



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪200号

## 恒大地产集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“恒大地产集团有限公司2015年公司债券（第一期）”和“恒大地产集团有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AAA，评级展望稳定；上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年六月八日

## 恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2016）

债券名称	恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）		
发行规模	人民币 50 亿元		
存续期限	2015/06/19-2020/06/18；若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/06/19-2018/06/18		
上次评级时间	2015/04/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）		
发行规模	人民币 150 亿元，其中品种一发行规模为 68 亿元，品种二发行规模为 82 亿元		
存续期限	品种一：2015/07/08-2019/07/07，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/08-2017/07/07 品种二：2015/07/08-2022/07/07，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/08-2020/07/07		
上次评级时间	2015/07/01		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

### 概况数据

恒大地产	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	447.12	523.56	745.23
总资产（亿元）	3,031.47	4,416.22	6,503.61
总债务（亿元）	1,085.20	1,952.22	3,005.12
营业总收入（亿元）	843.87	983.77	1,175.15
营业毛利率（%）	33.96	33.01	33.30
EBITDA（亿元）	184.20	253.63	274.42
所有者权益收益率（%）	28.56	32.50	24.86
资产负债率（%）	85.25	88.14	88.54
净负债率（%）	151.11	269.34	236.30
总债务/EBITDA（X）	5.89	7.70	10.95
EBITDA 利息倍数（X）	3.04	2.15	1.46

恒大开曼	2013	2014	2015
总资产（亿元）	3,481.48	4,744.62	7,570.35
权益总额（亿元）	793.43	1,123.78	1,421.42
总债务（亿元）	1,104.83	1,623.75	2,991.93
收入（亿元）	936.72	1,113.98	1,331.30

### 基本观点

2015 年，在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下，恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”或“公司”）积极应对市场环境变化，继续推行标准化及创新的运营模式，保持了行业领先的规模优势，并新增多幅土地，分散的区域布局为其未来经营业绩的保持提供保障；此外，多元化的产业布局使其品牌竞争力显著增强。同时，中诚信证评也关注到公司债务规模阶段性增长较快及未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持恒大地产主体信用等级 AAA，维持“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”和“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级 AAA，评级展望为稳定。该级别同时考虑了 Evergrande Real Estate Group Limited（3333.HK，以下简称“恒大开曼”）提供的全额收购承诺等因素对债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 行业领先的规模优势得以进一步强化。2015 年恒大地产及恒大开曼顺应市场环境，继续坚持标准化、快周转的运作模式，其整体开发节奏保持业内领先水平，销售金额突破 2,000 亿元，规模优势得以进一步强化。
- 分散且不断优化的区域布局。2015 年恒大地产已进入全国超过 153 个主要城市，成为国内项目覆盖城市最多的房地产开发企业之一；同时，2015 年公司在项目补充上更倾向于优质的一、二线城市项目，分散且逐渐改善的区域布局有助于其抵御区域市场波动风险。
- 显著的品牌优势进一步凸显。凭借优质且稳定的产品质量及广泛的区域布局，恒大地产在全国范围内建立了很高的市场知名度；此外，恒大地产和恒大开曼亦借助多元化产业在其各

毛利率 (%)	29.52	28.53	28.10
EBITDA (亿元)	264.57	323.43	328.99
权益总额收益率 (%)	17.28	16.03	12.20
资产负债率 (%)	77.21	76.31	81.22
净负债率 (%)	71.63	91.54	95.10
总债务/EBITDA (X)	4.18	5.02	9.09
EBITDA 利息倍数 (X)	3.26	2.37	1.62

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、恒大地产2014年和2015年末末长期应付款中部分为付息现金垫款，将其调整至当年长期借款进行相关指标计算；  
3、恒大开曼2013~2015年应付贸易账款及其他应付款项中计息部分调整至总债务进行相关指标的测算；  
4、恒大开曼数据按香港会计准则调整后披露。

## 分析师

姜天璇 txgong@ccxr.com.cn

解晓婷 xtxie@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月8日

自领域的业绩增强了其整体品牌的竞争实力。

- 多元化的融资渠道。恒大地产继续多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年末，其合并口径未使用的授信额度为 1,373.09 亿元；与此同时恒大地产通过信托、资管计划、发行公司债券，以及境内外平台的联动丰富了其融资渠道，利于提升其财务弹性。

## 关注

- 债务规模增长较快。受 2015 年新增土地储备较多，土地储备支出金额大幅增长的影响，2015 年以来恒大地产债务规模上升较快，债务期限结构表现不甚合理，货币资金对短期债务等流动性指标阶段性表现较弱。
- 未来资金需求压力较大。截至 2015 年末，恒大地产在建及拟建项目数量较多，规模较大；加之土地储备的资金需求，公司未来存在一定的资本支出压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）（债券简称为“15 恒大 01”、债券代码为“122383”）于 2015 年 6 月 19 日发行，发行规模为人民币 50 亿元，到期日为 2020 年 6 月 18 日；若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的到期日为 2018 年 6 月 18 日。恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）于 2015 年 7 月 8 日发行，发行规模为人民币 150 亿元，分为两个品种；其中品种一（债券简称为“15 恒大 02”、债券代码为“122392”）规模为 68 亿元，到期日为 2019 年 7 月 7 日，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的到期日为 2017 年 7 月 7 日；品种二（债券简称为“15 恒大 03”、债券代码为“122393”）规模为 82 亿元，到期日为 2022 年 7 月 7 日，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的到期日为 2020 年 7 月 7 日。上述债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。其中，15 恒大 01 募集总额人民币 50 亿元，恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕；15 恒大 02 募集总额人民币 68 亿元，恒大地产已按照募集说明书上列明的用途使用；15 恒大 03 募集总额人民币 82 亿元，恒大地产已按照募集说明书上列明的用途使用。

## 基本分析

**2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升**

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续

第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府从供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐

下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有4次涉及公积金政策，其中3次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015年内先后经历了5次降息和5次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场长期调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2015年全国行业排名前20房企集中度同比增加0.03个百分点至22.82%；TOP50房企则从31.15%上升至31.74%，小幅增加了0.59个百分点；TOP100房企则大幅增加1.86个百分点至39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

### 面对房地产市场环境的变化，恒大地产继续实行标准化的运营模式，当年房地产开发规模、合同销售金额及结算收入均实现了快速增长，行业领先的规模优势凸显

作为 Evergrande Real Estate Group Limited (3333.HK) (以下简称“恒大开曼”) 在境内的最主要运营平台，恒大地产已成为国内领先的住宅物业开发商之一，目前已在全国153个主要城市进行了低密度住宅、多层花园住宅、小高层住宅、中高层、高层住宅，以及少量的商业地产等多种产品类型的开发运作。2015年在房地产政策宽松和城市日益分化的背景下，公司继续坚持标准化运作模式，当年房地产开发规模、合同销售金额及结算收入均实现了快速增长，行业领先的规模优势得以继续强化。

从项目运作情况看，恒大地产根据房地产市场

环境变化及其自身情况，有效地安排工程建设计划，注重与销售计划、竣工计划的匹配，同时大力推进产品升级换代、实施标准化战略优化升级，提升市场竞争力。2015年恒大地产新开工面积为2,918.68万平方米，竣工面积为2,186.77万平方米，同比分别增长53.88%和19.05%，开、竣工量实现了快速增长。截至2015年末，公司拥有339个在建项目，在建面积合计约4,246.40万平方米，其开发建设规模在行业内处于领先地位，为其未来持续增长提供了较好保障。但中诚信证评也关注较大的开发体量对恒大地产的融资能力以及资金调配能力提出了更高要求。

表1：2013~2015年公司开工及竣工情况

单位：万平方米、个

	2013	2014	2015
在建面积	3,494.01	3,553.86	4,246.40
项目数量	209	249	339
新开工面积	1,710.46	1,896.77	2,918.68
竣工面积	1,769.00	1,836.92	2,186.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，恒大地产长期坚持去库存策略，把握市场机会，不断优化调整区域结构和产品结构，加快一、二线城市新开工项目开盘的节奏，在房地产行业整体景气度不佳的背景下，仍形成了量价齐升的良好态势。2015年恒大地产实现合同销售面积为2,303.85万平方米，合同销售金额为1,798.28亿元，同比分别增长49.87%和65.63%。销售均价方面，得益于公司不断优化区域布局和产品结构，近年销售均价由2013年的6,800元/平方米持续提高至2015年的7,806元/平方米。从销售区域分布来看，2015年公司房地产业务销售收入主要来自于华中区域，占比为41.00%；其次为华北、华南区域，占比分别为29.77%和29.23%。

表2：2013~2015年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015
销售面积	1,289.65	1,537.24	2,303.85
销售金额	876.97	1,085.75	1,798.28
结算面积	1,376.57	1,526.34	1,536.94
结算金额	819.95	945.39	1,125.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于待结算资源充足，近年恒大地产结算面积和结算金额均持续增长。2015 年恒大地产实现结算面积 1,536.94 万平方米，结算金额 1,125.12 亿元，同比分别增长 0.69% 和 19.01%；结算均价为 7,321 元/平方米，同比增长了 18.19%，呈现量价齐升的局面。从结算区域分布来看，2015 年公司华中区域结算收入占比最高，达到 45.51%；其次为华北、华南区域，分别为 30.10% 和 24.39%。

表 3：2013~2015 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2013		2014		2015	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
华中	44.42	42.39	45.00	51.28	41.00	45.51
华南	26.58	23.46	20.45	22.70	29.23	24.39
华北	29.00	34.15	34.55	26.02	29.77	30.10
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着房地产市场格局的变化，恒大地产不断优化房地产住宅项目区域布局，逐渐加大一、二线城市的拿地比重，初步实现了一、二线和三线城市比重均衡发展的目标；与此同时，土地储备的大幅增加推动债务水平上升

2015 年恒大地产在新项目获取上以维持土地储备消耗与补充的动态平衡为目标，坚持持续优化住宅地产项目区位布局，紧跟房地产市场格局的变化，投资重心由三线城市逐渐向一、二线城市转移，以实现一、二、三线城市的均衡发展。2015 年以来，公司在公开市场进行招拍挂的同时，积极通过合作及兼并购的方式拓展土地储备，当年拓展了 74 个项目，新增土地储备建筑面积 3,095.93 万平方米；就 2015 年公司新增土地储备总地价来看，其中，一线城市占比 2.65%、二线城市占比 65.81%、三线城市占比 31.54%，与公司精选一、二线优质项目进行补充的土地储备策略相吻合。截至 2015 年末，公司土地储备面积合计达 13,369.37 万平方米，其中一线城市土地储备面积占比 2.18%，二线城市土地储备占比 35.40%，三线及以下城市土地储备占比 62.42%。中诚信证评认为分散的土地储备，以及较为广阔及持续优化的城市布局，有效地提升了公司持续发展能力和抗风险能力。

表 4：2013~2015 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2013	2014	2015
新增项目	59	14	74
新增土地储备	2,146.30	710.87	3,095.93
土地储备总面积	13,154.94	12,453.67	13,369.37
地价总额	1,733.36	1,919.30	2,481.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，恒大地产经过多年发展，目前其房地产开发规模、年合同销售金额、土地储备及品牌效应均位居全国前列，具备显著的规模优势。近年，公司房地产开发业务规模快速增长，土地储备资源丰富且低廉，区域布局持续优化，对其业绩保持具有很强保障。但同时中诚信证评也关注到，2015 年恒大地产土地储备支出增长推动债务水平上升，且其在建、拟建项目较多亦对资金筹措能力提出了更高的要求。

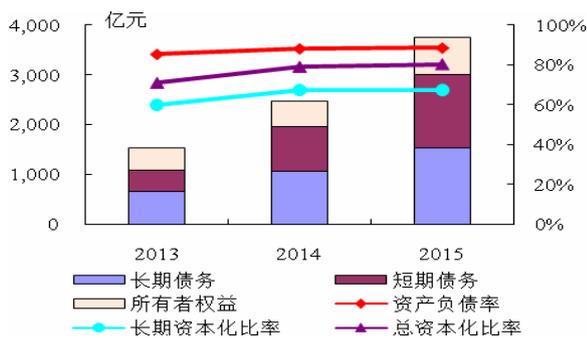
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的，并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度三年连审财务报告以及 2015 年审计报告。

## 资本结构

随着房地产开发业务规模的快速扩张，近年来公司资产规模保持较快的增长态势。截至 2015 年末，公司资产总额为 6,503.61 亿元，同比增长 47.27%。同期，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，公司所有者权益达到 745.23 亿元，同比增长 42.34%。负债方面，伴随着开发项目和土地储备的增加，公司债务规模和预收款项规模提升趋势显著，使其负债水平上升迅速。2015 年末公司总负债为 5,758.38 亿元，同比增长 47.93%。受此影响，2015 年末公司财务杠杆比率持续处于较高水平，资产负债率和净负债率分别为 88.54% 和 236.30%。

图 1: 2013~2015 年末公司资产结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 5: 截至 2015 年末公司与部分房地产上市公司  
资本结构比较

单位: 亿元、%

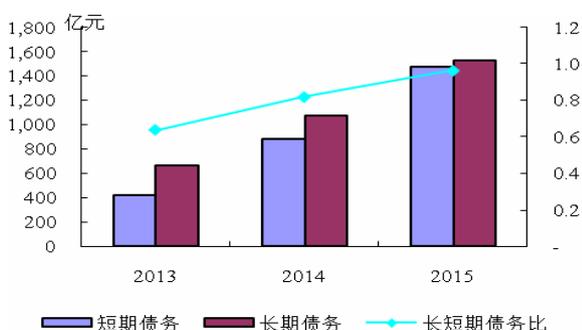
公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A*	6,112.96	77.70	19.30
<b>恒大地产</b>	<b>6,503.61</b>	<b>88.54</b>	<b>236.30</b>
万达集团	6,395.60	70.93	61.05
碧桂园	3,619.56	75.32	46.86
融创中国	1,155.09	83.19	75.90
世茂房地产	2,442.55	69.40	58.79

注: \*鉴于万科 A 应付票据均为“商业承兑汇票”, 无保证金, 而且均不付息, 本报告中万科 A“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”;

资料来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务规模来看, 近年公司业务规模的快速扩张, 对外部融资较为依赖, 其债务规模增长较快, 截至 2015 年末, 公司付息债务为 3,005.12 亿元, 同比增长 53.93%。从债务期限结构看, 2015 年末公司长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 0.96 倍, 短期债务规模持续上升, 债务期限结构有待改善。

图 2: 2013~2015 年末公司债务结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体看, 公司近年来业务规模扩张较快, 在业务规模扩大的过程中对财务杠杆利用较为依赖, 杠杆比率处于行业内较高水平。未来公司仍有较大规

模的项目开发及土地储备支出的资金需求, 中诚信证评对公司财务结构的稳健性给予持续关注。

## 流动性

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下, 近年来公司流动资产规模不断上升。截至 2015 年末, 公司流动资产为 5,364.46 亿元, 占同期末资产总额的比重为 82.48%。从流动资产的结构看, 公司流动资产主要由存货和货币资金构成, 近三年两项合计占流动资产的比重保持在 70% 以上; 其中 2015 年末受存货和货币资金规模增加的影响, 两项合计占流动资产的比重已上升至 82.61%。

表 6: 2013~2015 年末公司流动资产分析

	2013	2014	2015
流动资产/总资产	84.42%	83.37%	82.48%
存货/流动资产	58.48%	55.47%	59.42%
货币资金/流动资产	16.00%	14.72%	23.19%
(存货+货币资金)/流动资产	74.48%	70.19%	82.61%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 7: 2015 年末公司与部分房地产上市公司流动资产比较

公司	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科 A	89.49%	8.70%	60.22%
<b>恒大地产</b>	<b>82.48%</b>	<b>23.19%</b>	<b>59.42%</b>
万达集团	41.42%	27.61%	63.13%
碧桂园*	75.15%	17.60%	62.94%
融创中国	81.14%	28.87%	53.21%
世茂房地产	71.62%	15.10%	67.95%

注: \*由于碧桂园将其超过正常运营周期落成的物业列入非流动资产科目, 使得其流动资产/总资产比率相对较低;

资料来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

存货方面, 由于公司近年业务拓展较为迅速, 其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模增长较快。截至 2015 年末, 公司存货净额为 3,187.64 亿元, 同比增长 56.09%。从存货结构来看, 公司存货主要由在建项目的开发成本和已竣工项目的开发产品构成。在公司快速周转的经营策略的带动下, 2015 年末公司存货中已完工开发产品占比为 13.35%, 保持在 15% 以下, 现房销售压力相对较小; 在建项目开发成本保持在 85% 以上, 较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障, 但同时也对公司后续的开发资金提供了较高要求。

表 8：2013~2015 年末公司存货结构分析

单位：亿元			
	2013	2014	2015
存货	1,496.72	2,042.14	3,187.64
存货同比增长率	24.30%	36.44%	56.09%
开发产品	212.71	299.03	425.46
开发产品/存货	14.21%	14.64%	13.35%
开发成本	1,284.01	1,743.11	2,761.25
开发成本/存货	85.79%	85.36%	86.62%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。2015 年公司存货周转效率和总资产周转率分别为 0.30 次和 0.22 次，较上年有所下滑。

表 9：2013~2015 年公司周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.41	0.37	0.30
总资产周转率（次/年）	0.33	0.26	0.22

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 10：2015 年公司与部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率（次）	总资产周转率（次）	货币资金/短期债务
万科 A	0.40	0.35	1.23
<b>恒大地产</b>	<b>0.30</b>	<b>0.22</b>	<b>0.84</b>
万达集团	0.47	0.21	1.74
碧桂园	0.45	0.36	2.10
融创中国	0.41	0.20	1.86
世茂房地产	0.37	0.25	1.54

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，随着房地产开发业务的快速扩大，项目销售回笼资金不能完全满足在建项目推进及土地储备资金需求的增长，加之较大规模的往来款项，使得近年经营性现金流不甚理想。2015 年公司经营性现金流净额为-9.23 亿元，较上年有所改善，但仍无法对其短期债务形成保障。另外，近年公司年末手持货币资金规模保持在总资产的 15%左右，其中 2015 年末占比达到 19.13%；但受短期债务规模的大幅上升影响，2015 年末货币资金/短期债务为 0.84 倍，货币资金对其短期债务的保障能力有待改善。但考虑到公司较大规模的在建及可售资源，其现金流有望得到改善，对其短期债务的偿还形成保障。

表 11：2013~2015 年公司部分流动性指标

单位：亿元			
	2013	2014	2015
货币资金	409.55	542.07	1,244.12
经营活动现金流净额	-212.49	-305.93	-9.23
经营净现金流/短期债务	-0.50	-0.35	-0.01
货币资金/短期债务	0.97	0.62	0.84

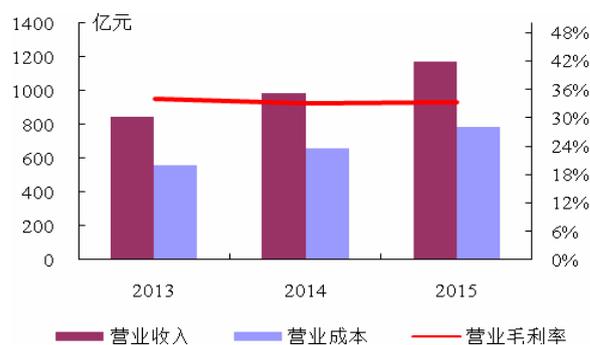
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年恒大房地产业务规模扩大较快，资金需求量较大，使得其经营现金呈现净流出状态，但考虑到项目区域分布持续优化，较大的待售资源可对其流动性形成支撑。

### 盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、商品销售、酒店物业经营收入、租金收入及其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2015 年公司实现营业收入 1,175.15 亿元，同比增长 19.45%。此外，2015 年末公司预收款项余额为 721.79 亿元，同比增长 73.15%，为其未来经营业绩的增长提供了保障。从毛利水平看，2015 年公司营业毛利率为 33.30%，较上年略有上升。在当前房地产行业整体利润逐渐回落的背景下，受益于公司结算区域优化、土地成本较低以及商品销售等其他业务较高的毛利水平，公司整体的毛利水平表现很稳定。

图 3：2013~2015 年公司收入毛利分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 12: 2013~2015 年公司三费分析

	2013	2014	2015
	单位: 亿元		
销售费用	37.96	81.43	95.88
管理费用	21.97	27.95	39.71
财务费用	-0.52	24.95	10.66
三费合计	59.41	134.33	146.25
营业总收入	843.87	983.77	1,175.15
三费收入占比	7.04%	13.65%	12.45%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2015 年公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大而进一步增长, 而得益于融资成本的逐渐走低, 公司的财务费用支出得以减少。受此影响, 2015 年公司发生三费合计为 146.25 亿元, 当期三费收入占比为 12.45%, 期间费用控制能力仍有待强化。

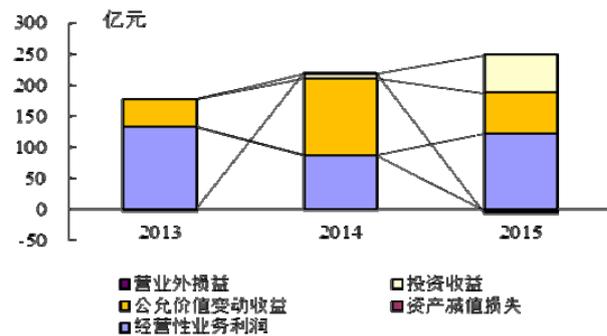
表 13: 2015 年公司与部分房地产上市公司盈利能力指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.35 %	19.40%
<b>恒大地产</b>	<b>33.30%</b>	<b>24.86%</b>
万达集团	40.55 %	16.20%
碧桂园	20.19%	10.87%
融创中国	12.42%	18.58%
世茂房地产	28.49%	10.91%

资料来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成。2015 年公司经营性业务利润为 122.00 亿元, 同比增长 41.56%, 公司经营性业务利润规模有所回升。公允价值方面, 2015 年公司获得公允价值变动收益 64.69 亿元, 主要由公司自持的部分商铺、公寓写字楼及车库等投资性房地产及公司持有的金融资产公允价值调增所致, 尽管规模有所下滑, 但仍对公司利润总额形成较好的补充作用。综上, 2015 年利润总额为 245.61 亿元, 同比增长 11.76%, 公司整体盈利能力继续增强。

图 4: 2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 在房地产行业景气度波动的背景下, 公司不断优化项目区域布局和产品结构, 营业收入持续保持增长, 盈利能力较强。此外, 公司较大规模的待结算资源亦对未来 1~2 年业绩增长形成有力保障。

## 偿债能力

从债务规模来看, 随着近年土地储备及项目开发规模的扩大, 公司债务规模快速上升。截至 2015 年末, 公司总债务增加至 3,005.12 亿元; 其中, 年末短期债务为 1,474.33 亿元, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 0.96 倍, 短期偿债压力加大。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 2015 年同比增长 8.20% 至 274.42 亿元, 获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看, 受债务规模增长较快影响, 2015 年公司主要偿债指标有所弱化, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.95 倍和 1.46 倍; 但整体来看, 公司持续增长的收入规模和良好的盈利能力仍可对其债务的偿还提供较好保障。

表 14: 2013~2015 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015
短期债务 (亿元)	422.28	878.38	1,474.33
总债务 (亿元)	1,085.20	1,952.22	3,005.12
EBITDA (亿元)	184.20	253.63	274.42
资产负债率 (%)	85.25	88.14	88.54
净负债率 (%)	151.11	269.34	236.30
总资本化率 (%)	70.82	78.85	80.13
长期资本化比率 (%)	59.72	67.22	67.26
经营净现金流/总债务 (X)	-0.20	-0.16	0.00
总债务/EBITDA (X)	5.89	7.70	10.95
EBITDA 利息倍数 (X)	3.04	2.15	1.46

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司合并口径授信总额为 2,720.32 亿元，未使用的授信额度为 1,373.09 亿元。与此同时，公司通过信托、资管计划及发行公司债券，并借助海外母公司发行优先票据等多种方式进行融资。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司担保余额约为 269.01 亿元，其中对境内关联方提供的担保余额为 241.87 亿元，对境内非关联方担保约 27.14 亿元。由于对外担保对象多为关联方，公司或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2016 年 3 月 31 日，公司涉及的重大未决诉讼或仲裁案件 5 起，涉案标的金额共计约 10.96 亿元，对公司的运营影响相对有限。

总体而言，公司近年来业务规模快速发展，对外部融资依赖程度较高，财务结构稳健性有待加强，部分流动性指标呈现阶段性弱化。不过，考虑到恒大地产持续增长的收入规模、充足的待结算资源，公司未来经营业绩保持具有很强的支撑；同时，其多元化的外部资金补充途径亦有助于增强公司的财务弹性。

## 增信措施

恒大开曼（本节或简称“公司”）就本期债券兑付作出全额收购承诺，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期债券：1）在兑付日前的第 3 个工作日，恒大地产在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券；2）在本期债券存续期内，如债券持有人会议根据本期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前的第 3 个工作日，恒大地产在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券。

## 基本情况

恒大开曼成立于 2006 年 6 月 26 日，注册资本 10 亿美元，并于 2009 年 11 月 5 日在香港联交所上市，股票代码为 3333.HK。截至 2015 年 12 月 31 日，许家印通过 XINXIN (BVI) Limited 持有恒大开曼 67.00% 股权，其妻子丁玉梅通过 Even Honour

Holdings Limited 持有恒大开曼 5.56% 的股权，余下 27.34% 股权为公众持有，故恒大开曼实际控制人为许家印先生。

恒大开曼的经营范围为在中国开发、投资、管理、建设房地产及其他与房地产开发相关服务等业务。公司房地产开发项目以住宅为主，商业地产为辅。经过多年发展，公司目前已在全国 162 个主要城市拥有大型房地产项目 375 个（不含已完全竣工项目），是国内项目覆盖城市最多，品牌影响力最广，综合实力最强的房地产开发企业之一。

截至 2015 年 12 月 31 日<sup>1</sup>，恒大开曼总资产为 7,570.35 亿元，净资产为 1,421.42 亿元，资产负债率为 81.22%；2015 年实现营业收入 1,331.30 亿元，净利润为 173.40 亿元，经营活动现金流净额为 -237.49 亿元。

## 业务运营

恒大开曼主营业务包括房地产开发、酒店物业经营及其他业务等。近年房地产开发业务是公司收入和利润的主要来源，占比维持在 94% 以上，2015 年房地产开发销售业务实现收入 1,264.49 亿元，同比增长 17.68%。受益于主业房产销售业务的快速发展，公司收入规模亦上升较快 2015 年公司收入为 1,331.30 亿元，同比增长 19.51%。

<sup>1</sup> 以根据香港会计准则披露的数据为准。

表 15: 2013~2015 年公司营业收入中各板块收入及占比

单位: 亿元、%

业务	2013		2014		2015	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产销售	922.35	98.47	1,074.50	96.46	1,264.49	94.98
投资物业租金收入	1.26	0.13	1.44	0.13	2.41	0.18
物业管理服务	7.42	0.79	12.59	1.13	13.18	0.99
其他业务	5.69	0.61	25.45	2.28	51.22	3.85
<b>合计</b>	<b>936.72</b>	<b>100.00</b>	<b>1,113.98</b>	<b>100.00</b>	<b>1,331.30</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

恒大开曼房地产开发业务主要由其境内的恒大地产负责运营。目前恒大开曼已布局中国 162 个主要城市, 是在中国进入省会城市最多、城市布局最广的房地产开发企业之一。近年公司持续调整产品结构和区域结构, 投资重心从三线城市向一、二线城市转移, 初步实现了一、二线城市项目与三线城市项目平衡发展目标。同时公司坚持以刚需和首改产品为主, 不断调整标准化产品户型比例。得益于不断优化项目区位布局, 提升产品性价比, 近年来公司合约销售实现量价齐升。2015 年公司合同销售金额 2,013 亿元, 合同销售面积 2,551 万平方米, 合约销售均价为 7,892 元/平方米, 同比分别增长 53.08%、40.16% 和 9.20%, 实现了量价齐升的局面。

项目运营方面, 通过实施标准化战略, 合理安排工程建设与销售计划, 近年来恒大开曼房地产开发建设规模不断上升。2015 年公司新开工面积为 4,256 万平方米, 竣工面积为 2,529 万平方米, 同比分别增长 89.16% 和 22.59%。受益于此, 公司交楼数量和交楼面积均实现持续增长, 2015 年公司交楼数量为 319 个, 交楼面积为 1,724 万平方米。截至 2015 年末, 公司房地产项目在建面积合计约 5,862 万平方米, 且 375 个项目中 330 个项目已取得施工证。整体来看, 恒大开曼开发建设规模在行业内处于领先地位, 为其未来持续增长提供了较好保障。但中诚信证评也关注较大的开发体量对公司的融资能力以及资金调配能力提出了更高要求。

表 16: 2013~2015 年公司房地产开发销售及土地储备情况

项目	2013	2014	2015
新开工面积 (万平方米)	1,988	2,250	4,256
竣工面积 (万平方米)	1,938	2,063	2,529
年末在建工程面积 (万平方米)	3,948	4,135	5,862
新开盘项目 (个)	44	53	81
交楼项目 (个)	197	238	319
交楼金额 (亿元)	922	1,075	1,265
交楼面积 (万平方米)	1,496	1,683	1,724
合约销售额 (亿元)	1,004	1,315	2,013
销售面积 (万平方米)	1,489	1,820	2,551
合约销售均价 (元/平方米)	6,741	7,227	7,892
新购土地 (幅)	66	17	82
其中一、二线城市占比 (%)	40.80	76.50	62.20
新购土地建筑面积 (万平方米)	2,685	841	3,485
新购土地平均成本 (元/平方米)	2,633	2,588	2,045
土地储备总建筑面积 (万平方米)	15,100	14,700	15,600
土地储备累计平均成本 (元/平方米)	949	997	1,173

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

土地储备方面, 近年来恒大开曼坚持“消耗多少、补充多少”的土地储备原则, 同时不断优化地产项目区位布局, 投资重心逐渐转向一、二线城市。2015 年公司新增土地数量 82 幅, 当年新购土地建筑面积 3,485 万平方米, 较 2014 年大幅上升; 其中一、二线城市数量占比为 62.20%。截至 2015 年末, 公司土地储备面积为 1.56 亿平方米, 较上年增长 6.1%, 其土地储备分布于 162 个城市, 覆盖了中国全部一线城市及绝大多数省会城市; 同期末, 项目数量 375 个, 其中一、二线城市占比 54.7%, 较上年的 46.9% 增加 7.8 个百分点, 土地储备结构进一步优化。土地储备成本方面, 2015 年公司土地储备平均成本为 1,173 元/平方米, 受公司向一二线城市倾斜的影响, 近年公司土地成本持续走高。

此外，近年来恒大地产在继续夯实房地产主业发展的同时，亦加大了对体育、文化、快消、旅游和健康五大产业的多元化布局，进入“多元+规模+品牌”的战略阶段。恒大开曼于2010年3月成立恒大足球俱乐部，是目前国内投入最大、战绩最好的顶级俱乐部；公司在文化产业涉足音乐、影视、动漫等领域，于2010年12月成立恒大音乐公司，同年11月成立恒大电影公司，于2015年12月恒大文化（证券代码：834899）正式在新三板挂牌上市；公司在快消行业涉及矿泉水、粮油和乳业等领域，于2013年9月成立恒大矿泉水集团，2014年9月成立恒大粮油集团和恒大乳业集团；公司于2014年3月收购新传媒并更名为恒大健康产业集团，打造旗下健康产业平台，拟在中国设立整形外科医院，开展整形、美容、保健等相关业务；此外，公司于2015年12月进入金融板块，恒大人寿和恒大金服相继展业。总体来看，多元化的产业布局有助于平抑房地产主业风险，提升公司整体的规模和抗风险能力，但同时我们也关注到，恒大开曼新进入的乳业、畜牧、粮油生产、文化及金融等行业投资跨度较大，而且将进一步增加资金支出压力，对恒大开曼的资金运作和业务管理等方面的能力提出了更高的要求。

## 财务表现

以下财务分析基于的经普华永道会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年、2014年和2015年审计报告。以上审计报告均根据香港会计师公会颁布的香港财务报告准则和香港公司条例的披露规定编制。

恒大开曼近年来资产规模不断攀升，截至2015年末公司资产总额为7,570.35亿元，同比增长59.56%。由于土地储备、项目开发规模不断扩大，公司债务规模亦保持快速增长的态势，年末公司总债务规模为2,991.93亿元，同比增长84.26%。得益于历年留存收益的累积和永久资本工具的发行，2015年末公司权益总额为1,421.42亿元，同比增长26.49%；同期公司资产负债率和净负债率分别为81.22%和95.10%。但如果考虑到2013年以来公司发行的永续债具有到期还本付息的债务属性，将其

永久资本工具科目从权益总额调整至负债，2015年末公司资产负债率为91.23%，处于较高水平且呈上升态势。

盈利能力方面，得益于房地产开发业务的快速扩张，恒大开曼近年来收入规模亦增长迅速，2015年公司实现营业收入1,331.30亿元，同比增长19.51%。尽管近年来房地产行业景气度下滑，但由于公司结算区域逐渐优化、土地成本较低以及商品销售等其他业务较高的毛利水平，其毛利率维持在28%左右，2015年为28.10%。得益于收入规模的快速上升及较好的成本费用控制能力，2015年公司扣除所得税费用后的年度利润为173.40亿元，较上年基本持平；同期净资产收益率为12.20%，其整体盈利能力仍较强。

表 17：2013~2015 年公司主要财务指标

指标	2013	2014	2015
总资产（亿元）	3,481.48	4,744.62	7,570.35
短期借款（亿元）	357.96	796.63	1,587.44
总债务（亿元）	1,104.83	1,623.75	2,991.93
所有者权益（亿元）	793.43	1,123.78	1,421.42
营业收入（亿元）	936.72	1,113.98	1,331.30
EBITDA（亿元）	264.57	323.43	328.99
经营活动产生现金净流量（亿元）	-388.71	-454.85	-237.49
毛利率（%）	29.52	28.53	28.10
所有者权益收益率（%）	17.28	16.03	12.20
资产负债率（%）	77.21	76.31	81.22
总资本化比率（%）	58.20	59.10	67.79
长期资本化比率（%）	48.49	42.40	49.70
经营活动净现金/总债务（X）	-0.35	-0.28	-0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.79	-3.33	-1.17
总债务/EBITDA（X）	4.18	5.02	9.09
EBITDA 利息倍数（X）	3.26	2.37	1.62

注：公司数据按香港会计准则披露

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

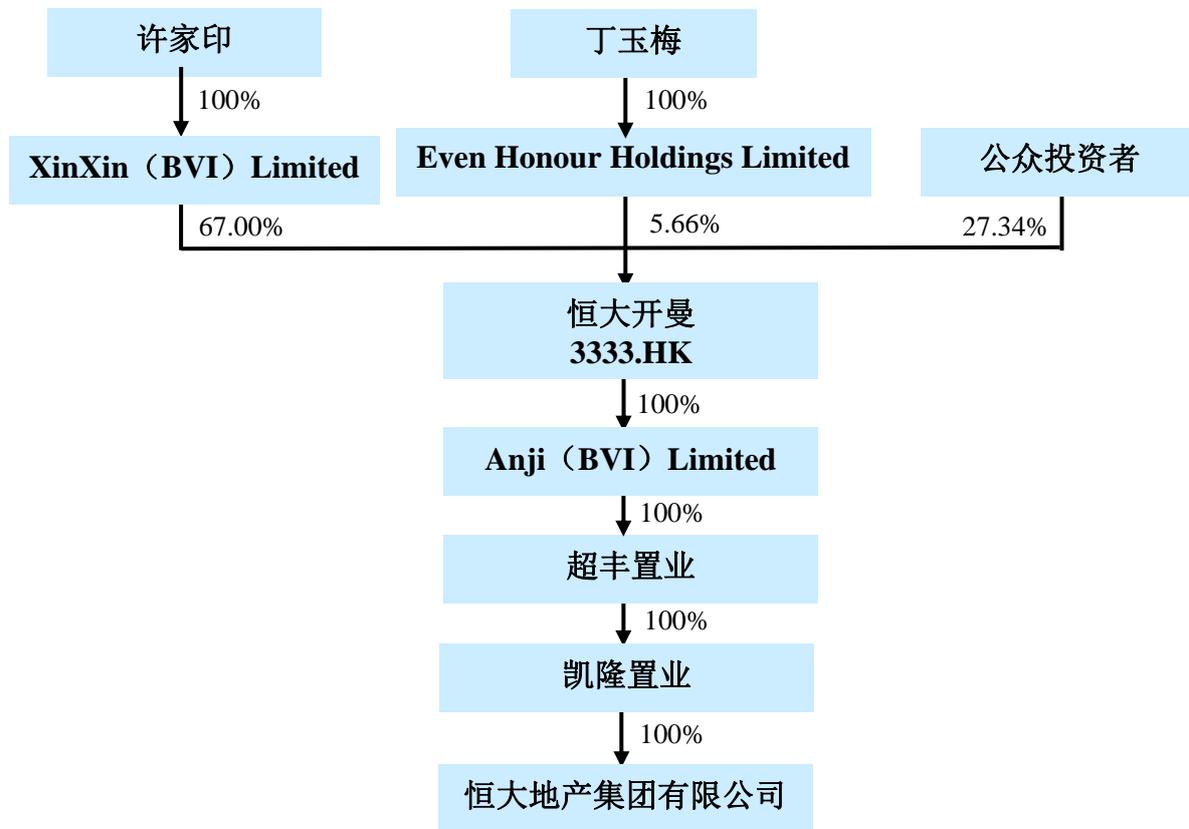
偿债能力方面，近年公司债务规模持续增长，截至2015年末公司总债务2,991.93亿元；其中短期债务1,587.44亿元，短期偿债压力上升，同比增长99.27%，短期偿债压力加大。从主要偿债能力指标来看，受债务规模大幅上升影响，部分偿债指标稍有弱化，2015年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为9.09倍和1.62倍。

总的来看，恒大开曼显著的规模优势、突出的品牌竞争力、成熟且标准化的经营模式以及多元化的外部资金补充途径使其具备了雄厚的综合实力，其提供的就债券兑付的全额收购承诺能够为债券本息的到期偿付提供保障。

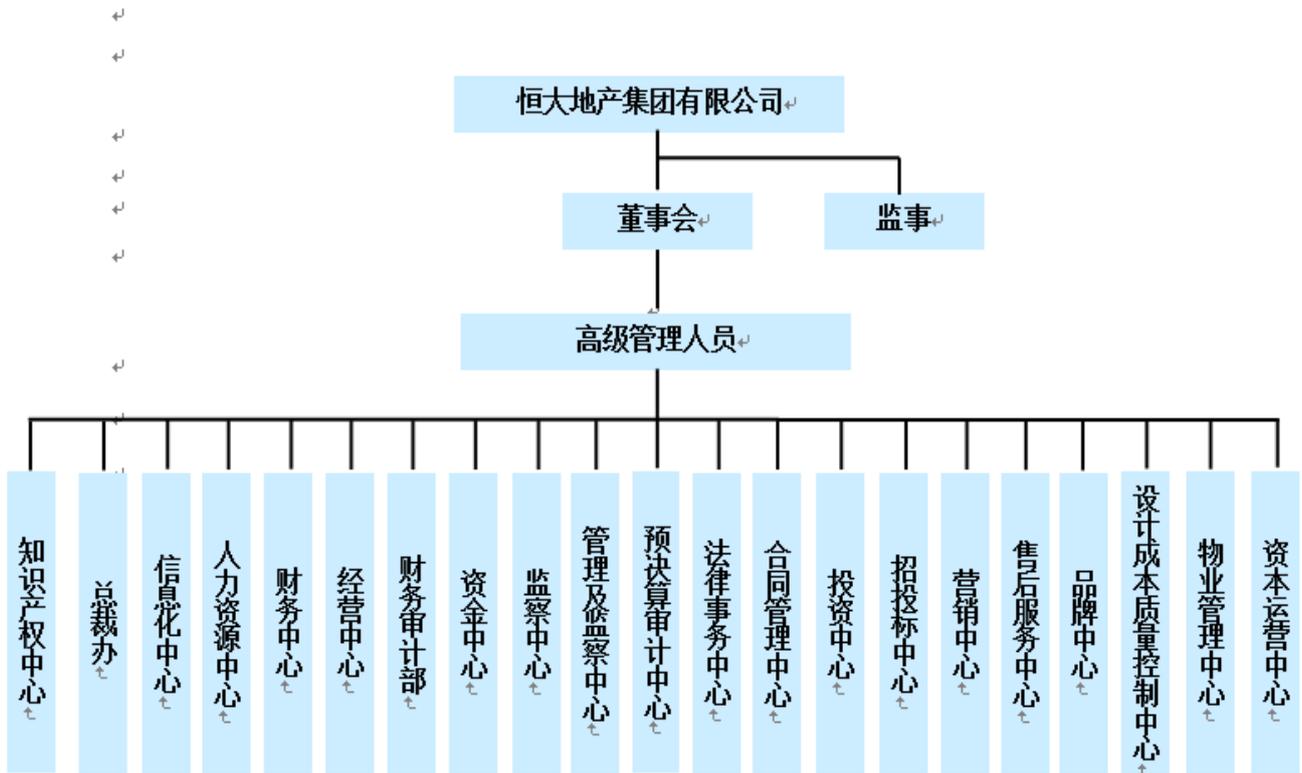
## 结 论

综上所述，中诚信证评维持恒大地产集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”以及“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AAA**。

附一：恒大地产集团有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：恒大地产集团有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：恒大地产集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	4,095,488.80	5,420,700.00	12,441,200.00
应收账款净额	400,720.90	625,500.00	461,400.00
存货净额	14,967,227.90	20,421,400.00	31,876,400.00
流动资产	25,593,070.40	36,818,000.00	53,644,600.00
长期投资	502,043.20	218,000.00	955,800.00
固定资产合计	3,723,137.30	6,269,300.00	9,177,800.00
总资产	30,314,728.50	44,162,200.00	65,036,100.00
短期债务	4,222,815.90	8,783,800.00	14,743,300.00
长期债务	6,629,190.10	10,738,400.00	15,307,900.00
总债务（短期债务+长期债务）	10,852,006.00	19,522,200.00	30,051,200.00
总负债	25,843,479.30	38,926,600.00	57,583,800.00
所有者权益（含少数股东权益）	4,471,249.20	5,235,600.00	7,452,300.00
营业总收入	8,438,657.60	9,837,700.00	11,751,500.00
三费前利润	1,923,761.00	2,205,100.00	2,682,500.00
投资收益	0.00	70,800.00	617,500.00
净利润	1,277,106.70	1,701,600.00	1,852,400.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,842,038.00	2,536,300.00	2,744,200.00
经营活动产生现金净流量	-2,124,903.20	-3,059,300.00	-92,300.00
投资活动产生现金净流量	-1,605,274.60	-1,320,900.00	-1,076,600.00
筹资活动产生现金净流量	5,330,457.60	3,808,500.00	5,494,000.00
现金及现金等价物净增加额	1,600,279.80	-571,700.00	4,325,200.00
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	33.96	33.01	33.30
所有者权收益率（%）	28.56	32.50	24.86
EBITDA/营业总收入（%）	21.83	25.78	23.35
速动比率（X）	0.57	0.60	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	-0.20	-0.16	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.50	-0.35	-0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.50	-2.59	-0.05
EBITDA 利息倍数（X）	3.04	2.15	1.46
总债务/EBITDA（X）	5.89	7.70	10.95
资产负债率（%）	85.25	88.14	88.54
净负债率（%）	151.11	269.34	236.30
总资本化比率（%）	70.82	78.85	80.13
长期资本化比率（%）	59.72	67.22	67.26

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2014 年和 2015 年末长期应付款中部分为付息现金垫款，将其调整至当年长期借款进行相关指标计算。

**附四：Evergrande Real Estate Group Limited (3333.HK) 主要财务数据及指标**

财务数据 (单位: 万元)	2013	2014	2015
现金及现金等价物 (含受限制现金)	5,365,343.90	5,949,820.00	16,402,200.00
应收贸易账款及其他应收款	1,213,825.80	2,125,000.00	3,243,800.00
存货合计	18,483,251.50	24,705,300.00	38,503,900.00
流动资产	28,937,842.70	38,365,009.10	61,234,400.00
投资物业	3,603,868.80	6,185,700.00	9,714,600.00
物业, 厂房及设备	1,137,771.90	1,550,400.00	1,672,000.00
以权益法入账之投资	0.00	106,209.20	858,000.00
总资产	34,814,819.20	47,446,209.30	75,703,500.00
短期债务	3,579,606.50	7,966,330.00	15,874,400.00
长期债务	7,468,707.30	8,271,138.40	14,044,900.00
总债务 (短期债务+长期债务)	11,048,313.80	16,237,468.40	29,919,300.00
总负债	26,880,555.80	36,208,408.90	61,489,300.00
所有者权益 (含少数股东权益)	7,934,263.40	11,237,800.40	14,214,200.00
营业总收入	9,367,178.00	11,139,811.20	13,313,000.00
三费前利润	2,764,875.80	3,178,360.90	3,741,300.00
年度利润	1,370,903.20	1,801,607.80	1,734,000.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,645,725.60	3,234,298.40	3,289,908.30
经营活动所用现金流净额	-3,887,124.00	-4,548,453.60	-2,374,900.00
投资活动所用现金流净额	-1,313,449.60	-1,239,077.40	-1,255,300.00
融资活动所得现金流净额	7,441,222.20	4,759,817.10	10,944,600.00
现金及现金等值物增加净额	2,240,648.60	-1,027,713.90	7,314,400.00
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率 (%)	29.52	28.53	28.10
所有者权益收益率 (%)	17.28	16.03	12.20
EBITDA/营业总收入 (X)	28.24	29.03	24.71
速动比率 (X)	0.56	0.51	0.50
经营活动所用现金流净额/总债务 (X)	-0.35	-0.28	-0.08
经营活动所用现金流净额/短期债务 (X)	-1.09	-0.57	-0.15
经营活动所用现金流净额/利息支出 (X)	-4.79	-3.33	-1.17
EBITDA 利息倍数 (X)	3.26	2.37	1.62
总债务/EBITDA (X)	4.18	5.02	9.09
资产负债率 (%)	77.21	76.31	81.22
总债务/总资本 (%)	58.20	59.10	67.79
长期资本化比率 (%)	48.49	42.40	49.70
净负债率 (%)	71.63	91.54	95.10

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；  
 2、现金及现金等价物包含现金及现金等值物和使用受限现金 2 个科目；  
 3、存货合计包括包括存货、开发中物业和持作出售竣工物业 3 个科目；  
 4、应付贸易账款及其他应付款项中计息部分调整至总债务。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。