



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪119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，维持贵公司上述债券的信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。



## 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（2019）

|               |   |            |            |
|---------------|---|------------|------------|
| <b>债券名称</b>   | 恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）                              |            |            |
| <b>债券简称</b>   | 15 恒大 01  |            |            |
| <b>债券代码</b>   | 122383  |            |            |
| <b>发行规模</b>   | 人民币 50 亿元，余额 20.24 亿元                                   |            |            |
| <b>存续期限</b>   | 2015/06/19-2020/06/18；附第三年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。 |            |            |
| <b>上次评级时间</b> | 2018/06/22  |            |            |
| <b>上次评级结果</b> | 债项级别<br>主体级别  | AAA<br>AAA | 评级展望<br>稳定 |
| <b>跟踪评级结果</b> | 债项级别<br>主体级别  | AAA<br>AAA | 评级展望<br>稳定 |

|               |  |            |            |
|---------------|--|------------|------------|
| <b>债券名称</b>   | 恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）   |            |            |
| <b>债券简称</b>   | 15 恒大 02、15 恒大 03  |            |            |
| <b>债券代码</b>   | 122392、122393  |            |            |
| <b>发行规模</b>   | 人民币 150 亿元，其中品种一发行规模为 68 亿元，余额为 67.94 亿元；品种二发行规模为 82 亿元，余额为 82 亿元  |            |            |
| <b>存续期限</b>   | 品种一：2015/07/08-2019/07/07，附第二年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。<br>品种二：2015/07/08-2022/07/07，附第五年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。 |            |            |
| <b>上次评级时间</b> | 2018/06/22   |            |            |
| <b>上次评级结果</b> | 债项级别<br>主体级别   | AAA<br>AAA | 评级展望<br>稳定 |
| <b>跟踪评级结果</b> | 债项级别<br>主体级别   | AAA<br>AAA | 评级展望<br>稳定 |

### 基本观点

2018 年，恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”或“公司”）销售业绩平稳增长，且持续保持了突出的土地储备规模、分散及成本优势，行业领先地位继续巩固。同时，2018 年公司新增土地储备较为谨慎，当年债务水平有所下降，资本结构进一步改善，此外，在“规模+效益”战略的带动下，公司盈利能力继续提升。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产行业周期性波动，且公司短期债务增长较快等因素可能对其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，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）”信用等级 AAA；维持“恒大地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级 AAA。该级别同时考虑了 Evergrande Real Estate Group Limited (3333.HK，以下简称“中国恒大”) 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

- 销售金额稳步增长，持续保持突出的行业地位。2018 年恒大地产销售业绩持续增长，当年实现合同销售金额 5,219.23 亿元，同比增长 9.12%，持续多年位列全国房地产开发企业销售排名前三位，具有显著的行业地位。
- 土地储备规模、分散及成本优势继续巩固。截至 2018 年末，公司土地储备达 2.55 亿平方米，分布城市达 228 个，系进入城市数量最多的房地产企业之一，且其平均土地成本持续保持较低水平，丰富、分散且具成本优势的土地储备为公司的发展提供了强有力的支持。
- 盈利水平进一步提升。在“规模+效益”战略的带动下，2018 年公司毛利率持续维持较好水平，加上更为严格的期间费用控制，当年其盈利水平表现较好。2018 年公司实现净利润

概况数据

| 恒大地产           | 2016      | 2017      | 2018      |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| 所有者权益(亿元)      | 881.42    | 2,586.73  | 3,222.49  |
| 总资产(亿元)        | 12,401.38 | 15,700.62 | 16,355.61 |
| 总债务(亿元)        | 5,977.09  | 7,017.72  | 6,695.62  |
| 营业总收入(亿元)      | 2,050.97  | 3,022.33  | 4,365.52  |
| 营业毛利率(%)       | 31.37     | 36.71     | 36.60     |
| EBITDA(亿元)     | 322.11    | 687.87    | 1,084.24  |
| 所有者权益收益率(%)    | 20.08     | 16.24     | 22.42     |
| 资产负债率(%)       | 92.89     | 83.52     | 80.30     |
| 总债务/EBITDA(X)  | 18.56     | 10.20     | 6.18      |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.87      | 1.48      | 2.26      |
| 净负债率(%)        | 365.91    | 168.18    | 153.45    |
| 中国恒大           | 2016      | 2017      | 2018      |
| 所有者权益(亿元)      | 1,925.32  | 2,422.08  | 3,086.26  |
| 总资产(亿元)        | 13,508.68 | 17,617.52 | 18,800.28 |
| 总债务(亿元)        | 5,802.98  | 8,018.14  | 8,292.49  |
| 营业总收入(亿元)      | 2,114.44  | 3,110.22  | 4,661.96  |
| 营业毛利率(%)       | 28.10     | 36.09     | 36.24     |
| EBITDA(亿元)     | 441.55    | 871.91    | 1,373.70  |
| 所有者权益收益率(%)    | 9.15      | 15.30     | 21.56     |
| 资产负债率(%)       | 85.75     | 86.25     | 83.58     |
| 总债务/EBITDA(X)  | 13.14     | 9.20      | 6.04      |
| EBITDA 利息倍数(X) | 1.39      | 1.65      | 2.37      |
| 净负债率(%)        | 143.34    | 212.25    | 202.52    |

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2016-2018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。

722.39 亿元，同比增长 72.01%。

- 债务规模下降，资本结构继续改善。受新增土地储备进度放缓的影响，2018 年公司经营活动净现金流大幅改善，且年末债务规模同比减少，资产负债率及净负债率等杠杆指标均有所优化。

关注

- 房地产行业周期性波动。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业呈现周期性波动，行业竞争日益加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 短期债务增长较快，面临再融资压力。近年来公司短期债务规模较大且持续增长，截至 2018 年末，公司短期债务达 4,321.09 亿元，占总债务的比例为 64.54%，货币资金及经营活动现金流对短期债务的保障不足，加之货币资金受限比例较高，公司将面临再融资压力。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

张丽华 lhzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月8日

## 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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 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，截至 2018 年末，该债券已回售 29.76 亿元，余额为 20.24 亿元。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，截至 2018 年末，该债券已回售 0.06 亿元，余额为 67.94 亿元；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，同时上述债券均已按照募集说明书上列明的用途使用。

## 重大事项

2016 年 10 月，中国恒大集团（3333.HK，以下简称“中国恒大”）发布公告称，其境内附属公司广州市凯隆置业有限公司（以下简称“凯隆置业”）及恒大地产与深圳经济特区房地产（集团）股份有限公司（以下简称“深深房”）签订合作协议，深深房将以发行人民币普通股及支付现金的方式购买凯隆置业持有的恒大地产 100% 股权从而使凯隆置业成为深深房的控股股东。2017 年 1 月 25 日，中国恒大公告称香港联交所也已对恒大地产建议分拆给予原则上批准。

恒大地产拟通过与深深房重组以实现回归 A 股，本次重组上市的标的资产主要为恒大地产的房地产开发业务，基于此目的，中国恒大已将其全资子公司持有的深圳市建设（集团）有限公司约 52% 股权、恒大地产集团（深圳）有限公司约 51% 股权，

按账面净值无偿划转给恒大地产；恒大地产亦将不属于本次重组上市的标的资产进行剥离，将其持有的恒大旅游集团有限公司股权及恒大地产集团（南昌）有限公司股权无偿转让给同一最终控股公司控制的恒大集团有限公司。2016 年 12 月 30 日，恒大地产签订第一轮 300 亿元的战略投资协议，2017 年 5 月 31 日公司签订第二轮 400 亿元的战略投资协议，2017 年 11 月 6 日公司签订第三轮 600 亿元的战略投资协议，目前三轮战略投资资金均已完成支付，凯隆置业对恒大地产的持股比例已由 100% 稀释至 63.46%。在前两轮的战略投资协议中，恒大地产均承诺 2017~2019 年分别实现不少于 243 亿元、500 亿元及 550 亿元的净利润（经扣除非经常性损益），并承诺于 2020 年 1 月 31 日前完成重组事项；在第三轮的战略投资协议中，恒大地产均承诺 2018~2020 年分别实现不少于 500 亿元、550 亿元及 600 亿元的净利润（经扣除非经常性损益），并承诺于 2021 年 1 月 31 日前完成重组事项。同时均承诺在签订重组协议前，在股息派付不会对恒大地产持续经营能力造成不利影响的前提下，恒大地产承诺每一年度将其 68% 的净利润分配给其股东；在实际履行中，如若实际净利润小于该承诺，公司则按相关比例派给投资者股息；如若未按时完成重组事项，而未能完成并非相关投资者造成，则相关投资者有权向凯隆置业提出以原有投资成本回购相关投资者所持有恒大地产股权或凯隆置业无偿向相关投资者转让恒大地产一定股份作为补偿。目前恒大地产已完成房地产业务的内部重组，并取得香港联交所对中国恒大控股的恒大地产在 A 股重组上市的正式分拆批复，但由于本次重组交易结构较为复杂，该重组事项仍在进行中。中诚信证评将持续关注恒大地产与深深房的重组事宜。

## 行业分析

**2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。**

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不

炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

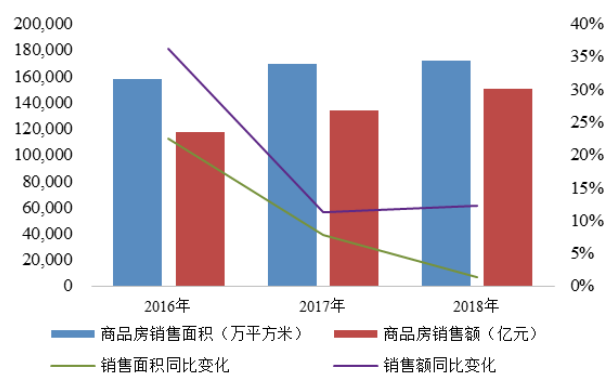
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

### 在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，

2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点<sup>1</sup>。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

**房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。**

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额

比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

## 业务运营

**跟踪期内公司销售业绩稳步增长，持续保持了显著的规模优势和突出的行业地位。不过，2018 年公司放缓了新开工项目的建设，期末在建面积有所下降。**

作为中国恒大在境内的房地产运营平台，截至 2018 年末恒大地产已进入全国 200 多个主要城市，继续保持国内规模最大、布局最广的住宅物业开发商的行业领先地位。从项目运作情况看，恒大地产注重工程计划与销售计划、竣工计划的匹配，合理安排工程建设计划。2018 年恒大地产新开工面积为 6,860 万平方米，竣工面积为 6,789 万平方米，同比分别减少 23.27% 和增长 58.70%，较大规模的竣工项目为当期结算业绩的提升奠定基础。截至 2018 年末，公司在建面积合计 12,133 万平方米，同比下降 7.76%，从城市分布来看，前五大分布城市分别为重庆、成都、佛山、贵阳、沈阳，占当期末在建面积的比重分别为 4.33%、4.27%、2.41%、2.07% 及 1.96%，合计占比 15.04%，公司在建项目城市分布较为广泛，同时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良好保障。但中诚信证评也关注到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: 2016~2018 年公司开工及竣工情况

单位: 万平方米、个

|       | 2016  | 2017   | 2018   |
|-------|-------|--------|--------|
| 在建面积  | 5,963 | 13,154 | 12,133 |
| 项目数量  | 551   | 755    | 796    |
| 新开工面积 | 4,583 | 8,940  | 6,860  |
| 竣工面积  | 2,867 | 4,278  | 6,789  |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 得益于公司充足的可售资源及扎实的销售策略和销售执行力, 2018 年公司销售呈现量价齐升的良好态势。当期恒大地产实现合同销售面积 4,970.25 万平方米, 合同销售金额 5,219.23 亿元, 同比分别增长 3.52% 和 9.12%。销售面积及销售金额持续位于行业领先地位, 并保持了突出的规模优势。销售均价方面, 得益于“规模+效益”战略的实施, 2018 年公司销售均价由 2016 年的 8,395.75 元/平方米持续提高至 10,500.95 元/平方米。从销售区域分布来看, 2018 年公司房地产业务签约销售额来自华东区域占比为 12%; 来自华南区域占比 31%; 来自华中区域占比为 36%; 来自华北区域占比 21%, 各区域签约销售占比与上年基本保持一致。从城市能级来看, 2018 年签约销售额来自一、二线城市<sup>2</sup>销售金额占比为 54.48%, 较上年下降 1.67 个百分点。

表 2: 2016~2018 年公司业务运营情况

单位: 万平方米、亿元、元/平方米

|      | 2016     | 2017     | 2018      |
|------|----------|----------|-----------|
| 销售面积 | 4,218.35 | 4,801.05 | 4,970.25  |
| 销售金额 | 3,541.62 | 4,783.54 | 5,219.23  |
| 销售均价 | 8,395.75 | 9,963.53 | 10,500.95 |
| 结算面积 | 2,409.15 | 3,231.05 | 4,716.53  |
| 结算金额 | 1,957.44 | 2,928.11 | 4,218.99  |
| 结算均价 | 8,125.03 | 9,062.41 | 8,945.12  |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

<sup>2</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳; 二线城市系按客群来源划分, 包括郑州、西安、南京、无锡、江阴、张家港、徐州、南通、苏州、宜兴、邳州、丰县、宁波、杭州、象山县、余姚、瑞安县、苍南、建德、济南、潍坊、青岛、烟台、蓬莱、成都、邛崃县、都江堰、佛山、东莞、重庆、天津、唐山、石家庄、武汉、南昌、海口、三亚、贵阳、长沙、浏阳县、石狮县、泉州、厦门、福清、福州、安溪、南安、石狮、南宁、合肥、巢湖、肥东县、庐江县、乌鲁木齐、太原、昆明、兰州、西宁、银川、沈阳、大连、呼和浩特、哈尔滨、长春。

近年来, 恒大地产结算面积和结算金额均持续增长, 2018 年恒大地产实现结算面积 4,716.53 万平方米, 结算金额 4,218.99 亿元, 同比分别增长 45.98% 和 44.09%。从结算区域分布来看, 2018 年公司华中区域结算收入占比最高, 达到 39%, 其次为华南和华北, 分别为 33.5% 和 17.7%。

表 3: 2016~2018 年公司销售区域分布情况

| 区域 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----|------|------|------|
| 华中 | 37%  | 37%  | 36%  |
| 华南 | 29%  | 34%  | 31%  |
| 华北 | 25%  | 19%  | 21%  |
| 华东 | 10%  | 10%  | 12%  |

注: 华北包括北京、天津、河北、新疆、山西、甘肃、青海、宁夏、辽宁、内蒙古、黑龙江、吉林; 华中包括河南、陕西、四川、重庆、湖北、山东、安徽; 华东包括江苏、浙江、上海; 华南包括广东、海南、贵州、湖南、广西、云南、江西、福建。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

**2018 年, 公司新增土地面积及金额均明显下降, 但期末其土地储备仍保持了突出的规模、分散及成本优势, 为其未来发展提供了强有力的支持。**

2018 年以来公司发展模式持续坚持“规模+效益型”, 注重增长效益和质量。2018 年公司拓展了 101 个项目, 新增土地储备建筑面积 4,261 万平方米, 同比减少 55.95%, 新增土地总价为 761 亿元, 同比下降 1,355.74 亿元。就 2018 年公司新增土地区域布局来看, 一线二线城市新增土地储备建筑面积占比为 30.77%, 较上年下降 11.04 个百分点。截至 2018 年末, 公司土地储备建筑面积合计达 25,549 万平方米, 华东、华南、华北、华中地区土地建筑面积分别占比为 10.99%、30.58%、22.67% 及 35.76%; 从城市布局来看, 截至 2018 年末公司已进入全国 228 个主要城市, 土地储备规模较大的城市包括烟台、成都、重庆、长沙、贵阳、清远等, 分别占当期末总土地储备的 5.27%、4.32%、3.94%、2.26%、2.26% 及 2.11%, 合计占比 20.16%, 其余城市占比均小于 2%, 分散的区域布局增强了公司抵御区域风险的能力, 其中, 一二线城市土地建筑面积占比达 50.69%, 占比较上年下降 3.95 个百分点。土地成本方面, 截至 2018 年末公司土地储备的平均成本为 2,835.73 元/平方米, 具有明显的土地



成本优势。

表 4: 2016~2018 年公司土地储备和新增项目情况

单位: 个、万平方米、亿元

|         | 2016     | 2017     | 2018   |
|---------|----------|----------|--------|
| 新增项目    | 211      | 242      | 101    |
| 新增土地储备  | 8,737    | 9,674    | 4,261  |
| 新增土地价款  | 1,943.47 | 2,116.74 | 761    |
| 土地储备总面积 | 19,240   | 26,879   | 25,549 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

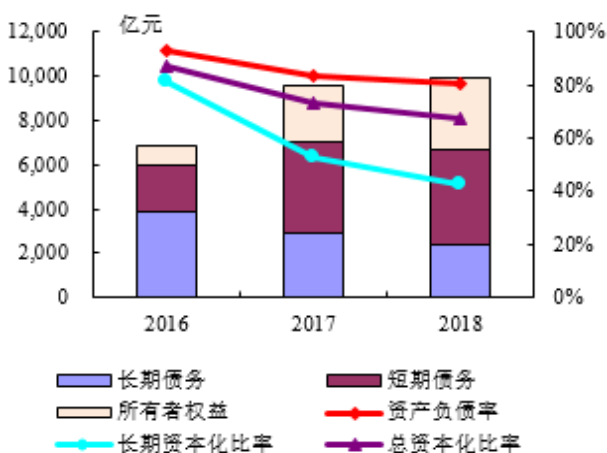
## 财务分析

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 2016~2018 年度审计报告。

### 资本结构

截至 2018 年末, 公司资产总额为 16,355.61 亿元, 同比增长 4.17%, 主要源于公司经营规模增长带来的存货余额的增加; 同期末, 公司负债总额为 13,133.12 亿元, 与上年基本持平。自有资本方面, 2018 年末公司所有者权益达到 3,222.49 亿元, 同比大幅增长 24.58%, 主要系留存收益增长所致。受于此, 公司财务杠杆比率持续下降, 截至 2018 年末, 公司资产负债率和净负债率分别为 80.30% 和 153.45%, 较上年末分别降低 3.22 个百分点和 14.73 个百分点。

图 2: 2016~2018 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

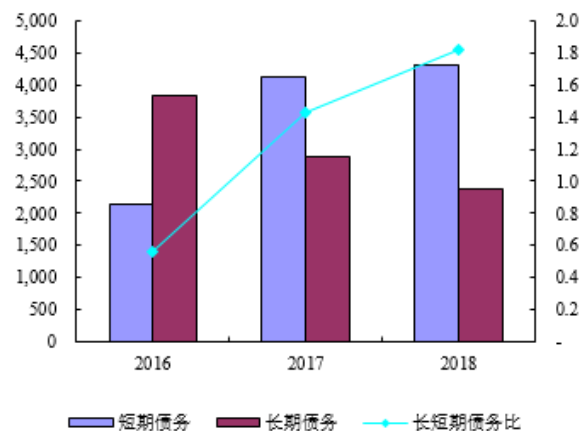
从资产构成来看, 公司资产主要由存货、货币资金、预付账款和投资性房地产构成。具体来看, 截至 2018 年末, 公司存货为 10,081.34 亿元, 同比增长 12.46%, 其中开发成本 8,956.37 亿元, 已完

工开发产品 1,136.34 亿元; 同期末, 公司货币资金为 1,750.78 亿元, 同比下降 34.37%; 2018 年公司土地储备规模持续扩张, 预付土地款维持较高水平, 截至 2018 年末公司预付账款为 1,207.85 亿元, 较上年末微降 7.05%。截至 2018 年末, 公司投资性房地产为 1,556.38 亿元, 同比增长 6.90%, 主要系公司新增自持商铺、写字楼等。

从负债构成来看, 公司负债主要由应付账款、预收账款及有息债务构成, 具体来看, 2018 年末公司应付账款为 2,351.43 亿元, 同比增长 36.10%, 主要系应付工程款; 同期末预收账款为 1,683.52 亿元, 同比减少 31.02%, 主要系公司预收房款; 随着公司业务规模的增长, 对外部融资较为依赖, 其债务规模维持较高水平, 但受土地储备支出及新开工面积下降影响, 2018 年末公司债务水平略有减少, 截至 2018 年末公司有息债务为 6,695.62 亿元, 同比微降 4.59%。从债务的期限结构来看, 2018 年末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)为 1.82 倍, 短期债务占比进一步上升。

所有者权益构成方面, 截至 2018 年末公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润及少数股东权益构成, 年末余额分别为 1,149.30 亿元、1,277.23 亿元及 739.94 亿元, 分别较年初减少 2.40%、增长 38.78% 及 63.46%, 其中少数股东权益增长主要来源于股东投入资本。

图 3: 2016~2018 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

总体来看, 近年来得益于所有者权益的较快提升以及债务水平的稳定下降, 公司资本结构得到改善, 2018 年其杠杆水平进一步下降。但同时, 公司短期债务增长较快且占比较高, 其面临较大的再融

资压力。

## 流动性

公司流动资产规模持续保持增长，截至 2018 年末，公司流动资产为 14,224.11 亿元，占同期末资产总额的比重为 86.97%，较上年末减少 1.23 个百分点。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，截至 2018 年末公司存货和货币资金合计占流动资产的比重为 83.18%。

**表 5：2016~2018 年末公司流动资产分析**

|                | 2016   | 2017   | 2018   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 流动资产/总资产       | 83.57% | 88.20% | 86.97% |
| 存货/流动资产        | 62.44% | 64.73% | 70.88% |
| 货币资金/流动资产      | 26.55% | 19.26% | 12.31% |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 88.99% | 84.00% | 83.18% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年末公司存货规模持续保持增长，期末存货账面价值为 10,081.34 亿元，同比增长 12.46%，受当期新增土地规模较小影响，较上年增速减少 26.07 个百分点。从存货构成来看，截至 2018 年末，公司在建项目的开发成本为 8,956.37 亿元，较上年同期增加 11.30%，占期末存货账面价值的 88.84%，较大规模的在建和拟建项目为公司持续经营提供保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求；同期末，公司已完工的开发产品 1,136.34 亿元，同比增长 22.54%，占期末存货账面价值的 11.27%，得益于公司高周转的经营策略，公司现房销售压力相对较小。

**表 6：2016~2018 年末公司存货结构分析**

|         | 2016     | 2017     | 2018      |
|---------|----------|----------|-----------|
| 存货      | 6,470.97 | 8,964.05 | 10,081.34 |
| 存货同比增长率 | 70.80%   | 38.53%   | 12.46%    |
| 开发产品    | 805.97   | 927.31   | 1,136.34  |
| 开发产品/存货 | 12.46%   | 10.34%   | 11.27%    |
| 开发成本    | 5,671.71 | 8,046.76 | 8,956.37  |
| 开发成本/存货 | 87.65%   | 89.66%   | 88.84%    |

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，多年来公司坚持对住宅项目实行标准化管理，保持较高的项目开发周转速度，2018 年公司存货周转效率和总资产周转率分别为 0.29 次和 0.27 次，分别较上年上升 0.04 个百分点和上升 0.05 个百分点。

**表 7：2016~2018 年公司周转率相关指标**

|             | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.27 | 0.25 | 0.29 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.21 | 0.22 | 0.27 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

货币资金方面，截至 2018 年末，公司货币资金余额较上年末下降 34.37% 至 1,750.78 亿元，其中受到限制的货币资金为 719.82 亿元，占当期末的货币资金总额比重为 41.11%，公司货币资金受限规模较大。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.41 倍，较上年下降 0.24 倍，公司货币资金对短期债务的覆盖能力较弱。

从现金获取能力来看，2018 年以来公司拿地规模大幅下降，加之当期新开工面积的下降，使得当期经营性现金流净额由上年的净流出 783.98 亿元转为净流入 1,346.55 亿元，同期经营活动净现金流/短期债务为 0.31 倍，无法对其短期债务形成保障。

**表 8：2016~2018 年公司部分流动性指标**

单位：亿元

|                 | 2016     | 2017     | 2018     |
|-----------------|----------|----------|----------|
| 货币资金            | 2,751.91 | 2,667.48 | 1,750.78 |
| 经营活动现金流净额       | -158.34  | -783.98  | 1,346.55 |
| 经营净现金流/短期债务 (X) | -0.07    | -0.19    | 0.31     |
| 货币资金/短期债务 (X)   | 1.29     | 0.65     | 0.41     |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

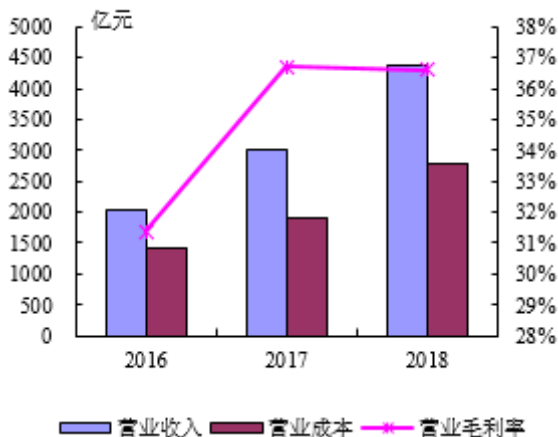
受限资产方面，2018 年末公司受限制资产共计 3,647.28 亿元，主要为受限制的存货及货币资金，分别为 2,832.92 亿元和 719.82 亿元，公司受限资产占总资产的比重为 22.30%，仍处于合理区间。

总体来看，2018 年以来公司存货周转率持续上升，经营活动净现金流大幅提升。但中诚信证评亦关注到公司短期债务规模较大，货币资金中受限部分占比较大，对短期债务保障能力较弱。

## 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 4,365.52 亿元，同比增长 44.44%，主要来源于房地产业务。此外，2018 年末公司预收款项金额为 1,683.52 亿元，较年初下降 31.02%。从毛利水平看，2018 年公司持续重视项目的效益情况，当期公司营业毛利率为 36.60%，与上年相比变动不大。

图 4：2016~2018 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

从期间费用来看，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，受此影响近年来公司期间费用持续增长，2018 年公司发生三费合计为 293.12 亿元，同比增长 16.45%；得益于公司营业收入规模上升较快，同期三费收入占比较上年下降 1.62 个百分点至 6.71%。

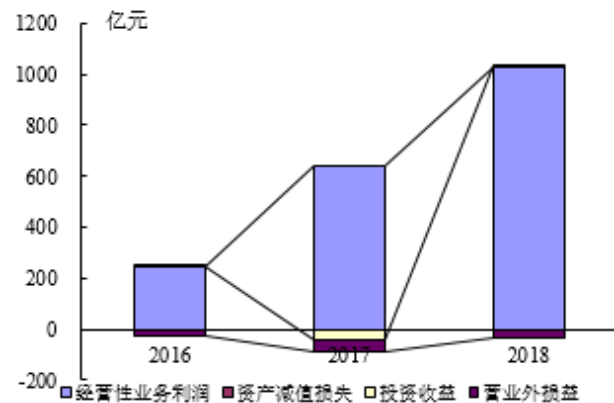
表 9：2016~2018 年公司三费分析

|        | 单位：亿元    |          |          |
|--------|----------|----------|----------|
|        | 2016     | 2017     | 2018     |
| 销售费用   | 139.07   | 154.11   | 163.13   |
| 管理费用   | 59.16    | 77.43    | 95.01    |
| 财务费用   | 38.10    | 20.17    | 34.98    |
| 三费合计   | 236.33   | 251.71   | 293.12   |
| 营业总收入  | 2,050.97 | 3,022.33 | 4,365.52 |
| 三费收入占比 | 11.52%   | 8.33%    | 6.71%    |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司实现利润总额 1,017.62 亿元，同比增长 62.55%，主要由经营性业务利润、公允价值变动收益及投资收益构成。具体来看，得益于交付物业增加、毛利率及期间费用控制能力的上升，2018 年公司实现经营性业务利润 1,024.06 亿元，同比增长 60.57%；同期，公允价值变动损益为 15.60 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值的增加；同期公司实现投资收益 13.27 亿元，主要来源于处置子公司新世界中国地产（海口）有限公司 55% 股权。此外，2018 年公司营业外亏损 31.41 亿元，主要系当期公司捐赠支出。得益于公司核心业务的盈利能力提升，2018 年度公司净利润同比大幅增长 72.01% 至 722.39 亿元。

图 5：2016~2018 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，2018 年公司收入保持快速增长，且期间费用控制能力上升，经营性盈利能力增强，盈利水平进一步提升。

## 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，公司债务规模维持较高水平，截至 2018 年末公司总债务为 6,695.62 亿元，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.82 倍，公司债务结构中短期债务占比较高，公司面临再融资压力。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 1,084.24 亿元，同比增长 57.62%，主要由利润总额构成，获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看，2018 年总债务/EBITDA 为 6.18 倍，较上年下降 4.02 倍，EITDA 利息保障倍数为 2.26 倍，较上年增加 0.78 倍，公司 EBITDA 可对利息形成覆盖。同期，公司经营活动现金流/总债务为 0.20，公司经营所得对债务本息的保障程度有待提升。

表 10：2016~2018 年公司偿债能力分析

| 指标              | 2016     | 2017     | 2018     |
|-----------------|----------|----------|----------|
| 短期债务 (亿元)       | 2,131.35 | 4,130.87 | 4,321.09 |
| 总债务 (亿元)        | 5,977.09 | 7,017.72 | 6,695.62 |
| 资产负债率 (%)       | 92.89    | 83.52    | 80.30    |
| 总资本化比率 (%)      | 87.15    | 73.07    | 67.51    |
| EBITDA (亿元)     | 322.11   | 687.87   | 1,084.24 |
| 经营活动净现金流 (亿元)   | -158.34  | -783.98  | 1,346.55 |
| 经营活动净现金利息倍数 (X) | -0.43    | -1.69    | 2.80     |
| 经营净现金流/总债务 (X)  | -0.03    | -0.11    | 0.20     |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 0.87     | 1.48     | 2.26     |
| 总债务/EBITDA (X)  | 18.56    | 10.20    | 6.18     |

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 2018 年 12 月 31 日，公司合并口径授信总额为 4,570 亿元，未使用的授信额度为 1,837.89 亿元，备用流动性较为充裕。与此同时，公司通过信托、资管计划及发行公司债券，并借助海外母公司中国恒大内外联动的多种方式进行融资，融资渠道丰富。

或有负债方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额约为 4,302.12 亿元，其中为商品房承购人按揭贷款担保金额 4,023.76 亿元，为第三方（工程建设施工单位、材料设备供应商等公司战略合作伙伴）融资担保 154.89 亿元，为合营企业融资担保 123.47 亿元，为第三方及合营企业对外担保合计 278.36 亿元，总体来看，公司对外担保或有风险可控。

总体而言，近年来公司业务规模保持较快增长，对外部融资依赖程度较高，且短期债务占比较高。但公司持续增长的收入及充裕且成本较低的土地储备能够对未来经营业绩具有很强的支撑，且较充足的备用流动及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，整体对债务本息偿还形成了强有力的保障。

## 增信措施

中国恒大（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中国恒大收购本期债券：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

中国恒大原名为 Evergrande Real Estate Group Limited，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。2016 年 7 月 26 日，公司由

Evergrande Real Estate Group Limited 更名为 ChinaEvergrande Group，同时公司的中文名称则已由恒大地产集团有限公司变更为中国恒大集团。截至 2018 年 12 月 31 日，许家印通过 XINXIN (BVI) Limited 持有中国恒大 71.16% 股权，其妻子丁玉梅通过 Even Honour Holdings Limited 持有中国恒大 6.01% 的股权，余下 22.83% 股权为公众持有，故中国恒大实际控制人为许家印先生。

中国恒大目前业务主要布局于房地产开发、旅游、健康及新能源汽车、新能源科技等板块，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 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 18,800.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）3,086.26 亿元，资产负债率 83.58%；2018 年公司实现营业收入 4,661.96 亿元，净利润 665.47 亿元，经营活动净现金流 547.49 亿元。

## 业务运营

2018 年公司坚持“规模+效益型”发展模式，夯实房地产基础，加快拓展旅游集团、健康集团业务规模，加快推进新能源汽车、新能源科技等重大项目产业化。目前公司收入主要来源于房地产销售、投资性物业租金收入及物业管理服务，其中房地产销售是公司收入和利润的主要来源，近年其房地产销售占比维持在 95% 以上，2018 年房地产开发销售业务实现收入 4,527.64 亿元，同比增长 49.73%。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，2018 年公司收入 4,661.96 亿元，同比增长 49.89%。

表 11: 2016~2018 年公司营业收入中各板块收入及占比

单位: 亿元

| 业务        | 2016            |                | 2017            |                | 2018            |                |
|-----------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|           | 收入              | 占比             | 收入              | 占比             | 收入              | 占比             |
| 房地产销售     | 2,038.90        | 96.43%         | 3,023.84        | 97.22%         | 4,527.64        | 97.12%         |
| 投资物业租金收入  | 6.47            | 0.31%          | 8.11            | 0.26%          | 11.78           | 0.25%          |
| 物业管理服务    | 19.48           | 0.92%          | 30.24           | 0.97%          | 40.67           | 0.87%          |
| 其他收入      | 49.59           | 2.34%          | 48.03           | 1.55%          | 81.87           | 1.76%          |
| <b>合计</b> | <b>2,114.44</b> | <b>100.00%</b> | <b>3,110.22</b> | <b>100.00%</b> | <b>4,661.96</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源: 恒大开曼年报, 中诚信证评整理

2018 年公司销售业绩持续保持增长, 行业领先地位稳固。此外, 充裕且成本较低的土地储备为公司的持续经营提供强有力的支持。

中国恒大房地产业务的运营主体系其境内子公司恒大地产, 近年来公司坚持以刚需和首改为主的产品结构, 同时在区域布局上向一、二线城市倾斜, 业务规模持续快速扩张。在项目运营方面, 公司合理统筹工程建设计划, 强调销售计划、竣工计划、交付计划严谨匹配, 2018 年新开工面积和竣工面积分别为 7,567 万平方米和 7,225 万平方米, 同比分别减少 21.43% 和增长 60.06%; 同期公司实现交楼金额 4,528 亿元, 同比增长 49.74%, 实现快速增长。截至 2018 年年末, 公司在建项目 714 个, 建筑面积达 13,500 万平方米, 同比增长 2.27%, 较大体量的在建工程以支撑公司未来的持续经营, 但中诚信证评亦关注到较大的开发体量或增加公司资金压力。

在销售方面, 得益于庞大的可售资源、产品附加值的提升及很强的销售能力, 2018 年公司合同销售面积及合同销售金额均实现持续增长。2018 年公司实现销售面积 5,244 万平方米, 同比增长 4.25%, 合约销售额 5,513 亿元, 同比增长 10.04%。从销售区域分布来看, 2018 年公司房地产业务销售收入主要来自于广东省、江苏省、四川省及河南省, 占比分别为 9.66%、6.92%、6.74% 和 5.94%, 合计占比 29.26%。公司城市布局较广泛, 一定程度上有助于风险的分散。

表 12: 2016~2018 年公司房地产开发销售及土地储备情况

| 项目                 | 2016   | 2017   | 2018   |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 新开工面积 (万平方米)       | 5,138  | 9,631  | 7,567  |
| 竣工面积 (万平方米)        | 2,963  | 4,514  | 7,225  |
| 年末在建工程面积 (万平方米)    | 8,037  | 13,200 | 13,500 |
| 交楼项目 (个)           | 389    | 498    | 666    |
| 交楼金额 (亿元)          | 2,039  | 3,024  | 4,528  |
| 合约销售额 (亿元)         | 3,734  | 5,010  | 5,513  |
| 销售面积 (万平方米)        | 4,469  | 5,030  | 5,244  |
| 合约销售均价 (元/平方米)     | 8,355  | 9,960  | 10,515 |
| 新购土地 (幅)           | 213    | 226    | 105    |
| 新购土地建筑面积 (万平方米)    | 10,238 | 12,600 | 4,993  |
| 新购土地平均成本 (元/平方米)   | 1,996  | 1,889  | 1,611  |
| 土地储备总建筑面积 (万平方米)   | 22,900 | 31,200 | 30,300 |
| 土地储备累计平均成本 (元/平方米) | 1,570  | 1,711  | 1,635  |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

土地储备方面, 2018 年, 公司坚持“规模+效益型”发展模式, 更加注重增长效益和质量, 当期新增土地趋于谨慎。2018 年公司新增土地数量 105 幅, 新购土地建筑面积 4,993 万平方米, 同比大幅下降 60.37%, 主要分布于杭州、成都、重庆、郑州、太原、石家庄、沈阳、兰州、南宁、乌鲁木齐、无锡、佛山、清远、惠州等一二线及三线城市。截至 2018 年末, 公司已进入全国 228 个主要城市公司, 土地储备面积为 3.03 亿平方米, 其中一二线土地建筑面积占比达 53.15%。土地储备成本方面, 2018 年公司土地储备平均成本为 1,635 元/平方米, 土地成本维持在较低水平。此外, 公司亦通过城市旧改来获取部分土地, 截至 2018 年末, 公司未纳入土地储备的旧改等项目, 总规划建筑面积约 7,777 万平方米, 其中深圳的 45 个项目, 规划建筑面积达 2,903 万平方米。

在非房地产业务方面，近年来公司持续开拓旅游、健康、新能源汽车等板块业务，其多元化战略已形成。具体来看，在旅游板块，公司主要通过恒大旅游集团有限公司（以下简称“恒大旅游集团”）开展业务，恒大旅游集团着重打造“恒大童世界”和“恒大水世界”两大产品系列，其中恒大童世界是专为 2-15 岁的少年儿童打造，每个恒大童世界乐园辐射半径 500 公里，辐射周边人口 8,000 万，目前 15 个童世界项目已布局完成。恒大水世界为温泉水乐园，未来 2-3 年力争在全国布局 20-30 个。截至目前中国海南海花岛各业态外立面均已完工，正在进行室内装修及设备安装工作，计划于 2020 年开业。在健康板块，公司业务主要通过在香港联交所上市的恒大健康产业集团有限公司（0708.HK，以下简称“恒大健康集团”）开展，目前恒大健康集团以全龄化健康服务养身空间——养生谷为依托，通过整合医疗、健康管理、养生、养老、保险、旅游等资源，搭建会员制平台，提供全龄化养生养老、健康保险等多重健康管理与服务，目前已布局三亚、海花岛、西安、郑州、扬中、长株潭、云台山等 12 个宜居胜地。此外，博鳌恒大国际医院为恒大首个国际医院，是美国哈佛大学附属教学医院布莱根医院在美国外的唯一附属医院，现已正式开业。在新能源汽车方面，该业务主要由恒大健康集团规划运营，2018 年 11 月公司入股广汇集团，拥有世界最大汽车销售渠道；2019 年 1 月公司入主瑞典国家电动汽车有限公司（NEVS），获得萨博汽车的核心技术；与世界顶级豪车制造商 Koenigsegg 组建合资公司（NEVS 控股 65%），获得豪华整车研发制造能力；同月入主卡耐公司，获得日本顶尖技术，拥有行业前三的动力电池产能；同年 3 月公司入主荷兰 e-Traction，拥有世界最先进的轮毂电机技术，已达到量产并在国际广泛应用。此外，恒大新能源汽车天津基地计划今年 6 月份全面投产。中诚信证评将对公司非房地产板块的业绩释放情况及资本支出压力保持关注。

## 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

2016 年、2017 年和 2018 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。

随着业务规模及业务领域的扩大，公司资产及负债总额保持较快增长，截至 2018 年末公司资产和负债分别为 18,800.28 亿元和 15,714.02 亿元，分别同比增长 6.71% 和 3.41%。得益于公司利润留存收益积累及战略投资者资金注入，2018 年末公司权益总额 3,086.26 亿元，同比增长 27.42%；同期公司资产负债率和净负债率分别为 83.58% 和 202.52%。

盈利能力方面，得益于房地产开发业务的快速扩张，中国恒大近年来收入规模亦增长迅速，2018 年公司实现营业收入 4,661.96 亿元，同比增长 49.89%。得益于低成本的土地储备及不断优化的区域布局，2018 年公司毛利率增至 36.24%。另外得益于公司营业收入上升较快，当期三费收入占比为 10.50%，较上年下降 2.00 个百分点；综合 2018 年公司净利润为 665.47 亿元，较上年增长 79.62%，同期净资产收益率为 21.56%，较上年增长 6.26 个百分点。考虑到中国恒大拥有的土地储备充裕且成本较低，中诚信证评认为公司未来的盈利空间有望继续保持。

表 13：2016~2018 年公司主要财务指标

| 指标              | 2016      | 2017      | 2018      |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 总资产（亿元）         | 13,508.68 | 17,617.52 | 18,800.28 |
| 短期债务（亿元）        | 2,481.34  | 4,255.70  | 4,743.92  |
| 总债务（亿元）         | 5,802.98  | 8,018.14  | 8,292.49  |
| 所有者权益（亿元）       | 1,925.23  | 2,422.08  | 3,086.26  |
| 营业收入（亿元）        | 2,114.44  | 3,110.22  | 4,661.96  |
| EBITDA（亿元）      | 441.55    | 871.91    | 1,373.70  |
| 经营活动产生现金净流量（亿元） | -586.10   | -1,509.73 | 547.49    |
| 毛利率（%）          | 28.10     | 36.09     | 36.24     |
| 所有者权益收益率（%）     | 9.15      | 15.30     | 21.56     |
| 资产负债率（%）        | 85.75     | 86.25     | 83.58     |
| 净负债率（%）         | 143.34    | 212.25    | 202.52    |
| 总资本化比率（%）       | 75.09     | 76.80     | 72.88     |
| 长期资本化比率（%）      | 63.31     | 60.84     | 53.48     |
| 经营活动净现金/总债务（X）  | -0.10     | -0.19     | 0.07      |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | -1.85     | -2.86     | 0.95      |
| 总债务/EBITDA（X）   | 13.14     | 9.20      | 6.04      |
| EBITDA 利息倍数（X）  | 1.39      | 1.65      | 2.37      |

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

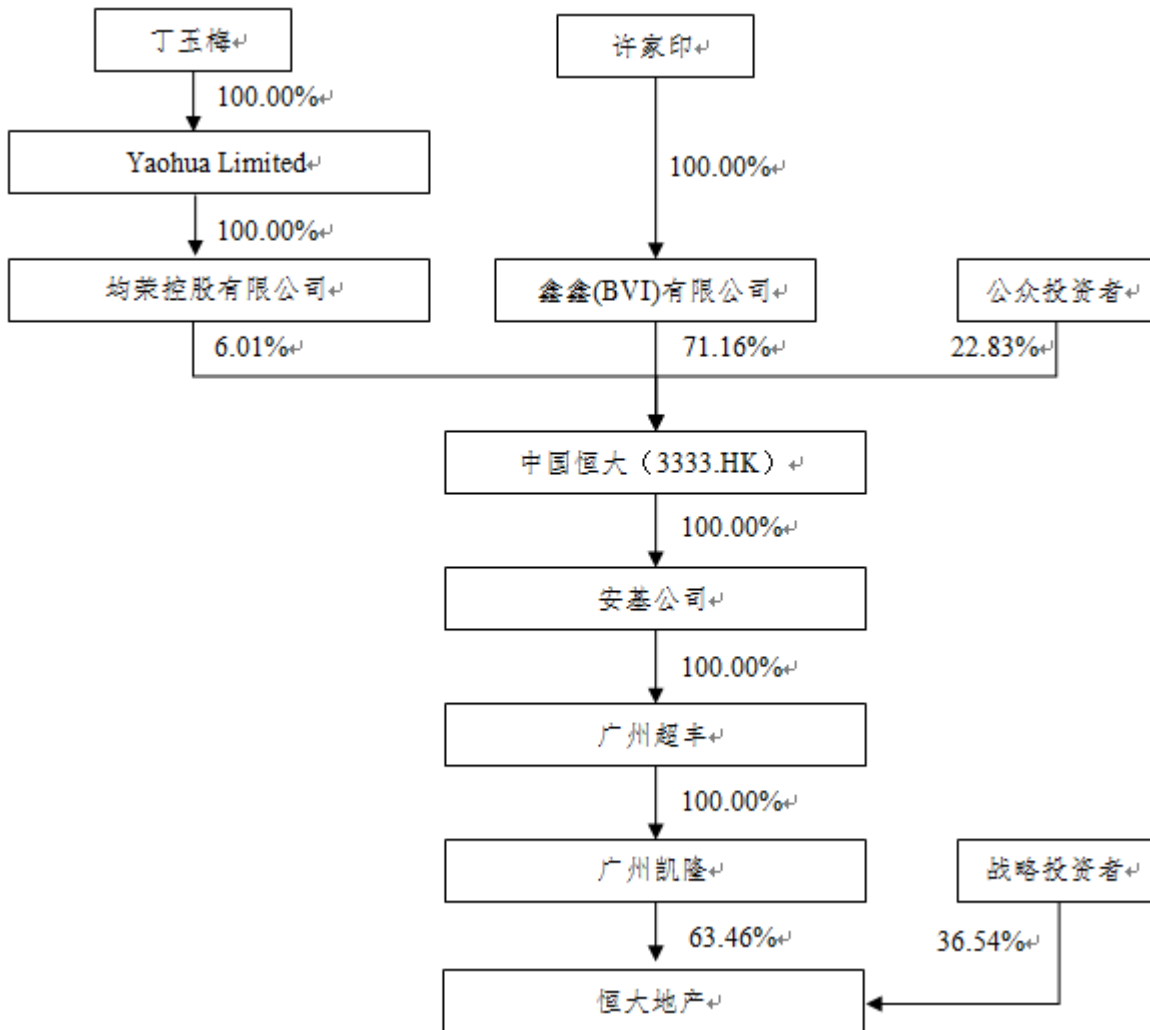
偿债能力方面，截至 2018 年末公司总债务规模为 8,292.49 亿元，同比增长 3.42%；其中短期债务 4,743.92 亿元，长短期债务比为 1.34 倍。从主要偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.04 倍和 2.37 倍，偿债能力有所上升。

总体而言，近年来公司业务规模快速发展，对外部融资依赖程度较高，债务规模持续处于较高水平，且短期债务占比较高。但是考虑到充裕且成本较低的土地储备能够对未来经营业绩具有很强的支撑，同时较充裕的备用流动及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，整体可对其债务本息的偿还提供有力保障。

## 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）”信用级别为 **AAA**，维持“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 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



附二：恒大地产集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**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）            | 2016        | 2017        | 2018        |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金                   | 27,519,100  | 26,674,800  | 17,507,800  |
| 应收账款净额                 | 844,700     | 1,278,300   | 2,021,800   |
| 存货净额                   | 64,709,700  | 89,640,500  | 100,813,400 |
| 流动资产                   | 103,643,100 | 138,478,100 | 142,241,100 |
| 长期投资                   | 3,556,700   | 436,400     | 1,743,300   |
| 固定资产合计                 | 14,788,200  | 16,732,500  | 17,957,000  |
| 总资产                    | 124,013,800 | 157,006,200 | 163,556,100 |
| 短期债务                   | 21,313,500  | 41,308,700  | 43,210,900  |
| 长期债务                   | 38,457,400  | 28,868,500  | 23,745,300  |
| 总债务（短期债务+长期债务）         | 59,770,900  | 70,177,200  | 66,956,200  |
| 总负债                    | 115,199,600 | 131,138,900 | 131,331,200 |
| 所有者权益（含少数股东权益）         | 8,814,200   | 25,867,300  | 32,224,900  |
| 营业总收入                  | 20,509,700  | 30,223,300  | 43,655,200  |
| 三费前利润                  | 4,852,200   | 8,894,900   | 13,171,800  |
| 投资收益                   | 600         | -362,900    | 132,700     |
| 净利润                    | 1,770,100   | 4,199,800   | 7,223,900   |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA       | 3,221,100   | 6,878,700   | 10,842,400  |
| 经营活动产生现金净流量            | -1,583,400  | -7,839,800  | 13,465,500  |
| 投资活动产生现金净流量            | -11,816,100 | -4,277,500  | -4,488,600  |
| 筹资活动产生现金净流量            | 21,372,000  | 8,348,600   | -12,028,800 |
| 现金及现金等价物净增加额           | 7,988,400   | -3,794,100  | -3,014,800  |
| 财务指标                   | 2016        | 2017        | 2018        |
| 营业毛利率（%）               | 31.37       | 36.71       | 36.60       |
| 所有者权益收益率（%）            | 20.08       | 16.24       | 22.42       |
| EBITDA/营业总收入（%）        | 15.71       | 22.76       | 24.84       |
| 速动比率（X）                | 0.56        | 0.50        | 0.40        |
| 经营活动净现金/总债务（X）         | -0.03       | -0.11       | 0.20        |
| 经营活动净现金/短期债务（X）        | -0.07       | -0.19       | 0.31        |
| 经营活动净现金/利息支出（X）        | -0.43       | -1.69       | 2.80        |
| EBITDA 利息倍数（X）         | 0.87        | 1.48        | 2.26        |
| 总债务/EBITDA（X）          | 18.56       | 10.20       | 6.18        |
| 资产负债率（%）               | 92.89       | 83.52       | 80.30       |
| 总债务/总资本（%）<br>（总资本化比率） | 87.15       | 73.07       | 67.51       |
| 长期资本化比率（%）             | 81.35       | 52.74       | 42.42       |
| 净负债率（%）                | 365.91      | 168.18      | 153.45      |

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、2016~2018 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：中国恒大集团主要财务数据及指标**

| 财务数据（单位：万元）            | 2016           | 2017           | 2018           |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金                   | 30,432,900.00  | 28,772,200.00  | 20,420,900.00  |
| 应收账款净额                 | 7,643,400.00   | 12,078,200.00  | 12,314,100.00  |
| 存货净额                   | 65,885,700.00  | 95,364,700.00  | 109,377,300.00 |
| 流动资产                   | 111,363,500.00 | 152,294,700.00 | 157,575,100.00 |
| 长期投资                   | 6,117,900.00   | 3,494,100.00   | 6,809,950.00   |
| 固定资产合计                 | 15,827,900.00  | 19,278,300.00  | 21,258,200.00  |
| 总资产                    | 135,086,800.00 | 176,175,200.00 | 188,002,800.00 |
| 短期债务                   | 24,813,384.84  | 42,556,967.58  | 47,439,229.18  |
| 长期债务                   | 33,216,400.00  | 37,624,400.00  | 35,485,700.00  |
| 总债务（短期债务+长期债务）         | 58,029,784.84  | 80,181,367.58  | 82,924,929.18  |
| 总负债                    | 115,833,600.00 | 151,954,400.00 | 157,140,200.00 |
| 所有者权益（含少数股东权益）         | 19,253,200.00  | 24,220,800.00  | 30,862,600.00  |
| 营业总收入                  | 21,144,400.00  | 31,102,200.00  | 46,619,600.00  |
| 三费前利润                  | 5,942,200.00   | 11,226,200.00  | 16,894,700.00  |
| 投资收益                   | 692,200.00     | -530,500.00    | 118,600.00     |
| 净利润                    | 1,761,700.00   | 3,704,900.00   | 6,654,700.00   |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA       | 4,415,500.00   | 8,719,100.00   | 13,737,000.00  |
| 经营活动产生现金净流量            | -5,861,000.00  | -15,097,300.00 | 5,474,900.00   |
| 投资活动产生现金净流量            | -11,955,900.00 | -4,748,200.00  | -6,036,300.00  |
| 筹资活动产生现金净流量            | 27,307,900.00  | 15,291,300.00  | -1,765,100.00  |
| 现金及现金等价物净增加额           | 9,533,000.00   | -4,641,200.00  | -2,264,400.00  |
| 财务指标                   | 2016           | 2017           | 2018           |
| 营业毛利率（%）               | 28.10          | 36.09          | 36.24          |
| 所有者权益收益率（%）            | 9.15           | 15.30          | 21.56          |
| EBITDA/营业总收入（%）        | 20.88          | 28.03          | 29.47          |
| 速动比率（X）                | 0.62           | 0.52           | 0.42           |
| 经营活动净现金/总债务（X）         | -0.10          | -0.19          | 0.07           |
| 经营活动净现金/短期债务（X）        | -0.24          | -0.35          | 0.12           |
| 经营活动净现金/利息支出（X）        | -1.85          | -2.86          | 0.95           |
| EBITDA 利息倍数（X）         | 1.39           | 1.65           | 2.37           |
| 总债务/EBITDA（X）          | 13.14          | 9.20           | 6.04           |
| 资产负债率（%）               | 85.75          | 86.25          | 83.58          |
| 总债务/总资本（%）<br>（总资本化比率） | 75.09          | 76.80          | 72.88          |
| 长期资本化比率（%）             | 63.31          | 60.84          | 53.48          |
| 净负债率（%）                | 143.34         | 212.25         | 202.52         |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**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

总资产周转率=主营业务收入（营业收入）/资产平均余额

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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

| 内容 | 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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 基本不能保证偿还债券                   |
| C    | 不能偿还债券                       |

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级         | 含义                        |
|------------|---------------------------|
| <b>A-1</b> | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| <b>A-2</b> | 还本付息能力较强，安全性较高。           |
| <b>A-3</b> | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。  |
| <b>B</b>   | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。        |
| <b>C</b>   | 还本付息能力很低，违约风险较高。          |
| <b>D</b>   | 不能按期还本付息。                 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。