元，增长28.9%，增速较上年增长14.2个百分点。

图3 2013年房地产行业资金来源构成



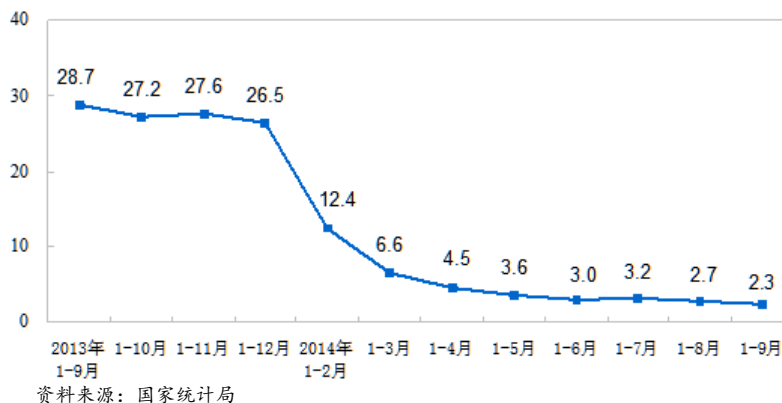
资料来源：国家统计局

2014年1~9月份，房地产开发企业到位资金89,869亿元，同比增长2.3%，增速较上年同期明显下滑，如下图所示。其中，国内贷款16,288亿元，增长11.8%；利用外资430亿元，增长9.9%；自筹资金37,535亿元，增长11.5%；其他资金35,616亿元，下降9.1%。在其他资金中，定金及

预收款 21,582 亿元，下降 11.1 %；个人按揭贷款 9,794 亿元，下降 4.9%。

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%

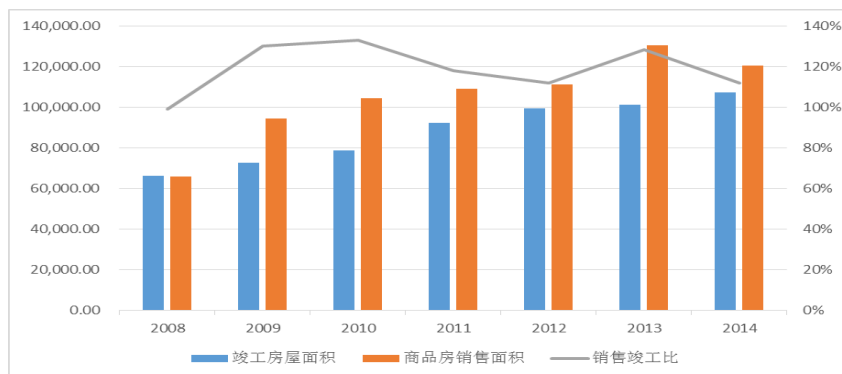


总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年全国房地产开发企业房屋施工面积 57.34 亿平方米，比上年增长 13.2%；房屋新开工面积 17.73 亿平方米，下降 7.3%；房屋竣工面积 9.94 亿平方米，增长 7.3%；其中，住宅竣工面积 79,043 万平方米，增长 6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图5 2008~2013年全国商品住宅供求情况 单位：万平方米

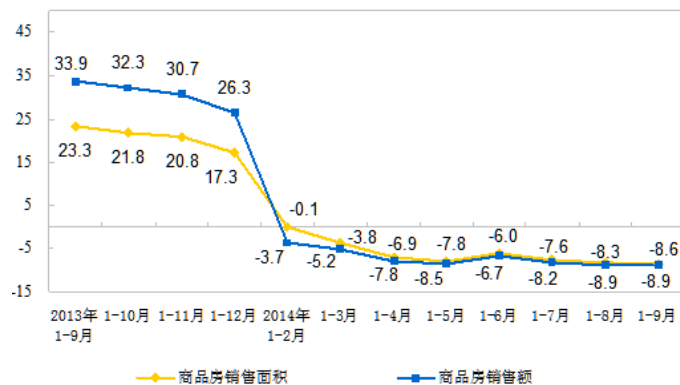


资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014年以来,随着限购逐步产生效果,全国商品房销售面积和销售金额均出现下降,如下图所示。1~9月份,商品房销售面积7.7亿平方米,同比下降8.6%,其中住宅销售面积下降10.3%;商品房销售额4.9万亿元,同比下降8.9%,其中住宅销售额下降10.8%。从供给方面看,2014年上半年商品房竣工面积仍保持增长,1~9月份,住宅竣工面积4.33亿平方米,同比增长5.1%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图6 全国商品房销售面积和销售金额增速情况 单位: %

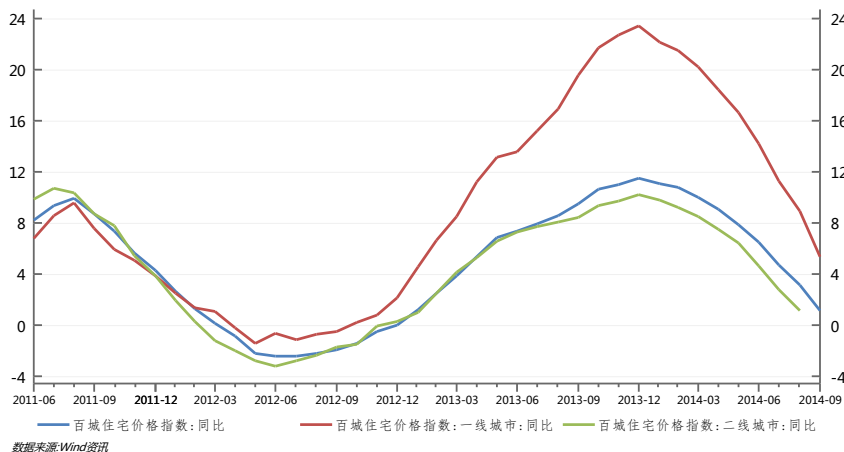


资料来源: 国家统计局

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看,2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入,调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌,其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌,特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地,同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略,部分楼盘价格降幅超过20%,新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年,房价呈先抑后扬态势,百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨,结束了连续9个月下跌趋势,呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米,同比上涨11.51%。2014年以来,由于各地限购的影响持续深化,全国百城住宅价格出现明显回落,2014年9月百城住宅均价为10,672元/平方米,环比下跌0.92%,连续第5个月下跌,跌幅扩大0.33个百分点,如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位: %



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind资讯

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表2 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2011年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，

房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013 年房地产行业平均负债率有所上升，139 家房企的平均负债率为 63.15%，相较于 2012 年的 61.64% 上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过 70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

二、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是恒大地产集团（证券代码：3333.HK，以下简称“恒大开曼”）的全资控股公司，是恒大开曼在中国大陆房地产开发的主体。公司拥有中国一级房地产开发资质。在多年的开发建设中，建立起标准化、科学化、系统化的质量管理体系，形成过程质量控制和创优机制。2004年起，公司全面实施精品战略，大规模整合优势资源，与国内外房地产相关行业龙头企业强强合作。公司先后开发恒大御景半岛、恒大华府、恒大名都、恒大城、恒大绿洲、恒大金碧天下、恒大世纪旅游城等系列项目 300 多个，累计开发面积 1.07 亿平方米，先后获得 100 多项国家级殊荣。

截至 2014 年末，公司总资产 4,416 亿元，员工 5.98 万人；在广东、北京、上海、天津、重庆、山东、安徽、山西、河南、辽宁、湖南、江西、湖北、江苏、黑龙江、吉林、广西、甘肃、陕西、四川、海南、内蒙古、福建等 4 个直辖市、19 个省（自治区）设立 24 家分公司（地区公司），公司项目遍及全国 139 个主要城市。截至 2014 年末，公司土地储备 1.25 亿平方米，居全国同类型房地产开发企业前列。

公司项目所在城市基本为区域经济中心，住宅刚需潜力大，项目规划配套完善、城市交通发达、升值潜力较大；旅游地产项目一般位于国家 4A 级景区，拥有独特优美的自然环境，具备土地成本低、土地可持续拓展性强的特点。

公司拥有强大的快速开发优势，通过强有力、专业化的执行团队，实现项目快速开发。为实现投资周期最短的目标，公司所有项目在购地后六个月内推出预售计划，标准化营销程序确保在收购土地后六至八个月内开始项目预售。公司依靠集团化紧密型管理模式，确保在拿地后快速完成规划设计、政府报建、施工组织、原材料供应等各项工作，以实现项目的快速开工建设；依靠标准化的规划设计，迅速完成项目的定位和方案拟定及实施；通过全国统一招投标整合资源，迅速组织新项目施工，确保工程进度及质量；通过实施标准化的工程管理、质量控制体系，保证工程质量；并通过实施标准化的开盘模式，实现快速销售的目标。

总体看，公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖全国市场，同时公司快速开发的运营模式，有利于资金的及时回笼。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长、董事、总裁、常务副总裁、副总裁、财务总监等共 20 人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长赵长龙先生，1964 年生，本科学历，拥有逾 18 年的房地产开发管理经验，现任公司董事长。

公司总裁夏海钧先生，1964 年生，经济学博士，全面负责公司的日常运营管理及资本市场运

作；拥有逾19年的房地产开发管理经验，具有高级经济师专业职称。

公司董事何妙玲女士，1965年生，工商管理硕士，负责公司房地产项目营销管理及商业管理等工作，拥有逾15年的房地产项目营销策划及品牌推广管理工作经验，具有经济师专业职称。

截至2014年底，公司在职工59,816人，其中销售人员占5.49%，财务人员占2.95%，研发人员占2.29%，行政人员占2.18%，工程人员占9.52%，物业人员占49.74%，酒店人员占8.84%，其他人员占19.00%；从文化程度看，大专以下学历人员占56.40%，本科以上学历占43.60%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

三、公司管理

1. 治理结构

作为恒大开曼（3333.HK）的全资下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。广州市凯隆置业有限公司是公司的唯一股东；公司设董事会，董事会成员3人，任期三年，董事长1人；董事会对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。公司不设监事会，设监事1人，由股东指定，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设经理，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，公司下设财务中心、经营中心、财务审计部、资金中心、管理及监察中心、预决算审计中心、招投标中心、营销中心、品牌中心、商业经营管理中心和售后服务中心等部门，形成了以营销为导向、质量为核心的运营管理体系。

公司制订了《恒大地产集团总部采购管理制度》，规定了集团总部及在恒大中心办公的下属公司、产业集团所需各类物资以及集团统一供应给地区公司、下属公司、产业集团的物资采购。对于全国性的材料物资采购，公司进一步制订了《全国性材料物资采购供应管理制度》，详细规定了材料采购的招标流程，单项采购定标由直管副总裁审批；年度材料设备采购的定标报集团工程建设系统分管领导审批后报集团董事局主席阅；年度物资采购的定标预算金额500万元以下（含500万元）的由直管副总裁审批，预算金额500万元以上的须报集团工程建设系统分管领导审批；年度合同履行过程中价格下浮及新增产品的由直管副总裁审批，价格上浮的须报集团工程建设系统分管领导审批。

房地产开发管理方面，公司制定了《房地产开发建设管理制度》，对工程施工进度安排做出了详细和明确规定，对精装修竣工标准和建设工程交楼标准进行了明确。

资金管理方面，公司制定的《恒大地产集团资金管理办法》，规定地区公司资金部根据年度经营计划编制本公司年度资金收支计划；每月底编制次月资金收支计划报地区公司董事长审批后，由财务部执行；地区公司内部资金调动由资金部发起，报主管资金的公司领导审核，再报地区公司董事长审批后，由财务部执行。

地区公司管理方面，公司制定《恒大地产集团地区公司管理办法》，规定各地区公司员工年度薪资调整方案经集团人力资源中心审核后，报集团董事局主席审批后实施；各地区公司总经理助理及以上干部的录用及定薪、转正定级、任免、解聘等经地区公司董事长审批后，由集团人力资源中心汇总，报集团董事局主席审批等。地区公司财务管理方面，规定财务由集团统一管理，统一执行集团财务管理制度。对外提供财务报表须经集团财务中心审核批准；资金中心制定地区公司年度融资计划，经资金直管副总裁审核后报集团资金分管领导审批，再报董事局主席审批后执行，并按月实施考核。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

四、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2012~2014 年，公司营业收入规模呈现较快增长态势，三年复合增长率为 28.22%，2014 年实现营业收入 983.77 亿元，较上年增加 16.58%。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在 95%以上，2014 年房地产开发业务实现营业收入 945.39 亿元，占当年营业收入的 96.10%，公司主营业务十分突出。公司物业投资业务收入规模较小，近三年在公司营业收入中占比不大。公司其他业务主要包括物业管理服务、房地产建造、酒店、其他房地产开发相关服务及快速消费品业务，具备一定规模，但近三年营业收入变化较大，特别是 2014 年，公司其他业务收入 37.88 亿元，较上年增加 62.56%，主要是由于公司子公司广州恒大材料设备有限公司收入增加所致。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率基本稳定，呈现小幅波动，2014 年整体毛利率为 33.01%，较上年下降 0.95 个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率呈现先升后降的态势，其中 2013 年该业务毛利率较上年增加 1.23 个百分点，主要是受项目结算结构变化影响导致结算均价提升所致；2014 年房地产开发业务毛利率环比下滑 2.28 个百分点，主要是公司当年进入一、二线城市，项目成本有所提升所致。受公司加大招商力度，投入成本增加等因素影响，公司物业投资业务毛利率近三年呈现连续下滑态势，2014 年为 55.33%，较上年下降 29.76 个百分点。公司其他业务毛利率变化较大，主要是公司积极拓展多元化业务所致，详细情况参见下表。

表4 2012年~2014年公司营业收入情况 单位：千元、%

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	57,313,172	95.78	34.20	81,994,876	97.17	35.43	94,539,390	96.10	33.15
物业投资	86,855	0.15	90.27	61,787	0.07	85.09	50,108	0.05	55.33
其他业务	2,440,781	4.08	-15.00	2,329,913	2.76	-19.06	3,787,553	3.85	29.17
合计	59,840,808	100.00	32.28	84,386,576	100.00	33.96	98,377,051	100.00	33.01

资料来源：公司提供，联合评级整理

从公司房地产开发业务的具体构成看，住宅开发业务是其主体部分且增速较快，近三年复合增长率为 26.67%，2014 年住宅开发业务收入 879.42 亿元，占公司房地产开发业务的 93.02%。公司商业地产开发业务占比较低，2014 年实现收入 52.82 亿元，占房地产开发业务收入的 5.59%，

但 2013 年，商业地产业务收入达到 63.87 亿元，较 2012 年大幅增加 165.08%，主要是受公司增加商业地产营销力度导致销量上升所致，2014 年该业务规模有所回落，主要是公司加大自有物业持有比例所致。房地产开发业务中的其他业务，主要包括车位及其他类型物业等，近三年该业务规模波动较大，其中 2013 年该业务规模大幅增加至 43.48 亿元，主要是公司加大营销力度所致，2014 年该业务规模回落至 13.16 亿元，主要是公司营销策略调整所致。

从房地产开发业务的毛利率来看，住宅类业务 2012 年毛利率最高，为 32.60%，其后两年毛利率有所下滑，但均保持在 30%以上，主要是受房地产行业调控影响所致。商业地产类业务毛利率较高且相对稳定，近三年均保持在 70%左右。房地产业务中其他业务部分毛利率亦较高，2014 年为 66.01%，较上年下降 3.18 个百分点，主要是公司进入一二线城市导致成本上升所致。

表5 公司房地产开发业务细分情况（单位：万元，%）

细分板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	5,480,838.16	95.63	32.60	7,125,980.84	86.91	30.40	8,794,182.44	93.02	30.38
商业地产	240,938.24	4.20	69.36	638,667.49	7.79	68.53	528,193.15	5.59	71.07
其他	9,540.81	0.17	69.93	434,839.27	5.30	69.19	131,563.41	1.39	66.01
合计	5,731,317.20	100.00	34.20	8,199,487.60	100.00	35.43	9,453,939.00	100.00	33.15

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，近三年公司营业收入规模不断扩大，住宅开发业务增长较快；商业地产开发业务是公司主营业务收入的重要补充，但受公司营销策略影响，近三年业务规模波动较大。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占 70%以上。土地出让金的支付一般为先期支付 50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 70%，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

公司土地储备策略方面，相对于之前相对比较积极的土地储备战略，近三年，随着公司开发规模不断扩大以及公司发展战略的调整，土地储备增速逐步放缓，基本以保持适度增长、满足未来 3~5 年公司房地产开发需求为目标。从土地储备的区域来看，近年来，公司主要关注一、二线城市的土地采购机会，但是也会适时关注三、四线城市具有良好盈利前景的土地出让情况并审慎参与其中。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至目前，公司已进入 139 个城市，公司并不强求覆盖所有地级市，而是考虑收益和成本来决定市场覆盖程度。从近三年公司土地储备的资金投入情况看，2013 年土地支出增加较大，主要是当年销售情况良好，导致需补充土地规模较大所致，2014 年末土地支出出现明显下降，主要是公司从战略角度出发，降低土地储备投入力度所致，如

下表所示。

从公司土地储备的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判制定当年的土地储备政策和规划，并分解至区域子公司具体执行。区域子公司在发现合适的项目资源后，经过初步沟通和论证，将有开发前景的潜在项目情况上报公司，并由公司决定是否参与竞拍相关土地。公司在论证过程中，会集合土地、规划、设计、建安等相关人员共同研判项目可行性和利润空间，通过综合考虑各方面的成本以及合理的利润率倒推确定一个参考价格作为土地竞拍的上限价格。公司在拿地决策过程中即会对目标项目进行初步设计，并对其成本进行较为详细的核算，这使得公司的报价更加符合自身实际情况，同时如果拿地成功能够快速进入建设阶段，以保证快速开发。拿地参考价格确定后，由区域公司参与当地的土地竞拍，公司派员进行监督。

目前，公司土地收购方式主要为直接参与土地竞拍以及收购项目公司两种方式，近年来，通过土地竞拍获得土地是公司获取土地的主要方式。

截至 2014 年末，公司土地储备建筑面积约 1.25 亿平方米，如下表所示，公司近三年土地购置面积有所下降，特别是 2014 年，公司实际购置土地面积 227.70 万平米，对应建筑面积 750.92 万平米，分别较上年下降了 72.72%和 70.74%。出现此变化的原因主要是公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况，有意降低土地购置规模所致。但整体看，公司土地储备仍很充足。

表6 近三年公司土地储备获取情况 单位：万平方米，亿元

时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	期末土地储备
2012 年	1,192.20	2,285.31	房地产开发	263.60	12,111.93
2013 年	834.64	2,566.32	房地产开发	640.61	13,154.94
2014 年	227.70	750.92	房地产开发	190.53	12,453.67

数据来源：公司提供

从 2014 年末公司土储的结构上看，由于 2014 年公司逐渐放慢土地购买进度，导致年末土地储备中 2014 年获取的建筑面积为 620.19 平方米，仅占年末土地储备的 4.98%；年末土地储备中，2010 年及 2011 年获得的土地面积占比较高，分别为 23.22%和 23.87%。从公司土地储备的价格情况来看，近三年随着土地价格上升以及公司业务布局逐渐转向一、二线城市¹，公司土储购买均价逐年上升，2014 年土地采购均价²为 2,858.32 元/平米，公司全部土地储备均价为 1,514.14 元/平米，整体看处于较低水平。

表7 2014年末公司土地储备获取时间分布情况 单位：万平方米，亿元，元/平方米

获取时间	2009 年以前	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	合计
获取面积	1,865.06	2,891.26	2,972.63	1,777.14	2,327.40	620.19	12,453.68
面积占比	14.98%	23.22%	23.87%	14.27%	18.69%	4.98%	100.00%
土储总价款	290.09	290.35	299.39	235.54	626.65	177.27	1,919.29
获取均价	1,555.39	1,004.23	1,007.16	1,325.39	2,692.49	2,858.32	1,541.15

资料来源：公司提供

从公司土地储备的区域分布来看，2014 年末，公司共在 139 个城市拥有土地储备，其中公司

¹ 本文中，一线城市指北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、南京、武汉、沈阳、西安、成都、重庆、杭州、青岛、大连、宁波、济南、哈尔滨、长春、厦门、郑州、长沙、福州、乌鲁木齐、昆明、兰州、无锡、南昌、贵阳、南宁、合肥、太原、石家庄、呼和浩特、佛山、东莞、唐山、烟台、泉州、包头。

² 本文中土地均价均指楼面价格。

进入了全部 4 个一线城市，并进入了 30 个二线城市及 105 个三线城市。这其中以面积计，一线城市土地储备占 2.36%，二线城市土地储备占 38.61%，三线及以下城市土地储备占 59.03%。从土地储备的均价来看，一线城市土储均价为 9,753.53 元/平方米，二线城市土储均价为 2,211.09 元/平方米，三线城市土储均价为 775.33 元/平方米，其中二三线城市土地储备成本相对较低，未来具备一定升值空间，如下表所示。

表8 2014年末公司土地储备地域分布情况 单位：万平方米，亿元，元/平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
城市数量	4	30	105	139
土地储备面积	293.34	4,808.36	7,351.97	12,453.66
面积占比	2.36%	38.61%	59.03%	100.00%
土储总价款	286.11	1,063.17	570.02	1,919.30
价款占比	14.91%	55.39%	29.70%	100.00%
土地储备均价	9,753.53	2,211.09	775.33	1,541.15

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，以二、三线城市为主，土地获取价格合理，具备一定升值空间；近年来由于公司策略变化，土地储备量增速有所放缓，但仍能够满足未来几年开发需求。

3. 原材料采购

公司将采购分为土建、装修、园林、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。近年来公司集中采购量占公司每年采购量的 80%左右。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购是公司发包量最大的采购项目，年均发包量在 300 亿元到 400 亿元之间。由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商筛选方面，公司通过筛选各个子行业中领先公司并主动建立商业联系的方式获取供应商资源，经过多年积累，公司已经建立起 1,000 家左右的供应商数据库（含材料供应商），并建立起相对稳定健全的供应商体系和管理方式。当前阶段，公司供应商管理主要着重在维护已有供应商合作关系等工作。

供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行考核，每个季度在区域内进行供应商排名，对于当季考核不达标的供应商公司要求其整改，若连续两个季度不能达标，则要求供应商更换相关团队，若仍不能达到公司标准，将取消该供应商在当地的供应资格。对于排名靠前的供应商，公司在该考核区域内会给予较多的发包量，并尝试逐步建立起协商直接发包的机制，降低管理成本和交易成本。如下表所示，公司土建工程和装修工程发包量在前五位的供应商占该类发包量比例较高。联合评级认为，虽然供应商集中度较高，但由于该等供应商均为公司合作多年的战略合作伙伴，且公司同类业务尚有多家供应商供货，因此发生供应商合作关系变化而影响公司正常经营的风险不大。

2014 年末，公司共有建筑承包商约 129 个，前五名供应商占建筑发包量的 32.68%，集中度尚可，如下表所示。

表9 2014年度公司建筑承包商集中度情况 单位：亿元

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	建筑承包商一	47.08	9.50%
2	建筑承包商二	31.98	6.44%
3	建筑承包商三	32.37	6.52%
4	建筑承包商四	26.41	5.32%
5	建筑承包商五	24.33	4.90%
	合计	162.17	32.68%

资料来源：公司提供

2014年末，公司共有装修工程承包商约122个，前五位供应商占装修工程发包量的57.71%，如下表所示，集中度较高。

表10 2014年度公司装修承包商集中度情况 单位：亿元

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	装修承包商一	43.92	28.23%
2	装修承包商二	13.23	8.50%
3	装修承包商三	12.17	7.82%
4	装修承包商四	10.98	7.06%
5	装修承包商五	9.49	6.10%
	合计	89.79	57.71%

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约80%的工程款，工程完工验收后，支付15%工程款，剩余5%工程款于两年质保期后支付。

材料采购

公司材料采购发包量年均在100亿元左右。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。但由于公司材料供应商众多，供应产品分散，因此供应商集中度不高。

公司对甲供材料采取集中采购的模式。公司下属的广州恒大材料设备有限公司作为公司内部的集中采购平台，通过衔接公司季度和月度的生产计划，制定当月的采购计划，并与所有甲供供应商进行交易。供应商获得公司当月的建设计划后，按照材料配送地进行备货和运输。材料到达项目所在地后，由项目总包方负责验收，验收合格后公司确认收货，并于下个月结算支付材料款。

成本控制是公司集中采购模式的优势所在。通过于行业内排名靠前的供应商合作，公司获得了全国范围内稳定和高质量的货源；同时由于恒大地产体量较大，其订单在供应商的生产体系中占有重要位置，因此能够获得相对优惠的价格，对于公司控制建安成本起到重要作用。

乙供材料方面，公司指定材料品牌和型号，并由总包商负责采购，公司管理与监察中心派驻项目现场的人员对每批乙供材料进行检测，保证材料质量。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，供应商合作关系稳定，采购成本具有一定优势。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至 2014 年底，公司共有控股子公司 494 家，其中项目公司 290 家。

公司下属项目的土建工程的管理和监督由公司管理与监察中心负责，区域公司工程部对项目建设进行日常管理。为提高土建工程效率，实现高周转率，公司采取多种措施。其中包括将设计规划工作提前至拿地之前，在参与土地竞拍前公司即会对潜在项目进行初步的规划、设计和工程招标计划，一旦获得土地，就可以保证建设方在最快时间进场开工。

公司对工程建设进度进行严密计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到区域公司、项目公司，直至每个楼盘的楼栋，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司每半年根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

公司的快周转模式以保证质量为前提。区域公司工程部门负责对项目质量做日常管理，公司管理与监察中心人员会对每个项目工程进行质量检查。公司要求区域公司的工程师对项目建筑的结构安全（包括混凝土、钢筋、基础结构等）、房间规整度、渗漏水情况等进行全面检查，并拍照上传公司管理信息系统，管理与监察中心人员会定期对上述项目进行巡检和抽查，检查结果计入区域公司的月度考核，并按照考核结果进行奖惩。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模稳步提升，2014 年内新开工面积 1,987 万平米；同时由于公司年内竣工面积也相应增加，导致公司近三年年末在建项目面积基本保持在 3,500 万平方米左右；截至 2014 年末，公司共有在建项目 249 个，较 2013 年末增加 40 个，如下表所示。

表11 近三年一期公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
当期新开工面积（万平方米）	1,485	1,710	1,897
当期新开工项目数量（个）	38	36	40
期末在建面积（万平方米）	3,553	3,494	3,554
期末在建项目数量（个）	174	209	249
当期竣工面积（万平方米）	1,245	1,769	1,837

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2014 年末公司在建工程预计总投资 1,101.34 亿元，已完成投资 324.01 亿元，未来三年尚需完成投资 777.33 亿元。

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，以代理销售为主，约占公司销售量的 70%。公司主要与易居中国（NYSE:EJ）、世联行（002285.SZ）和合富置业三家代理销售公司深度合作，代理公司的销售人员组成团队入驻公司项目案场，接受公司销售业务的管理，执

行公司销售计划。代理公司按照销售额的 0.65%计提销售提成，公司在收到全部房款或者按揭款后即与代理公司进行结算。

公司制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到区域公司和项目，由区域公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，公司营销中心负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励。公司定期与内部销售人员及代理公司销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。销售人员的考核主要关注销售进度和资金回笼情况。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回收的速度。

销售手段方面，公司基层销售人员可以按照项目的去化情况、周边市场变化以及项目类型等对项目进行包装、促销和蓄客，但所有促销方案均由区域公司上报至集团总部进行审批后方能执行。

从公司近三年销售情况看，公司销售面积呈现波动上升态势，2014 年实现签约销售面积 1,537 万平方米，较 2013 年增加 19.15%，实现签约销售金额 1,085.58 亿元，较上年上升 23.81%。从销售价格上看，近三年，由于房地产价格整体上涨，以及公司在售产品逐步从三线及以下城市过渡至二线城市和三线城市并重，导致销售均价持续上升，2014 年签约销售均价为 7,063 元/平方米，如下表所示。

表12 公司近三年销售概况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
签约销售面积（万平方米）	1,364	1,290	1,537
签约销售金额（万元）	7,850,579	8,769,718	10,857,523
签约销售均价（元/平方米）	5,756	6,800	7,063
结转收入面积（万平方米）	971	1,377	1,526
结转收入（万元）	5,731,317	8,199,488	9,453,939

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2014 年末合计尚余可售面积 5,983.11 万平方米。从区域分布看，公司可售项目大部分位于二线城市和三线及以下城市，分别占 2014 年末公司可售项目面积的 33.77%和 66.06%。从公司近两年的销售情况看，公司可售项目充足，能够满足未来 6~7 年的销售需求。但同时联合评级也关注到，公司可售项目规模较大，预计去化时间较长，需要关注项目去化对公司资金的占用以及在此期间房地产市场波动对公司存货价值的影响。

表13 公司2014年末可售项目情况 单位：个，平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数	1	68	86	155
2013 年销售面积	5,207	3,622,029	4,897,937	8,525,173
2014 年销售面积	1,519	3,753,914	4,967,712	8,723,145
尚余可售面积	104,530	20,204,772	39,521,831	59,831,133
可售面积占比	0.17%	33.77%	66.06%	100.00%

数据来源：公司提供

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续加大销售力度，提升公司产品去化能力，预计未来销售回款能够保持上升趋势，如下表所示。

表14 公司预计未来三年销售及回款情况 单位：万平方米，亿元

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
预计签约销售面积	1,667	1,814	1,920
预计签约销售金额	1,200	1,440	1,600
预计销售回款金额	1,040	1,320	1,520

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

整体看，公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；近年来公司销售情况良好，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势；需要关注公司存货规模较大、去化时间相对较长带来的不确定性。

6. 自持物业情况

公司持有部分商业物业。截至 2014 年末，公司共持有商业物业 960.81 万平方米，入账成本 307.76 亿元，2014 年末公允价值 531.08 亿元，整体增值率 72.57%。从公司自持物业的构成看，主要集中在二线及以下城市；从自持物业的增值情况看，一线城市增值率较高，达到 162.89%，二三线城市自持物业的增值率均在 68%左右，如下表所示。

表15 2014年末公司自持物业情况 单位：万平方米，万元

城市类别	一线城市	二线城市	三线城市	合计
建筑面积	28.87	511.37	420.57	960.81
入账成本	128,431.74	1,699,044.07	1,250,101.90	3,077,577.71
公允价值	337,635.00	2,868,081.01	2,105,129.33	5,310,845.34
增值率	162.89%	68.81%	68.40%	72.57%

数据来源：公司提供

从自持物业业态构成上看，公司自持物业主要由公司自有楼盘周边的配套中型商业设施构成。该类业态一般临近公司楼盘或小区，在楼盘开盘时即开始运营，起到提升楼盘人气、促进销售和方便业主生活的作用。配套商业物业大部分是三层、5 万平方米以下的中型综合体，业态包括超市、电影院、底商等，超市和电影院由公司自主运营，底商等出售，但由公司对底商的经营进行规划和管理。从经营情况看，该类中型综合体由于由公司统一进行标准化的规划和运营，因此经营成本可控、运营效率较高，同时由于有周边需求支撑，因此盈利能力良好，一般从开业到盈利不超过半年。此外，公司所持商业物业中尚有部分为旅游地产配套的商业中心、酒店，以及大型商业综合体。其中为旅游地产配套的商业中心和酒店是为公司旅游地产和养老地产服务的商业形态。

表16 公司2014年末公允价值前五位自持物业情况 单位：万平方米，万元

序号	物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值	详细情况
1	长春恒大绿洲独立商业及影城商业	长春市	10.51	商业	41,870.62	125,880.00	该商业物业位于长春市高新区恒大绿洲项目，是长春市高新南区的核心之地；也是区域内最早的集中式商业，有较强集客能力，辐射性强。
2	沈阳恒大城5期商业裙楼(大型商业及影城商业)	沈阳市	9.39	商业	39,105.18	93,080.00	该商业物业位于沈阳市二环与三环之间的恒大城项目，该项目区域是沈阳中心地通向北部的出口路，也是目前最具前景的热点区域之一，该物业作为项目的高端商业体，未来必将成为区域内新的商业核心，成为沈阳城北地区新商业中心。
3	成都恒大城商业裙楼	成都市	5.83	商业	14,749.06	62,500.00	该商业物业位于成都市温江区政府旁的恒大城项目，项目距离成都市中心仅14公里，更是温江区的核心区域，是政府打造的未来城市商业发展重点，具有广阔的商业前景。
4	东营恒大黄河生态城影城商业及底商	东营市	5.95	商业	22,866.89	56,870.00	该商业物业坐落于东营市东城经济开发区核心区域，是市政府确定的“一城两片，中心集聚；一带四轴，生态渗透”的城市发展总体战略中的重点支持区域；区域内环境质量佳，地域优势十分明显。商业项目周边交通便利，距离东营市政府不足3公里，距离东城银座仅10分钟车程，周边人民医院、公交公司等大型市政配套设施齐全，区域未来升值潜力较大。
5	建设集团大厦A座、中深国际大厦	深圳市	3.02	写字楼	28,542.07	45,800.00	该写字楼物业位于经济特区深圳市罗湖区红岭中路，周边商业发达，随着城市中心区域土地的稀缺及城市的快速发展，该区域写字楼物业的价值将进一步提升。

资料来源：公司提供

整体上看，公司自持物业主要为公司房地产产品的开发和销售服务配套，公司自持物业主要集中于二、三线城市，整体经营管理比较成熟，增值率不高。

7. 经营效率

2014年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为19.17次、0.37次和0.26次，均较上年有所下降，主要是公司应收账款和存货快速增长，增速超过公司收入增长速度所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率处于行业较低水平，流动资产周转率处于行业平均水平，存货周转率处于行业平均水平，总资产周转率处于行业一般水平。整体看公司经营效率一般。

表17 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
恒大地产集团	15.73	0.33	0.32	0.22
万科A	58.87	0.32	0.32	0.30
保利地产	38.39	0.33	0.29	0.32
招商地产	597.69	0.33	0.30	0.30

资料来源：Wind资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 关联交易

2014年公司与关联方发生关联销售合计7.09亿元，占同类交易金额的9.42%，主要是公司为恒大开曼下属公司采购建筑材料所致；向关联方提供劳务价值6.31亿元，占同类交易金额的17.99%，主要是公司为恒大开曼下属公司提供建筑装修服务所致；向关联方采购商品金额3.47亿

元，占同类交易的 2.12%，主要是公司向恒大长白山矿泉水有限公司采购饮用水所致；接受关联方劳务价值 13.39 亿元，占同类交易的 8.16%，主要为接受关联方物业管理服务。

整体看，公司与关联方之间的业务往来按一般市场经营规则进行，交易定价按市场价格执行，金额较小，对公司经营和财务独立性影响较小，风险不大。

9. 经营关注

公司土地储备中三线城市储备较多

公司 2014 年末土地储备中，7,351.97 万平方米位于三线城市，占年末土地储备总面积的 59.03%，规模较大、占比较高。该等土地储备虽然成本较低，但未来持续开发后的销售前景值得关注。

公司在进入三线城市时，会对该地区人口数量、GDP 规模和购买能力等进行综合评估。截至 2014 年末，公司共有选择的进入 105 个三线城市。联合评级认为，这些城市土地储备出现大面积价值折损的可能性不大，但仍应关注这些区域土地储备后续建设和去化情况。

公司存货去化时间较长

公司 2014 年末可售库存中，3,952.18 万平米尚余可售面积位于三线城市，占年末尚余可售面积的 66.06%，规模较大、占比较高。

联合评级认为，鉴于我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，三线城市整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存货的去化情况，以及公司销售回款的影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

10. 未来发展

自设立以来，公司致力于为业主提供高性价比精品住宅的理念，并确立了规模战略、品牌战略、管理战略、文化战略、人才战略和国际化战略等未来发展战略。

未来公司将继续坚持“规模+品牌”的发展战略，并在集团公司多元化战略引导下，扩充项目版图、推行精品战略，实施“多元+规模+品牌”的发展方向，继续实施全国标准化运营模式，大力推进国际化战略，提升海外业务经营，深耕优质市场、开拓发展前景广阔的新兴地区市场，进一步打造国内房地产开发行业的标杆，成为行业的引领者。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向，能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2012~2014 年度财务报告，均经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务一直为房地产开发与经营，并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。截至 2014 年底，公司合并报表的子公司 151 家，其中 2013 年新增 19 家合并子公司，2014 年新增 15 家合并子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 4,416.22 亿元，负债合计 3,892.66 亿元，股东权益（含少数股东权益）523.56 亿元。2014 年公司实现营业收入 983.77 亿元，净利润（含少数股东损益）170.16 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-305.93 亿元，现金及现金等价物增加额-57.17 亿元。

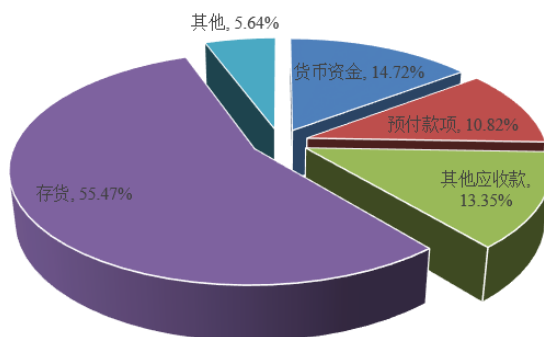
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模迅速增长，年均增加 45.30%，截至 2014 年底，公司资产规模达 4,416.22 亿元，其中流动资产占比 83.37%，非流动资产占比 16.63%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产总额达 3,681.81 亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，如下图所示。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司房地产开发业务的发展，公司货币资金总额逐年增长，年均增长 54.57%。2014 年末公司货币资金 542.07 亿元，较上年末增加 32.36%，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中，银行存款占比 47.87%，其他货币资金主要为房屋按揭保证金以及用于拆迁补偿的保证金，属使用受到限制的货币资金，占 52.09%。

近三年，随着公司房地产开发项目的增加，公司预付款项增速较快，近三年年均增长 56.65%，截至 2014 年底，公司预付款项 398.48 亿元，较上年末增长 18.88%，主要是未取得土地使用权证的预付土地款，其中账龄一年以内的占比 80.35%，一到二年的占比 11.49%，二年以上的占比 8.16%。

近三年，公司其他应收款年均增长 85.46%，截至 2014 年底，公司其他应收款余额 491.83 亿元，计提坏账准备 0.26 亿元，账面净值 491.57 亿元，较上年末增长 97.50%。公司其他应收款余额中账龄一年以内的占比 95.79%，一到二年的占比 2.13%，二年以上的占比 2.08%。公司其他应收款主要由应收关联方款项构成，占比 89.00%，公司其他应收款回款风险小，公司未计提坏账准备。

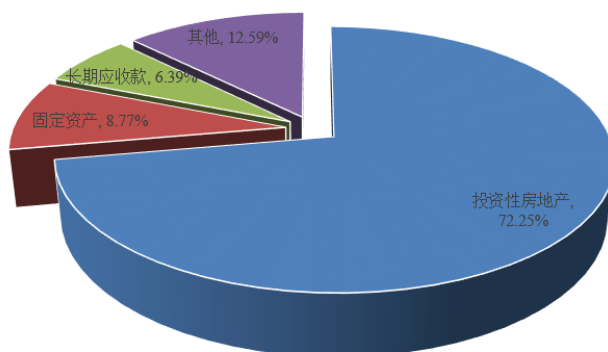
近三年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率达 30.23%。公司存货构成主要为已完工开发产品和在建开发产品，截至 2014 年底，公司存货账面价值为 2,042.14 亿元，较上年末增长 36.44%，系当期在建开发产品规模大幅增长所致，其中已完工开发产品、在建开发产品分别占比 14.64%、85.36%。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈快速增长态势。截至 2014 年底，公司非流动资产总额

为 734.41 亿元，构成以长期应收款、投资性房地产和固定资产为主。

图9 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司投资性房地产年均增长 59.33%，截至 2014 年底，公司投资性房地产 530.59 亿元，较上年末增长 77.53%，其中房屋及建筑物占 64.59%，在建工程占比 35.41%。公司投资性房地产主要为房产与建筑物，系公司自持物业，并以经营租赁的形式租给第三方或自营，公司对投资性房地产按公允价值计量，并定期评估。

2012~2014 年，公司固定资产净值年均增长 37.30%，截至 2014 年底，公司固定资产原值 81.98 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 64.35%）、机器设备（占比 1.23%）、运输工具（占比 4.53%）和办公设备（占比 29.90%）构成。公司固定资产累计折旧 17.57 亿元，成新率 78.56%，成新率较高。

2012~2014 年，公司长期应收款增速较快，年均增长 122.46%。截至 2014 年底，公司长期应收款 46.94 亿元，较上年末增长 112.28%。公司长期应收款主要由账龄超过 1 年的应收账款构成。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，公司整体资产质量良好。

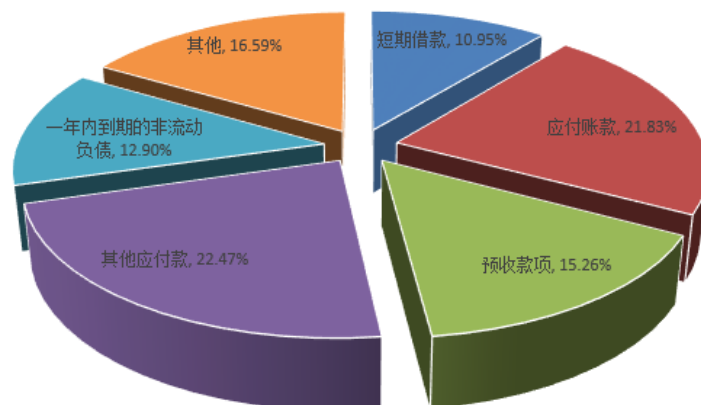
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模增加较快，年均增长 48.38%，截至 2014 年底，公司负债合计 3,892.66 亿元。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 70.20%和 29.80%。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模不断上升，近三年年均增长 34.40%，截至 2014 年底，公司流动负债合计达 2,732.63 亿元，较上年末增长 46.78%。公司流动负债以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，如下图所示。

图10 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

随着公司房地产开发规模的扩大，公司短期借款余额逐年增长，近三年年均增长 211.94%。截至 2014 年底，公司短期借款合计 299.28 亿元，较上年末增长 156.52%，其中抵押借款占比 18.19%，质押借款占比 48.31%，保证借款占比 33.50%。截至 2014 年底，公司短期借款加权平均年利率为 8.13%。

截至 2014 年底，公司应付账款余额为 596.54 亿元，较上年末增长 29.40%，近三年年均增长 16.92%。应付账款主要为应付工程款。

公司预收款项主要系已收但尚未达到收入确认条件的房款，该款项待工程完工达到结算条件时结转为营业收入。近三年，公司预收账款呈波动走势。2013 年末，公司预收款项余额由年初的 413.87 亿元下降 17.22%至 342.60 亿元，主要受房地产调控政策影响，以及公司楼盘销售进度影响，公司销售速度放缓所致。2014 年末，随着房地产行业回暖，公司预收款项回升至 416.87 亿元。

近三年，公司其他应付款年均增长 33.97%，主要是应付关联方款项增加所致，截至 2014 年底，公司其他应付款 614.16 亿元，较上年末增长 21.32%，主要由应付土地款（占比 9.32%）、应付保证金（占比 8.02%）、其他应付关联方（占比 68.39%）、应付少数股东（占比 9.70%）和其他（占比 4.57%）构成。

近三年，公司一年内到期的非流动负债增速较快，年均增长 58.04%，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 352.57 亿元，较上年末增长 124.80%，主要由抵押借款（占比 53.28%）、质押借款（占比 22.18%）和保证借款（占比 24.55%）构成。

非流动负债

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 1,160.03 亿元，较上年末增长 60.54%，近三年年均增长 113.20%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 87.13%）构成。

近三年，公司长期借款余额保持快速增长，年均增长 118.80%，截至 2014 年底，公司长期借款余额合计 1,010.74 亿元，较上年末增长 52.47%，加权平均利率 9.55%，公司长期借款主要由还款期限不固定的借款（占比 44.90%）、抵押借款（占比 37.37%）、质押借款（占比 6.84%）和保证借款构成（占比 10.90%）构成。截至 2014 年底，公司银行抵押借款 565.52 亿元系由净值 57.86 亿元的固定资产，净值 33.25 亿元的投资性房地产，净值 903.00 亿元的存货及 7.28 亿元的土地使用权作为抵押物。

公司还款期限不固定的借款系公司发行的永续债，该永续债均无固定期限，永续证券持有人无权要求赎回。如项目公司宣布分红则需支付利息，如不宣布分红则当年利息可递延到次年支付。

如项目公司没有按约定支付利息，永续证券持有人有权要求清算，清算时的清偿顺序优先于股东但劣后于其他债权人，即其他债权人的权利在永续证券持有人之前。且公司没有兜底与保证永续证券持有人收益的义务，永续证券持有人无权要求赎回，但公司有权按票面价格赎回。如因未宣布分红而递延支付利息时，利息最高以 16% 为限。永续证券持有人同时承担了项目的经营风险，接近于优先股。且永续债项目均进行全封闭的运营管理，即永续债项目的资金在项目内流转，永续债项目不会影响到公司对永续债以外的债务偿还能力。截至 2014 年底，公司长期借款中 1~2 年的占比 45.29%，2~5 年的占比 9.61%，5 年以上的占比 0.20%，永续债占比 44.90%，公司永续债及 1~2 年内到期的长期借款占比较高。

2012~2014 年，公司有息债务规模增速较快，近三年年均增长 103.69%。截至 2014 年底，公司全部债务为 1,889.13 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 46.50% 和 53.50%，以长期负债为主。截至 2014 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率分别为 88.14%、78.30% 和 65.88%，公司债务水平逐年升高，但处于行业合理水平。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，公司负债以非流动负债为主，债务负担有所加重，但尚属可控水平；公司长期借款到期时点较为集中，届时公司将面临一定的偿付压力。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 523.56 亿元，较上年末增长 17.09%，近三年年均增长 27.16%，主要系未分配利润增长所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 460.47 亿元，少数股东权益为 63.09 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 5.43%，盈余公积占 1.83%，未分配利润占 92.75%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性较差。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性较差。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司的营业收入分别为 598.41 亿元、843.87 亿元和 983.77 亿元，年均增长 28.22%，楼宇销售是公司营业收入的主要来源，近三年均维持在 95% 以上，租金收入、提供服务收入、酒店收入和其他业务收入占比较小。2014 年公司实现利润总额 219.77 亿元，近三年年均增长 31.00%，实现净利润 170.16 亿元，归属于母公司所有者的净利润 157.65 亿元，占当期净利润的 92.65%，公司盈利水平较高。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用总额逐年增长，年均增长率 73.22%，主要来自于销售费用和财务费用的增长，管理费用保持相对稳定。随着公司经营规模的扩大，公司销售费用增速较快，2014 年公司的销售费用支出为 81.43 亿元，同比增长 114.53%；随着公司债务规模的增长，2014 年公司的财务费用增长至 24.95 亿元。从费用构成来看，2014 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 60.62%、20.81% 和 18.57%，销售费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为 7.48%、7.04% 和 13.65%，2014 年公司费用支出有一定幅度上升。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率保持稳定，近三年分别为 22.74%、22.80% 和 22.42%。2014 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.97%、6.61% 和 35.06%，总资本收益率和总资产报酬率较上年分别下降 1.11 个百分点和 0.28 个百分点，净资产收益率较上年提高 1.93 个百分点。从与国内大型房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业较好水平（如下表所示）。

表18 2014年部分房地产上市公司相关指标比较 单位：%

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
----	恒大地产集团	33.01	35.06	6.61
000002.SZ	万科 A	29.94	19.08	5.24
600048.SH	保利地产	32.03	21.56	5.93
000024.SZ	招商地产	37.33	14.75	6.38
上述平均值		33.08	22.61	6.04

资料来源：wind资讯

注：恒大地产数据来自公司2012~2014年连审审计报告

总体看，公司盈利规模较大，盈利能力较强，随着公司在建项目实现大规模销售，为公司未来的收入实现提供了有力保障。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 25.10 亿元、-212.49 亿元和-305.93 亿元。2014 年公司经营活动现金流入 1,014.80 亿元，较上年增长 23.72%，经营活动现金流出 1,320.73 亿元，较上年增长 27.89%。公司现金收入比率的波动变化主要受项目结转时点影响，近三年公司现金收入比分别为 117.96%、90.80%和 102.74%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-112.89 亿元、-160.53 亿元和-132.08 亿元。2014 年，公司投资活动现金流入 77.20 亿元，较上年增长 121.14%，投资活动现金流出 209.28 亿元，较上年增长 7.09%，主要来自公司购建固定资产和对合营企业、联营企业的投资支出。近三年，公司投资活动现金支出规模较大且逐年增长，投资活动现金流均呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 82.88 亿元、533.05 亿元和 380.85 亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及支付分红款，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。2014 年，公司筹资活动现金流入 1,540.36 亿元，较上年增长 71.93%，筹资活动现金流出 1,159.51 亿元，较年初增长 219.55%，由于公司 2014 年偿还债务支付现金大幅增长，公司筹资活动产生的现金净流量较上年减少 28.55%到 380.85 亿元。

整体看，近三年公司经营活动及投资活动对现金的需求量较大，存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率呈现波动增长走势，速动比率逐年增长，二者呈现不同变化趋势主要因存货规模较大引起。2014 年末，流动比率和速动比率分别为 1.35 和 0.60。2014 年末公司现金短期债务比为 0.74，经营活动现金流净额为负，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱，考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2014 年末公司资产负债率为 88.14%，近三年呈逐年增长走势。近几年，随着公司业务的快速发展，公司 EBITDA 逐年升高，年均增长 38.21%，与此同时，公司债务规模逐年增长，EBITDA 对债务保障能力呈现逐年下降走势。2014 年公司 EBITDA 为 253.63 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.74 倍，EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，EBITDA 对长期债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司对外担保合计 7.70 亿元，被担保企业主要包括济南四建、江苏天际建设工程、江苏宏远建设集团有限公司、吉林科龙建筑节能科技股份有限公司等单位，公司对外担

保期限较短，均将于 2015 年底及 2016 年初陆续到期。

截至 2015 年 3 月底，公司涉及的较大影响的诉讼及仲裁等事项见下表，公司未决诉讼涉案金额相对公司的收入规模不大，预计不会对公司的正常经营产生较大影响。

表19 2015年3月底公司重大未决诉讼情况

案件性质	原告	被告	案由	案件标的金额	案件阶段
起诉	恒大地产集团有限公司	刘红波	执行案件	5,821 万元	执行阶段（已执行回款项 1300 万元）。
被诉	刘红波	恒大地产集团有限公司、恒大地产集团长沙置业有限公司	股权转让纠纷	3,300 万元	一审开庭时间尚未确定。
被诉	佛山市国土资源和城乡规划局	佛山市南海盈裕房地产发展有限公司、恒大地产集团有限公司	建设用地使用权出让合同纠纷	15,600 万元	已开庭审理，尚未判决。
起诉	恒大地产集团有限公司、恒大长白山矿泉水有限公司	江西恒大高新技术股份有限公司	名誉权侵权纠纷	8,000 万元	管辖权异议阶段。
被诉	江苏省芬望德经贸有限公司	邢台双达房地产开发有限公司、邢台诚嘉房地产开发有限公司、恒大地产集团石家庄有限公司、恒大地产集团有限公司	合作开发房地产合同纠纷	30,276 万元	2015 年 3 月 19 日一审证据交换。
被诉	李维佳	诸生明、邢台双达房地产开发有限公司、邢台诚嘉房地产开发有限公司、恒大地产集团石家庄有限公司、恒大地产集团有限公司	借款纠纷	7,728 万元	一审开庭时间尚未确定。
被诉	乔飞、包头市龙宇房地产开发有限公司	恒大地产集团有限公司、恒大地产集团包头有限公司	合资合作开发房地产合同纠纷	11,439 万元	管辖权异议阶段。

资料来源：公司提供

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440105010373800），截至 2015 年 2 月 6 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2014 年底，公司获得金融机构授信额度合计 2,163.97 亿元，已使用的授信额度 1,669.13 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

总体看，目前公司资产负债水平与同类行业相比相对较低，且公司土地储备相对充足，整体看公司偿债能力尚可。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司债务总额为 1,889.13 亿元，本次拟发行债券规模为 200 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以 2014 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 200 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 69.81%、79.96%和 88.66%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于公司改善债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 1,014.80 亿元，对本次债券发行额度（200 亿元）的保护倍数为 5.07 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 253.63 亿元，对本次债券发行额度（200 亿元）的保护倍数为 1.27 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内大型房地产开发企业，土地储备相对充足，能

满足一定时期内开发需要，且目前公司可售房源较为丰富，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 全额收购承诺

为确保本次债券如期兑付，恒大开曼就本次债券兑付作出全额收购承诺，《承诺函》主要条款如下：

(1) 发生以下任一情形时，债券持有人有权要求恒大开曼收购本次债券：

①根据本次债券募集说明书的规定，在兑付日（T 日）前的第 3 个工作日（T-3 个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券；

②在本次债券存续期内，如债券持有人会议根据本次债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日（T 日）前的第 3 个工作日（T-3 个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券。

(2) 如果债券持有人按照上述约定要求恒大开曼收购本次债券，在符合中华人民共和国（仅为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于恒大开曼的相关法律法规规定的前提下，恒大开曼承诺将自行或指定恒大开曼实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T 日）前全额收购本次债券，收购价格为计算至收购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。

(3) 经有关主管部门、发行人和债券持有人会议批准，本次债券的期限、还本付息方式等发生变更时，无需另行经恒大开曼同意，恒大开曼继续承担本承诺函项下的义务。

(4) 债券持有人依法将债券转让或出质给第三人的，不影响恒大开曼在本承诺函项下的义务。

2. 承诺人信用分析

1) 恒大开曼概况

承诺人恒大地产集团有限公司，成立于 2006 年 6 月 26 日，英文名 Evergrande Real Estate Group Limited，注册地址：开曼群岛，公司住所：P.O. Box 309, Ugland House, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands，注册资本 10 亿美元，法定代表人为实际控制人许家印先生。

恒大开曼的经营范围为于中国开发、投资、管理、建设房地产及其他与房地产开发相关服务。

恒大开曼是国内规模最大的房地产开发企业之一，2015 年中国房地产开发企业 500 强测评中，恒大开曼连续五年蝉联中国房地产开发企业综合实力 10 强第二名。恒大开曼曾荣获浙江省房地产品牌 20 强、第三届中国企业诚信榜诚信品牌奖、中国房地产最具发展潜力企业、第五届中国证券市场年会金凤凰奖，开发的卧龙丽景湾项目曾荣获 2010-2011 年度最具投资价值地产、2011 年武汉楼市口碑榜消费者满意楼盘；天香华庭项目先后获得 2008 中国十大生态住宅杰出项目、中国城市魅力经典楼盘、中国健康宜居示范楼盘等称号。

公司董事长许家印先生，1958 年生，中共党员，本科学历，管理学教授、博士生导师，第十一届全国政协委员、第十二届全国政协常委、全国劳动模范、中国十大慈善家。现任恒大开曼董事局主席、党委书记。

截至 2014 年末，恒大开曼的合并总资产 4,744.62 亿元，负债 3,620.84 亿元，净资产（含少数

股东权益及永久资本工具)为 1,123.78 亿元;2014 年恒大开曼营业收入为 1,113.98 亿元,净利润(含少数股东损益)为 180.16 亿元。

2) 经营情况

恒大开曼拥有一级房地产开发资质,是国内规模最大的住宅地产开发商之一。

土地储备方面,2014 年恒大开曼全年新购项目土地储备规划建筑面积 841 万平方米,新获取项目 17 个。新购项目中,一线城市项目 3 个,二线城市项目 10 个,一、二线城市新增项目数量占比为 76.5%,较 2013 年上升 25 个百分点。新项目主要位于北京、深圳、成都、太原、长沙、南昌、长春、兰州、大连、东莞、潮州等 14 个城市,由于新项目均位于城市中心区,新增土地储备成本相应上升至 2,588 元/平方米。2014 年末,恒大开曼土地储备总建筑面积为 1.47 亿平方米,面积同比减少 362 万平方米,降幅约 2.6%。恒大开曼的土地储备分布于中国 147 个城市,覆盖了中国全部一线城市及绝大多数省会城市。2014 年末,恒大开曼拥有 305 个项目,其中 46.9%位于一二线城市。土地储备累计平均成本约人民币 997 元/平方米,处于业内较低水平。2014 年末,恒大开曼共有 78 个项目采用合作方式,累计减少土地款支付人民币 598 亿元。

开发建设方面,2014 年,恒大开曼合大力推进产品升级换代、实施标准化战略优化,提升市场竞争力。年内新开工面积 2,250 万平方米,竣工面积 2,063 万平方米,在建工程面积 4,135 万平方米;同比分别上升 13.2%、6.5%及 4.7%。年内恒大开曼实现 53 个新项目开盘,同比上升 20.5%,其中大部分是 2013 年新购的优质项目。全年 238 个项目实现交楼,交楼金额人民币 1,075 亿元,交楼面积 1,683 万平方米。2014 年末,恒大开曼 305 个项目中,已取得施工证的项目 274 个,尚未开盘销售项目 38 个,其中大部分都具备在 2015 年内开盘销售的能力。

销售方面,2014 年恒大开曼合约销售额全年合约销售额 1,315 亿元,同比增长 31.0%;全年合约销售面积 1,820 万平方米,同比增长 22.2%;成交均价上升 7.2%至人民币 7,227 元/平方米。年内恒大开曼新开盘项目 53 个,分布于北京、广州、杭州、合肥、长沙、成都、重庆、海口、武汉、杭州、沈阳、哈尔滨、西安、兰州、大连、宁波、东莞、扬州等 39 个城市,其中新进入城市 16 个;在售项目累计达到 276 个,分布于 141 个不同城市,其中一线城市 3 个,二线城市 26 个,三线城市 112 个。全年合约销售额中,一线城市的销售额达人民币 124 亿元,占比 9.4%;二线城市的销售额达人民币 606 亿元,占比 46.1%;一、二线城市合计销售额占恒大开曼销售额同比上升 11.4 个百分点。

公司是恒大开曼在中国大陆开展房地产开发业务的主要经营主体,2014 年末,公司总资产占恒大开曼总资产的 93.08%,营业收入占恒大开曼营业收入的 88.31%,净利润(含少数股东权益)占恒大开曼净利润(含少数股东权益)的 94.45%。除公司外,恒大开曼尚有部分房地产开发业务,但规模不大,2014 年末合计在建项目 30 个,2014 年实现销售收入 129.27 亿元。

除房地产开发业务外,恒大开曼还积极进入矿泉水生产销售、奶粉生产销售、足球俱乐部管理等多种产业,目前该等产业占收入比例较小,但发展前景良好,是恒大开曼多元化战略的重要组成部分。

整体看,恒大开曼开发建设规模很大,销售规模居全国前列,土地储备和房屋销售在一、二、三线城市的布局逐渐均衡,整体经营情况良好。

3) 财务情况

截至 2014 年末,恒大开曼的合并总资产 4,744.62 亿元,负债 3,620.84 亿元,净资产(含少数股东权益及永久资本工具)为 1,123.78 亿元。

资产方面，恒大开曼 2014 年末流动资产占 80.86%，非流动资产占 19.14%，恒大开曼资产结构以流动资产为主。

流动资产中，发展中物业账面价值 2,107.93 亿元，占 54.94%，可供出售之物业 356.82 亿元，占 9.30%，预付款项 478.68 亿元，占 12.48%，货币资金 298.47 亿元，占 7.78%，受限制现金 296.51 亿元，占 7.73%。

非流动资产中，投资性房地产 618.57 亿元，占 68.12%，应收账款及其他应收款 52.21 亿元，占 5.75%，固定资产 155.04 亿元，占 17.07%。

2014 年末，恒大开曼负债总额 3,620.84 亿元，其中流动负债占 74.08%，非流动负债占 25.92%。流动负债中，应付款项及其他应付款项 1,236.73 亿元，占 46.11%，短期借款 796.63 亿元，占 29.70%，预收款项 473.48 亿元，占 17.65%。非流动负债中，长期借款 764.01，占 81.41%，其他应付款项 71.75 亿元，占 7.65%，递延所得税负债 102.71 亿元，占 10.94%。

2014 年末，恒大开曼股东权益合计 1,123.78 亿元，其中母公司权益 511.20 亿元，占 45.49%，永久资本工具 528.52 亿元，占 47.03%，少数股东权益 84.06 亿元，占 7.48%。

2014 年，恒大开曼实现营业收入 1,113.98 亿元，营业利润 285.53 亿元，其中投资物业公允价值变动 93.93 亿元，全年实现净利润（含少数股东损益及永久资本工具持有人应占除税后溢利）180.16 亿元，其中少数股东损益 10.73 亿元，永久资本证券持有人应占除税后溢利 43.39 亿元。

综合来看，恒大开曼资产规模很大，资产质量较好，营业收入及盈利规模较大。同时，恒大开曼将永久资本工具计入权益，该等永久资本工具持有人应占利润在净利润中占比较高，实际上增加了公司财务杠杆和利息支出负担。联合评级认为，虽然公司是恒大开曼在中国大陆开展房地产开发业务的经营主体，公司的资产规模、收入及利润等占恒大开曼的资产、收入利润比例较高，但恒大开曼对公司本次发行债券提供的全额收购承诺仍体现出实际控制人对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

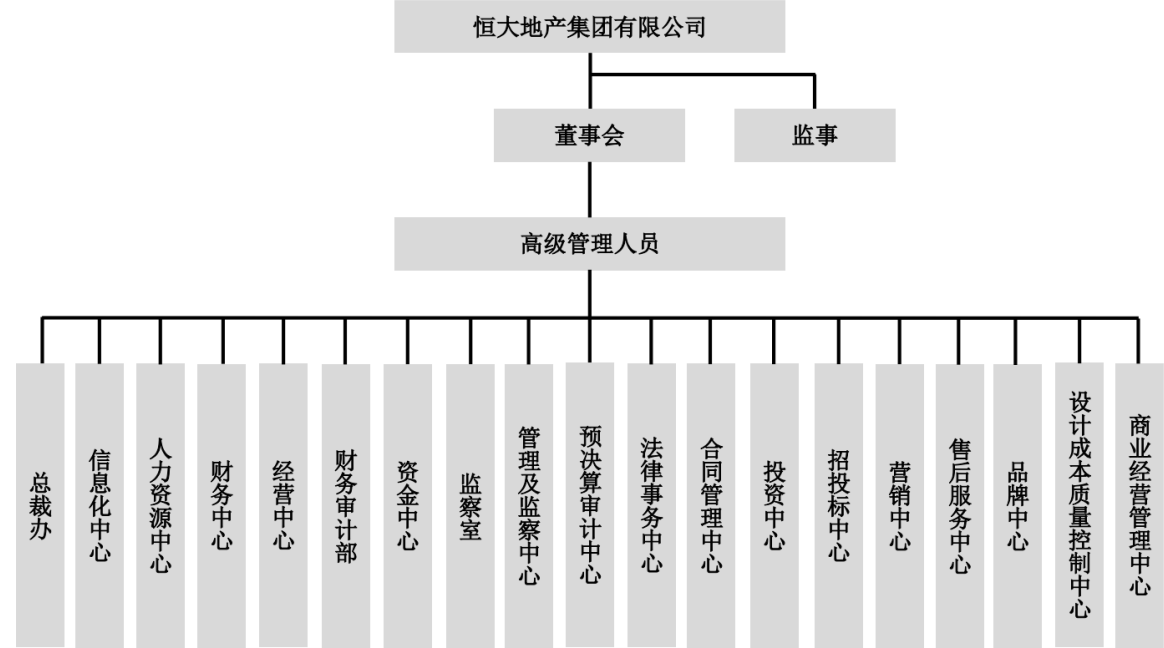
十、综合评价

近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升，资产质量较好。公司业务覆盖全国一、二、三线城市，土地储备充足，开发规模很大，成本控制能力较强。公司以销售为导向、以质量为核心、坚持高周转的经营模式，有利于公司在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、负债率较高、财务费用规模较大，以及公司在建项目和库存规模相对较大等不利因素。

本次债券由恒大开曼提供全额收购承诺，恒大开曼资产规模很大、盈利能力良好，其全额收购承诺对本次债券的到期还本付息有积极的影响。

基于对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 恒大地产集团有限公司组织机构图



附件 2-1 恒大地产集团有限公司
 2012~2014 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	2,268,821.40	4,095,488.80	5,420,652.30	54.57
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	1,094,985.80	--
应收票据	230.00	6,340.00	394.90	31.03
应收账款	263,336.60	400,720.90	625,511.90	54.12
预付款项	1,623,821.20	3,351,980.90	3,984,834.80	56.65
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1,429,167.30	2,489,047.70	4,915,772.10	85.46
存货	12,041,682.60	14,967,227.90	20,421,411.20	30.23
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	237,834.50	282,264.20	354,520.00	22.09
流动资产合计	17,864,893.60	25,593,070.40	36,818,083.00	43.56
非流动资产：				
可供出售金融资产	122,972.80	502,043.20	111,792.50	-4.65
持有至到期投资				
长期应收款	94,851.40	221,126.70	469,413.50	122.46
长期股权投资	0.00	0.00	106,209.20	
投资性房地产	2,089,992.60	2,988,828.30	5,305,927.30	59.33
固定资产	341,643.50	482,004.40	644,063.10	37.30
在建工程	176,992.80	252,304.60	319,279.30	34.31
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	138,015.20	169,738.50	196,481.70	19.32
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	7,479.40	8,334.80	7,161.10	-2.15
递延所得税资产	80,366.60	97,277.60	183,770.60	51.22
其他非流动资产				
非流动资产合计	3,052,314.30	4,721,658.10	7,344,098.30	55.12
资产总计	20,917,207.90	30,314,728.50	44,162,181.30	45.30

附件 2-2 恒大地产集团有限公司
2012~2014 年合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	307,564.60	1,166,685.10	2,992,836.40	211.94
交易性金融负债				
应付票据	651,953.70	1,487,768.80	2,265,308.00	86.40
应付账款	4,363,683.50	4,610,193.60	5,965,364.90	16.92
预收款项	4,138,731.60	3,425,961.30	4,168,697.20	0.36
应付职工薪酬	56,470.10	51,920.00	63,528.50	6.07
应交税费	753,882.10	1,148,709.80	1,478,651.90	40.05
应付利息	21,836.40	95,623.90	317,010.60	281.02
应付股利	0.00	0.00	407,600.00	--
其他应付款	3,421,679.10	5,062,309.30	6,141,569.70	33.97
一年内到期的非流动负债	1,411,640.30	1,568,362.00	3,525,692.80	58.04
其他流动负债				
流动负债合计	15,127,441.40	18,617,533.80	27,326,260.00	34.40
非流动负债：				
长期借款	2,111,372.10	6,629,190.10	10,107,440.50	118.80
应付债券				
长期应付款	47,026.60	79,158.20	691,866.70	283.57
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	393,689.90	517,597.20	801,025.90	42.64
其他非流动负债				
非流动负债合计	2,552,088.60	7,225,945.50	11,600,333.10	113.20
负债合计	17,679,530.00	25,843,479.30	38,926,593.10	48.38
所有者权益：				
股本	250,000.00	250,000.00	250,000.00	0.00
资本公积	36,529.70			--
减：库存股				
其他综合收益	0.00	-15,723.50	0.00	0.00
盈余公积	26,776.00	39,761.50	84,056.80	77.18
未分配利润	2,737,537.60	3,875,818.70	4,270,600.60	24.90
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	3,050,843.30	4,149,856.70	4,604,657.40	22.85
少数股东权益	186,834.60	321,392.50	630,930.80	83.76
所有者权益合计	3,237,677.90	4,471,249.20	5,235,588.20	27.16
负债和所有者权益总计	20,917,207.90	30,314,728.50	44,162,181.30	45.30

附件 3 恒大地产集团有限公司

2012~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	5,984,080.80	8,438,657.60	9,837,705.10	28.22
减: 营业成本	4,052,468.90	5,572,769.60	6,590,169.40	27.52
营业税金及附加	570,532.90	942,127.00	1,042,352.30	35.17
销售费用	254,291.70	379,582.90	814,335.90	78.95
管理费用	196,679.00	219,691.70	279,479.40	19.21
财务费用	-3,273.70	-5,150.30	249,490.00	--
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益	378,097.70	438,111.90	1,240,666.10	81.14
投资收益			70,764.00	--
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			10,423.00	--
二、营业利润	1,291,479.70	1,767,748.60	2,173,308.20	29.72
加: 营业外收入	22,225.90	52,914.30	71,838.70	79.78
减: 营业外支出	33,020.80	55,761.90	47,479.00	19.91
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	1,280,684.80	1,764,901.00	2,197,667.90	31.00
减: 所得税费用	357,413.00	487,794.30	496,055.90	17.81
四、净利润	923,271.80	1,277,106.70	1,701,612.00	35.76
其中: 归属于母公司所有者的净利润	915,471.10	1,216,633.00	1,576,477.20	31.23
少数股东损益	7,800.70	60,473.70	125,134.80	300.52

附件 4 恒大地产集团有限公司
2012~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	7,058,648.00	7,662,227.70	10,107,363.20	19.66
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	14,372.80	540,050.80	40,593.40	68.06
经营活动现金流入小计	7,073,020.80	8,202,278.50	10,147,956.60	19.78
购买商品、接受劳务支付的现金	5,356,830.00	8,213,087.70	10,384,187.30	39.23
支付给职工以及为职工支付的现金	318,183.00	402,158.80	534,060.10	29.56
支付的各项税费	781,834.80	984,695.60	1,111,183.50	19.22
支付其他与经营活动有关的现金	365,213.70	727,239.60	1,177,871.80	79.59
经营活动现金流出小计	6,822,061.50	10,327,181.70	13,207,302.70	39.14
经营活动产生的现金流量净额	250,959.30	-2,124,903.20	-3,059,346.10	--
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	5,453.00	585,121.20	--
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	20,994.50	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4,949.80	333,530.70	140,246.70	432.30
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	-1,525.20	--
收到其他与投资活动有关的现金	8,726.90	10,083.70	27,155.90	76.40
投资活动现金流入小计	13,676.70	349,067.40	771,993.10	651.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	587,507.30	1,028,265.40	709,850.10	9.92
投资支付的现金		405,488.10	932,602.20	--
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	505,982.40	102,896.10	7,960.10	-87.46
支付其他与投资活动有关的现金	49,056.30	417,692.40	442,364.70	200.29
投资活动现金流出小计	1,142,546.00	1,954,342.00	2,092,777.10	35.34
投资活动产生的现金流量净额	-1,128,869.30	-1,605,274.60	-1,320,784.00	8.17
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	64,260.00	79,832.00	184,403.50	69.40
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	2,144,638.90	8,353,959.50	14,585,505.10	160.79
收到其他与筹资活动有关的现金	387,372.10	525,266.00	633,673.20	27.90
筹资活动现金流入小计	2,596,271.00	8,959,057.50	15,403,581.80	143.58
偿还债务支付的现金	986,424.20	2,820,299.30	7,323,772.60	172.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	339,020.10	544,045.20	1,964,631.60	140.73
支付其他与筹资活动有关的现金	442,021.40	264,255.40	2,306,724.40	128.44
筹资活动现金流出小计	1,767,465.70	3,628,599.90	11,595,128.60	156.13
筹资活动产生的现金流量净额	828,805.30	5,330,457.60	3,808,453.20	114.36
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--
五、现金及现金等价物净增加额	-49,104.70	1,600,279.80	-571,676.90	241.20
加: 期初现金及现金等价物余额	1,617,284.50	1,568,179.80	3,168,459.60	39.97
六、期末现金及现金等价物余额	1,568,179.80	3,168,459.60	2,596,782.70	28.68

附件 5 恒大地产集团有限公司
 2012~2014 年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	923,271.80	1,277,106.70	1,701,612.00	35.76
加：资产减值准备				
固定资产折旧	28,091.70	51,700.00	69,284.50	57.05
无形资产摊销	18,523.50	24,581.60	3,020.90	-59.62
长期待摊费用摊销	578.60	855.40	1,173.70	42.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-344.20	-35,808.30	-40,711.00	987.55
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-378,097.70	-438,111.90	-1,240,666.10	81.14
利息支出/(收入)	-7,895.70	-10,083.70	238,030.80	--
投资收益			-70,764.00	--
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加	105,487.20	106,996.30	196,935.70	36.64
存货的减少	-1,307,861.10	-2,925,545.30	-5,454,183.30	104.21
经营性应收项目的减少	-1,411,406.50	-2,202,225.50	-1,450,863.80	1.39
经营性应付项目的增加	2,280,611.70	2,025,631.50	2,987,784.50	14.46
其他				
经营活动产生的现金流量净额	250,959.30	-2,124,903.20	-3,059,346.10	--

附件 6 恒大地产集团有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	--	25.42	19.17
存货周转次数(次)	--	0.41	0.37
总资产周转次数(次)	--	0.33	0.26
现金收入比率(%)	117.96	90.80	102.74
盈利能力			
总资本收益率(%)	--	11.08	9.97
总资产报酬率(%)	--	6.89	6.61
净资产收益率(%)	--	33.13	35.06
主营业务毛利率(%)	32.28	33.96	33.01
营业利润率(%)	22.74	22.80	22.42
费用收入比(%)	7.48	7.04	13.65
财务构成			
资产负债率(%)	84.52	85.25	88.14
全部债务资本化比率(%)	58.06	70.82	78.30
长期债务资本化比率(%)	39.47	59.72	65.88
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	3.92	3.04	1.74
EBITDA 全部债务比(倍)	0.30	0.17	0.13
经营现金债务保护倍数(倍)	0.06	-0.20	-0.16
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.20	-0.34	-0.23
流动比率(倍)	1.18	1.37	1.35
速动比率(倍)	0.38	0.57	0.60
现金短期债务比(倍)	0.96	0.97	0.74
经营现金流动负债比率(%)	1.66	-11.41	-11.20
经营现金利息偿还能力(倍)	0.74	-3.50	-2.10
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.59	-6.15	-3.01
本次公司债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.66	0.92	1.27

附件 7 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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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。

联合信用评级有限公司关于 恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年恒大地产集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

恒大地产集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。恒大地产集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注恒大地产集团有限公司的相关状况，如发现恒大地产集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如恒大地产集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至恒大地产集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送恒大地产集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年四月二十九日

