

2021 年 09 月 25 日

恒大往事：盘点五个关键节点

固定收益主题报告

证券研究报告

■ **2009 年：曲折完成上市。**2009 年 11 月 5 日，恒大成功登录港股。上市之路十分曲折，2006 年 11 月，首先引入德意志银行、美林、淡马锡作为战投，获得 4 亿美元融资，并约定相关回报。2007 年 8 月，继续筹得约 4.3 亿美元结构担保贷款，年回报率高达 19%-19.5%。获得战投和高息贷款后，公司大幅扩张土储，2007 年末土储相比 2006 年增长近 7 倍。然而，2008 年次贷危机突然到来，IPO 被迫终止。公司面临高额的未付土地款和利息支出，流动性压力巨大。2008 年 6 月，引入第二轮战投，周大福集团、科威特投资局、德意志银行等提供 5.06 亿美元融资，并约定相关回报。幸运的是，2008 年四季度四万亿到来，国内地产刺激开始，公司销售好转，国际资本市场也逐渐从危机中复苏，最终于 2009 年 11 月完成上市，募集 31.9 亿港元。

■ **2013 年：销售千亿之年，开启永续债融资，大举拿地。**2013 年，公司销售金额达到 1004.0 亿元，排名前五。这一年，公司债务翻番，有息负债净增 736.7 亿至 1338.4 亿，其中永续债融资 250.2 亿。获得融资后大举拿地，拿地强度 70.4%，土储倍数达到 10.1 倍。这一年，公司拿地转战一二线，在上海、北京、南京等大量拿地，为 2015-2016 年的一二线牛市中规模跃升提供重要支撑。在这一年，公司多元化起步，宣布推出恒大冰泉。此外，2010 年涉足足球，2014 年涉足粮油产业。

■ **2017 年：高光时刻。**2017 年，公司销售金额突破 5000 亿，排名前三，全年利润达到 370.5 亿。标普和穆迪将公司评级展望调为正面。公司还赎回了 1129 亿高息永续债。董事局主席许家印在年报业绩发布会上提出三年增长目标：“到 2020 年，恒大要实现总资产 3 万亿，年销售规模 8000 亿，负债率下降到同行中低水平”。这一年，公司筹备借壳深深房回 A 计划，分三轮引入 1300 亿战投，3 月第一批 300 亿，6 月第二批 400 亿，11 月第三批 600 亿，与 2006-2008 年港股上市引战类似，签署相关协议。这一年，公司大举拿地，新增土储达到 1.3 亿平，为历史最高，拿地强度达到 66%。2017 年，以童世界、养生谷为代表的文旅勾地模式更加清晰，共获取 18 个 100 万方以上的超大项目，这 18 个项目建面占全部新增土储的比重达到四成。

■ **2019 年：多元化全面加速之年。**恒大的新能源车投资始于 2018 年，2018 年 6 月以 67.46 亿港元入股 FF，9 月以 144.9 亿港元入股广汇。2019 年，多元化的战车全面加速。1 月 9.3 亿美元入股 NEVS，10.6 亿港元入股卡耐新能源，注资 1.5 亿美元与柯尼塞格成立合资公司；3 月以 5 亿元入股泰特机电；5 月收购轮毂电机公司 Protean；7 月分别与德国 hofer 动力总成集团、国家电网达成合作；11 月增持 NEVS 股权。公司布局新能源车电机、电池、电控、整车、充电桩等全产业链，总投入超过 400 亿元。这一年公司还大举增持盛京银行，总代价 132 亿元，对盛京银行持股比例增至 36.40%。

■ **2020-2021 年：现金流承压。**2020 年 8 月以来，三条红线、贷款两集中等新政先后落地，地产融资全面收紧；同时按揭额度趋紧，公司融资和回款压力同时袭来。为缓解流动性紧张，公司采取四方面措施。一是加强促销去化。2020 年 4 月将全年销售目标由年初制定的 6500 亿提高至 8000 亿。9 月“全员营销”开始，提出“金九银十”两个月单月销售额冲刺 1000 亿。最终全

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

陈雨田

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070001
chenyt4@essence.com.cn

相关报告

房企史记：恒大列传 (2018-2021)	2021-08-06
房企史记：蓝光列传 (2015-2021)	2021-08-19
房企史记：华夏幸福列传 (2015-2021)	2021-09-10
恒大不是雷曼！不宜误伤健康房企	2021-09-24

年完成销售 7232.5 亿元。**二是子公司引战和上市。**8 月物业子公司引战 235 亿港元;9 月恒大汽车配售新股募集 40 亿港元;12 月恒大物业上市募资 140.8 亿港元;2021 年 3 月房车宝引战募资 163.5 亿港元等。**三是资产出售。**2020 年 11 月, 148.5 亿元转让广汇能源约 41%股权。2021 年 6 月, 44.33 亿港元转让恒腾网络股权、27.62 亿元转让嘉凯城股权;2021 年 8 月, 32.5 亿港元再出售恒腾网络股权, 持股比例降至 26.55%。**四是战投转普通股。**2020 年 11 月, 恒大宣布终止与深深房重组计划。2020 年 9 月-11 月, 与战投达成协议, 其中 863 亿转为普通股, 200 亿转由深圳人才安居集团持有, 100 亿转由广州城投持有, 山东高速等退出。**然而持续紧缩的融资环境中, 公司现金流仍然承压。2021 年 6 月起, 负面舆情显著增多。**包括 6 月票据逾期纠纷, 7 月与部分银行的诉讼纠纷, 6 月-7 月评级连续下调等。

■ **风险提示:** 信息披露不完整, 数据口径偏差, 房地产调控超预期等。

内容目录

1. 2009 年：曲折完成上市	4
2. 2013 年：销售千亿之年，开启永续债融资，大举拿地	5
3. 2017 年：高光时刻	5
4. 2019 年：多元化全面加速之年	6
5. 2020-2021 年：现金流承压	7

图表目录

图 1：公司土储倍数维持较高水平（倍）	5
图 2：恒大偏好集中拿地，2013 年和 2016-2017 年是拿地大年（%）	6
图 3：恒大时间轴（2020-2021 年）	8
表 1：恒大 2009 年港股上市引战情况	4
表 2：恒大 2017 年童世界拿地梳理	6
表 3：恒大新能源车投资汇总（2018-2020）	6

1. 2009 年：曲折完成上市

2009 年 11 月 5 日，恒大完成港股上市，募集资金净额 31.9 亿港元，上市当日收盘市值达到 705 亿港元，一举成为当时市值第一的民营房企。

三年上市之路十分曲折。2006 年 11 月，恒大为筹备上市，首先引入德意志银行、美林、淡马锡作为战投，获得 4 亿美元融资，并签订协议。战投方根据上市完成时间不同，要求最低回报率在 30%-70% 之间，并有权在发放普通股股息之前按照 5% 的股息率优先获发股息。2007 年 8 月，恒大继续筹得约 4.3 亿美元结构担保贷款，约定年回报率高达 19%-19.5%。¹

获得战投和高息贷款后，公司开始大幅扩张土储，2006 年末，恒大土地储备尚不足 600 万方，到 2007 年末达到 4580 万方，相比 2006 年增长了近 7 倍，获取的土储既包括超 1000 万方的启东项目，也包括重庆和广州等地的地王项目，其中 2008 年初斥资 41 亿元拿下广州天河区地块，创造天河区“新地王”。

然而，2008 年次贷危机突然到来，原定参与 IPO 的基金纷纷撤回投资计划，或大幅压低招股价，IPO 被迫终止。当时公司面临高额的未付土地款和利息支出，流动性压力巨大。在此背景下，2008 年 6 月，引入第二轮战投，周大福集团、科威特投资局、德意志银行等提供 5.06 亿美元融资，并附加了更为严苛的条件。战投方要求上市后最低回报率达到 100%-200%²。

幸运的是，2008 年 11 月四万亿到来，国内地产刺激开始，国际资本市场也逐渐从次贷危机中复苏。最终公司于 2009 年 11 月完成上市，募集 31.9 亿港元中，63% 用于未支付的土地款及项目所需资金，31% 用于偿还 2007 年所借的结构担保贷款，6% 用于补充营运资金。2009 年国内房地产市场转热，恒大完成了 303 亿合约销售，同比增长 402.3%。

表 1：恒大 2009 年港股上市引战情况

	名称	投资额（亿美元）	持股数（股）	持股比例
第一轮	德意志银行	1.33		
	美林	1.33	800,000,000	28.84%
	淡马锡	1.34		
第二轮	雅立集团有限公司	1.5		
	美林	0.5		
	德意志银行	0.6	374,104,266	13.49%
	科威特投资局	1.16		
	其他	1.3		

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

¹ 来自招股说明书。(1) 第一轮战投协议内容为：恒大若在 2007 年之前上市，按照发售价计算，最低回报率为 30%；若在 2008 年 6 月 6 日前完成上市，最低回报率为 40%；若至 2009 年年底完成上市，最低回报率为 70%。倘若按照上市发售价计算的回报率达不到最低回报，大股东需转让一定数目的恒大股份，以确保战投获得最低回报。同时规定战投有权在发放普通股股息之前优先获发股息，年股息率为 5%。(2) 结构性贷款协议内容为：股东需于全球发售时向贷款人支付现金溢价，以确保年度回报率为 19%（若全球发售于 2008 年 8 月 27 日或之前进行）或 19.5%（若全球发售于该日后进行）。

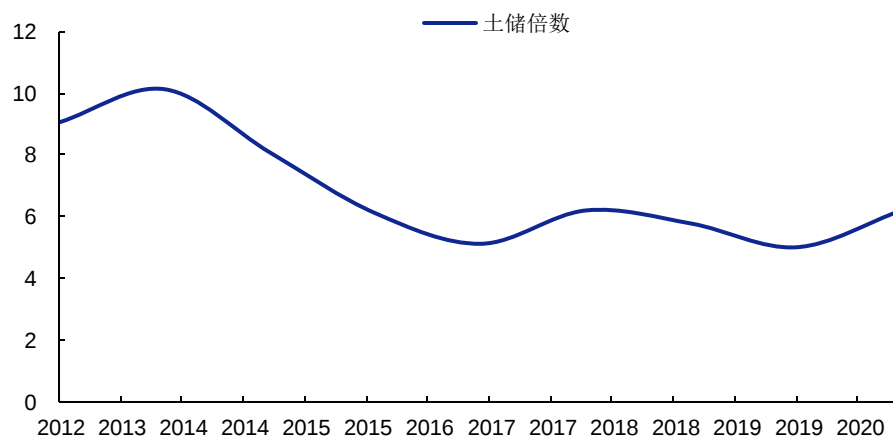
² 来自招股说明书。第二轮战投协议内容为：如恒大于 2010 年 3 月前上市，按照发售价计算，最低回报率为 100%，不超过 200%；如于 2010 年 3 月之后上市，以 2008 年 6 月 26 日至上市之日期间计算，最低回报率为 1) 综合回报率为 100%；2) 内部回报率为 50%；以两者中的高者为准。大股东对最低回报承担担保责任，如若上市发售价未能达到上市回报要求，将向新投资者转让其持有的恒大部分股份，以保证该最低回报。

2. 2013 年：销售千亿之年，开启永续债融资，大举拿地

2013 年，公司销售金额达到 1004.0 亿元，排名跃升至全国前五。

这一年，公司债务翻番、开启永续债融资，大举拿地，土储突破 1.5 亿平。2013 年公司有息负债（含永续债）净增 736.7 亿至 1338.4 亿，为 2012 年的 2.2 倍，其中永续债融资 250.2 亿，成本较高，前两年为 10%-12%，两年后跳升至 18%。这一年，公司拿地支出达到 707 亿元，拿地强度 70.4%，土储倍数达到 10.1 倍。2013 年公司拿地转战一二线，平均地价 2633 元，是 2012 年的近 4 倍，在上海、北京、南京等大量拿地，其中北京拿地金额达到 127 亿，南京和上海合共 97 亿，这为 2015-2016 年的一二线牛市中公司规模跃升提供重要支撑。也在这一年，公司多元化起步，宣布推出恒大冰泉品牌，三年亏损约 40 余亿元后，2016 年以 18 亿元出售。此外，2010 年涉足足球，2014 年涉足粮油产业。

图 1：公司土储倍数维持较高水平（倍）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 2017 年：高光时刻

2017 年，公司销售金额突破 5000 亿，排名前三，全年利润达到 370.5 亿。标普和穆迪将公司评级展望调为正面。公司还赎回了 1129 亿高息永续债。董事局主席许家印在年报业绩发布会上提出了三年增长目标：“到 2020 年，恒大要实现总资产 3 万亿，年销售规模 8000 亿，年利税 1500 亿且负债率下降到同行中低水平，成为世界百强企业。”³

这一年，公司分三轮引入 1300 亿战投。2016 年的宝万之争中，公司斥资 363 亿元买入万科股票，2017 年以 292 亿元出售予深圳市国资委，亏损达到 70 亿元。2017 年公司加速借壳深深房回 A 计划，3 月引入第一批 300 亿战投，6 月引入第二批 400 亿战投，11 月引入第三批 600 亿战投。与 2006-2008 年港股上市引战类似，公司签署了回报高昂的协议，承诺 2018 年、2019 年及 2020 年的三个财政年度扣非净利润分别不得少于 500 亿元、550 亿元及 600 亿元，并承诺将每一年度净利润最少 60% 分派予股东。如果重组在 2021 年 1 月 31 日前尚未完成（第一、二轮原约定为 2020 年 1 月 31 日，后延期至 2021 年 1 月 31 日），投资者有权要求回购股权⁴。

2017 年公司大举拿地，新增土储达到 1.3 亿平，为历史最高，总价 2375 亿元，拿地强度达到 66%。2017 年，以童世界、养生谷为代表的文旅勾地模式更加清晰，共获取 18 个 100

³ 来自新华网，http://www.xinhuanet.com/house/2018-03-27/c_1122596682.htm

⁴ 来自《恒大地产集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)募集说明书》。

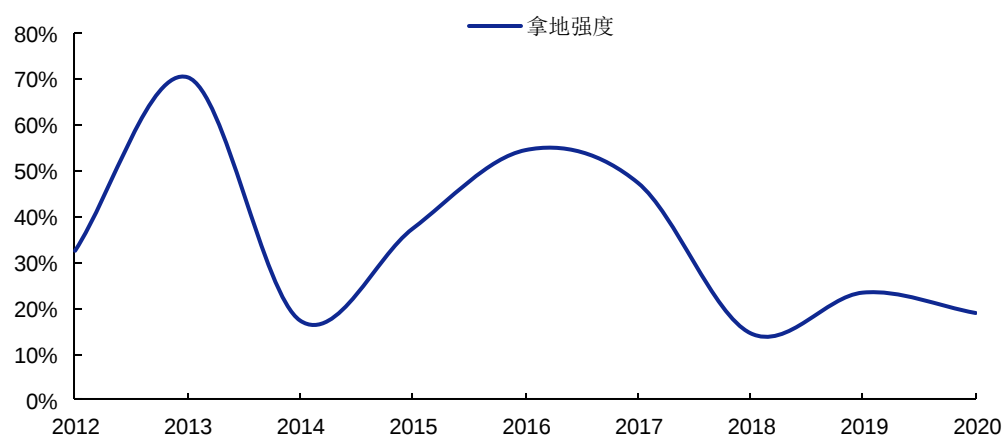
万方以上的超大项目，这 18 个项目土储建面占全部新增土储的比重达到四成。

表 2：恒大 2017 年童世界拿地梳理

项目名称	城市	土储原值 (亿元)	楼面价(元 /平方米)	持股比例	土储面积 (千平方米)
烟台恒大童世界	烟台	11.8	161	100%	7302.2
沧州恒大童世界	沧州	10.1	250	100%	4460.1
贵阳恒大童世界	贵阳	47.6	1,091	100%	4362.1
开封恒大童世界	开封	18.4	666	100%	2759.9
句容恒大童世界	句容	26.1	1,125	100%	2321.3
太仓恒大童世界	太仓	17.0	1,399	100%	1218.1
长沙恒大童世界	长沙	15.2	1,286	100%	1183.2

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：恒大偏好集中拿地，2013 年和 2016-2017 年是拿地大年（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 2019 年：多元化全面加速之年

恒大的新能源车投资始于 2018 年。2018 年 6 月公司以 67.46 亿港元购买 FF45%股权，9 月以 144.9 亿元入股广汇。2019 年，多元化的战车全面加速。

1 月：以 9.3 亿美元购买瑞典电动车公司 NEVS51%股权，以 10.6 亿元购买动力电池企业卡耐新能源 58%股权，注资 1.5 亿美元与瑞典柯尼塞格成立合资公司。

3 月：以 5 亿元收购泰特机电 70%股份，获取轮毂电机驱动技术。

5 月：收购英国乘用车轮毂电机公司 Protean。

6 月：与广州市政府签署南沙项目合作协议。

7 月：与德国 hofer 动力总成集团签订战略合作协议，与国家电网合资成立“国网恒大智慧能源服务公司”。

11 月：恒大新能源汽车全球战略合作伙伴峰会召开；增持 NEVS 股权至 82.4%。

至此公司已布局新能源汽车电机、电池、电控、整车、充电桩等全产业链，总投入超过 400 亿元。

表 3：恒大新能源车投资汇总（2018-2020）

时间	事件	事件详细	金额
2018-6-25	入主 FF	以 67.46 亿港元收购香港时颖公司 100%股份，间接获得 Smart King 公司 45%的股权，成为公司第一大股东，意味着恒大正式入主美国新能源汽车公司 Faraday Future。	67.46 亿港元
2018-9-21	收购广汇	斥资 144.9 亿元入股广汇集团，持股约 41%，成为第二大股东。	144.9 亿人民币
2019-1-15	收购瑞典电动汽车公	子公司恒大健康发布公告，以 9.3 亿美元收购瑞典电动汽车公司 NEVS51%股权并获	9.3 亿美元

2019-1-24	司 NEVS 入主卡耐新能源	➤ 得多数董事席位。	10.6 亿人民币
2019-1-29	与柯尼塞格合作	➤ 恒大健康以 10.6 亿入股动力电池企业卡耐新能源,持股 58%成为其第一大股东。	1.5 亿美元
2019-3-15	收购荷兰 e-Traction, 拥有轮毂电机技术	➤ 旗下瑞典电动汽车公司 NEVS 与柯尼塞格在瑞典首相府签订合作协议, 双方组建合资公司, 恒大 NEVS 持股 65%, 柯尼塞格持股 35%。根据协议, NEVS 以无条件股东出资的形式对项目公司进行一系列注资, 金额总计 1.5 亿美元。	5 亿人民币
2019-5-30	收购英国轮毂电机公司	➤ 以 5 亿元收购了泰特机电有限公司 70%股份, 后者 100%持有荷兰 e-Traction 公司股份, 拥有轮毂电机驱动技术。	未披露
2019-7-1	德国 hofer 公司揭牌	➤ 与轮毂电机公司英国 Protean 在伦敦签订协议, 恒大全资收购英国 Protean, 获得乘用车轮毂电机技术。	未披露
2019-7-1	国网恒大智慧能源服务公司揭牌	➤ 与德国 hofer 动力总成集团在斯图加特签订战略合作协议, 双方在德国合资成立的恒大德国 hofer 动力科技公司正式揭牌。	未披露
2019-7-2	增资卡耐基能源	➤ 国家电网有限公司与恒大集团合资成立“国网恒大智慧能源服务公司”。	2.27 亿人民币
2019-7-26	增资卡耐基能源	➤ 收购上海卡耐基新能源 12.2%股权	1.78 亿人民币
2019-11-10	增资 NEVS	➤ 收购上海卡耐基新能源 9.59%股权(累计 79.86%)	4.28 亿港币
2020-6-10	收购 NEVS 剩余股权	➤ 以 4.28 亿港币增发认购+28.53 亿美元现金或等价资产增资+0.91 亿美元收购 NEVS 股权, NEVS 持股比例由 68%升至 82.4%	+29.44 亿美元
		➤ 收购 NEVS 剩余股权 (17.6%), 实现 100%控股	3.795 亿美元

资料来源: 公司公告、公司年报、公司官网等, 安信证券研究中心

这一年公司还大举增持盛京银行, 2019 年 6 月 20 日, 全资子公司恒大南昌认购盛京银行 22 亿股股份, 总代价 132 亿元, 交易完成后恒大对盛京银行的持股比例由 17.28%增加至约 36.40%。

5. 2020-2021 年: 现金流承压

2020 年 8 月以来, 三条红线、贷款两集中等新政先后落地, 地产融资全面收紧; 同时按揭额度趋紧, 公司融资和回款压力同时袭来。2020 年 4 月, 集团董事局主席许家印在业绩发布会上宣布: “恒大从 2020 年开始转变发展方式, 全面实施‘高增长、控规模、降负债’的发展战略, 要用最大的决心、最大的力度, 一定要把负债降下来”⁵

公司为缓解现金流紧张, 主要采取四方面措施。一是加强促销去化。2020 年 4 月业绩发布会上将全年销售目标由年初制定的 6500 亿提高至 8000 亿。9 月“全员营销”开始, 要求“金九银十”两个月单月销售额冲刺 1000 亿。最终, 2020 年完成销售 7232.5 亿元。二是子公司引战和上市。8 月, 恒大物业引入 235 亿港元战略投资; 9 月, 恒大汽车配售新股募集 40 亿港元; 12 月, 恒大物业上市, 募资 140.8 亿港元; 2021 年 3 月, 房车宝引入战投募资 163.5 亿港元; 2021 年 5 月, 以每股 40.92 港元配售 2.6 亿股恒大汽车股份。三是资产出售。2020 年 11 月, 以 148.5 亿元转让广汇能源约 41%股权; 2021 年 6 月, 转让 7.39 亿股恒腾网络股份, 对应总价为 44.33 亿港元; 同月转让嘉凯城 29.9%股份, 价款合计约 27.62

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26975

