

# 附錄“A”



—— 香港联合交易所股票代码:3333 ——

# 恒大地產集團 (股票編號:3333.HK)

Citron RESEARCH

# 目錄

• 報告摘要	3 頁
• 第 1 部份:以欺詐性會計掩蓋資不抵債的資產負債表	13 頁
• 第 2 部份:賄賂、非法取得土地權及嚴重閒置土地負債情況	27 頁
• 第 3 部份:危機	39 頁
• 第 4 部份:許主席	47 頁
• 第 5 部份:鍾愛項目	52 頁
• 附則:近期發展	57 頁

(附錄“A”  
第 2 頁, 共 57 頁)

# 報告摘要

# 恒大估值

恒大市值達 89 億美元，市賬率 1.6 倍。按市值計算，恒大名列中國上市房地產公司頭 5 名。[1][2]

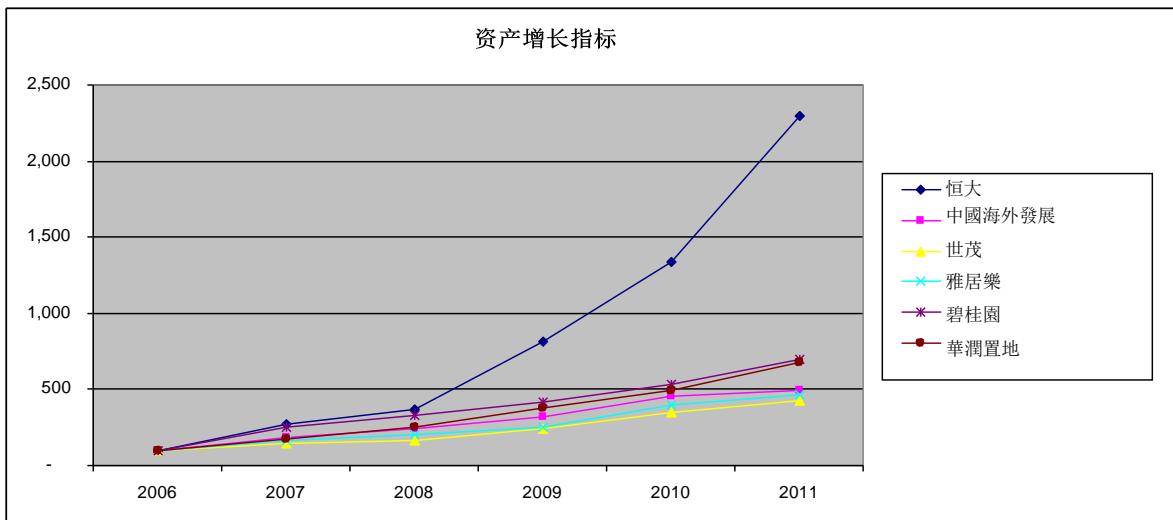
除另有註明外以人民幣、港元及美元 10 億計		6/15/2012	
		人民幣	港元
			美元
股價		3.80	4.60
總流通股		14.9	0.59
<b>市值</b>		<b>56.7</b>	<b>68.7</b>
+    流動借貸		10.2	
+    非流動借貸		41.5	
+    所得稅負		11.6	
+    顧客預付現金		31.6	
小計:債項		95.0	14.8
-    不受限制現金		(20.1)	(3.1)
債項淨額		74.9	11.7
<b>企業價值</b>		<b>131.6</b>	<b>159.4</b>
截至 12/31/2011 賬面值		34.9	
<b>股權市值與賬面值比例</b>		<b>1.6x</b>	
<b>註：假設人民幣/美元兌換率為 6.4 及港元/美元兌換率為 7.75</b>			

[1] 截至 2012 年 6 月 15 日恒大按市值排名第 5，居於中國海外發展(668HK)、萬科(000002SZ)、保利房地產(600004SH)及華潤置地(1109HK)之下。

[2] 數據截至 2011 年 12 月 31 日資產負債表數字。

# 觀感

- 恒大主要在中國二三線城市經營，其資產自 2006 年後增長 23 倍，成為中國最大公寓/住宅發展商。
  - 從另一角度看，恒大資產發展速度比其中國同行快 5 倍。



- 恒大以入價廉宜的龐大土地庫存為其主要競爭優勢，公司聲稱基於其規模，它取得的集中性及標準化令它享有別人無法企及的成本控制，資產周轉率為行業之首。
- 在中國房地產行業流動性收緊之際，恒大向投資人保證公司資金充裕及流動性非常充足。

# 現實

A6

- 我們的分析及基於一手數據進行的調研顯示:1]恒大資不抵債;及 2]從流動性角度看恒大將面對嚴峻挑戰。
- 公司管理層一直使用至少 6 個會計把戲掩蓋恒大資不抵債的情況。我們的調研顯示需要作出總數達 710 億人民幣的減值。**恒大的預編股權( proforma equity)為負 360 億。**
- 在過去 5 年，恒大一直行使不當行動賄賂當地政府官員，目的為發展毛地，與這些賄賂、其後的購地、房地產建造工程相關而產生的現金流短缺日益增大。為取得有關資金，恒大行使一套複雜的龐氏騙局型手法融資計劃，其特徵是以不斷增高的預售額、表外夥伴業務及向第 3 方提供的內部收益率作出擔保。
- 恒大的經營模式是不可持續的，目前正顯示嚴重受壓跡象。管理層努力掩飾公司岌岌可危及迅速惡化的財務狀況。但是隨著預售額及公寓房價迅速下跌，收入報表及資產都出現重大高報現象，表外擔保逐漸成為迫切性的負債，我們的分析告訴我們，掩飾行動已進入最後一個階段。
- 與此同時，公司管理層的判斷力一直出現嚴重失誤，由“郵購”高級學位至挪用逾 25 億美元公司資源資助與策略相背離的鍾愛項目，恒大管理層行為不檢的證據令人吃驚。

# 第 1 部份描述恒大欺詐性會計做法。這些做法令恒大得以掩蓋資不抵債的資產負債表。

恒大公報其權益為 350 億人民幣。我們發現 6 個會計錯報，其中恒大高報資產或低報負債，調整這些錯報後恒大預編股權為**負 360 億人民幣**。並不僅僅是我們的分析師發現恒大的欺詐行為：**2011 年 10 月 10 日，中國財政部宣布將對恒大公報不準確的財務報表處以罰金。**

欺詐性會計#1:與資產負債表外相關的債項需作 230 億人民幣的調整(第 15---17 頁)

欺詐性會計#2:現金餘額高報，需從資產及股權中扣減 170 億人民幣(第 18---19 頁)

欺詐性會計#3:與主席鍾愛的項目相關的項目被高報，需減值 120 億人民幣。(第 20 頁)

欺詐性會計#4:與恒大投資物業組合相關的價值被高報，需減值 100 億人民幣(第 21---23 頁)

欺詐性會計#5:土地成本被低報，需減值 60 億人民幣(第 24 頁)

欺詐性會計#6:由於其他業務部門的應收賬款被減值，資產及股權需減去 30 億人民幣(第 25 頁)

對欺詐性會計作調整後		1 12/31/2011 據公報	2 調整以反映表外 債務	3 調整以剔除 虛假現金	4 鍾愛項目價 值的減值	5 投資物業 減值	6 調整以反映被低報的 土地 成本	其他部門 應收賬款減值	資產負債表把戲 總數表	預編資產負債 31/12/2011
人民幣 十億										
<b>資產</b>										
現金										
受限制現金	8	-	-	-	-	-	-	-	-	8
現金及現金等價物	20	-	(17)	-	-	-	-	-	(17)	4
小計	28	-	(17)	-	-	-	-	-	(17)	(5)
物業										
在建中物業	91	-	-	-	-	(6)	-	-	(6)	85
已完成待售物業	8	-	-	-	-	-	-	-	-	8
投資物業	10	-	-	-	(10)	-	-	-	(10)	(0)
小計	110	-	-	-	(10)	(6)	-	-	(16)	77
其他資產	41	-	-	(12)	-	-	-	(3)	(15)	26
總資產	179	-	(17)	(12)	(10)	(6)	(3)	(48)	131	
<b>債+負債</b>										
借貸										
顧客定金	52	23	-	-	-	-	-	-	23	75
稅負	32	-	-	-	-	-	-	-	-	32
小計	95	23	-	-	-	-	-	-	23	118
其他負債	49	-	-	-	-	-	-	-	-	49
總負債	144	23	-	-	-	-	-	-	23	167
股權	35	(23)	(17)	(12)	(10)	(6)	(3)	(71)	(36)	
總負債+股權	179	-	(17)	(12)	(10)	(6)	(3)	(48)	131	

資料來源:恒大申報信息; Citron 調研。

注: 恒大所報股權包括少數股東權益 350 億元。為簡化起見調整以稅前為計算基礎。中國企業所得稅一般為 25%。與虛假現金相關的#2 調整假設了現金餘額及股權高報 170 億人民幣，另一個計法是假設負債（而非股權）170 億人民幣。

## 第 2 部份描述恒大以賄賂取得折扣土地發展毛地庫存而帶來的巨大風險，及公司罔顧中國閒置土地法規的情況。

恒大賄賂當地官員，以當時市價的巨額折扣取得龐大土地庫存，恒大的賄賂行動已逐漸曝光。先例顯示，中央政府將迫使恒大歸還非法取得的土地。此外，中央政府已開始執行閒置土地法，若政府繼續執行這些法規，恒大將面臨巨額罰款及失去龐大土地庫存的風險。

- 按其公報的營運計劃及與同行企業比較，恒大毛地庫存的超速增長是一個紅旗警號。
- 與同行企業相比，恒大能以 67% 折扣取得龐大毛地庫存，是進一步的紅旗警號。
- 恒大 2010 年財務報表中的註釋透露，恒大曾支付大額賄賂予當地官員以取得低於市價的土地。
- 我們將列出 5 個個案顯示中國同行及中央政府已着手暴露恒大不當購地活動。
- 除不當土地收買活動外，恒大亦嚴重違反中國閒置土地法。若政府執行這些法規，恒大將無法生存。

### 第 3 部份勾畫恒大迅速形成的財務及營運危機跡象

我們確認到 7 個紅旗警號，顯示恒大受到嚴重的財務及營運壓力。

- 危機紅旗警號：
  - #1: 虽然公報的合約銷售迅速增長，現金定金的收取曲線卻未見上升。
  - #2: 債務暴增。
  - #3: 絶望地依賴優先擔保信託融資，利率高達 25%。
  - #4: 在香港上市的 11 家主要物業發展商中，恒大本年度至今為止的預售額下跌最劇烈。
  - #5: 開展毫無吸引力的項目以籌措預售現金。
  - #6: 丹陽項目大幅打折及社會動盪。
  - #7: 中國當地媒體報導，恒大大規模企業重組，極力延遲支付供應商。

## 第 4 部份描述許主席的虛假履歷及他[不詳盡]的財務背景

許主席擁有虛假的學歷文憑，而且，他以迷宮般的、龐氏騙局型的債務及抬底資產互換方式為恒大取得資金。

- 恒大高調突顯其管理團隊的學術成就，事實上許主席是從西阿拉巴馬州立大學的郵購課程取得他的博士學位。
- 將許氏在任企業財務職位期的時段排成一個時間表，會發現一個前後一致的重複模式，即以大額個人擔保籌舉新債，以清還個人擔保額稍低的舊債。
- 如檢視香港地產記錄，將可獲得可信的證據顯示許氏至少與一名香港億萬富翁以抬底資產互換方式操縱恒大首度公開上市的價格。

## 第 5 部份描述許主席迫使恒大進行怪異卻為他所鍾愛的項目

許主席鍾愛的項目背離業務策略，情況達可笑程度，而對恒大股東來說，這些項目昂貴驚人。截至 2011 年 12 月 31 日為止，許主席動用了至少 160 億人民幣(25 億美元)支付這些怪異而不獲盈利的業務。

- 許主席指示恒大在職業運動作出大量投資：
  - 男子職業足球：恒大每年花費逾 4.88 億人民幣(7 千 6 百萬美元)支付足球隊員的薪酬。恒大的薪酬是聯賽平均水平的 7 倍。
  - 女子職業排球：開支未有公報。
- 訸主席迫使恒大投資至少 7 億人民幣(1 億 1 千美元)興建世界最大的足球學院。
- 訸主席迫使恒大進軍娛樂行業中各類縱向業務
  - 恒大動畫公司
  - 恒大影視公司
  - 恒大經紀公司
  - 恒大唱片公司
  - 恒大院線公司

# 終局已經迫近恒大，我們預計恒大將於 2012 年面臨嚴重的流動性危機

在 2011 年燒掉 140 億人民幣後，恒大將於 2012 年按進度再燒掉 520 億人民幣。恒大手上拿著的“真金白銀”現金只有 120 億人民幣，我們結論是恒大即將面臨流動性危機。

恒大 2012 現金流缺口分析		2012 財政年度
以 10 億人民幣計		
a	土地開支承擔	21.1
b	物業發展承擔	58.4
c = a + b	小計	79.5
d	估計利息開支	4.8
e	應付所得稅	8.8
f	銷售開支	2.7
g	管理開支	2.2
h	所得稅開支	8.6
i	營運資本	-
j	其他	106.5
k = sum(c:j)	小計	
<b>2012 估計現金流出</b>		
I	2012 財政年度合約銷售	16.5
m = I x 3	2012 估計合約銷售	49.4
n	%合約現金收款率	83%
o = m x n	2012 估計合約銷售現金收款額	41.1
p	2011 所報合約銷售	80.4
n	%合約銷售現金收款率	83%
q = p x n	2011 收取現金	67.0
r = p - q	2012 估計將收取現金	13.4
s	<b>總現金流入</b>	<b>54.5</b>
假設現金真實，則現金缺口為：		
s	2012 估計現金流入	54.5
k	2012 估計現金流出	<u>106.5</u>
l = s - k	2011 估計現金淨(流出)流入	(51.9)
u	手上“真正”持有現金	11.9
v = t + u	<b>現金流缺口</b>	<b>(40.0)</b>

## 來源

141 頁, 2011 年年報, 註 35  
141 頁, 2011 年年報, 註 35

## Citron 估計

129 頁, 2011 年年報, 註 20  
假設 2012 年銷售支出相等於 2011 年銷售支出  
假設 2012 年行政支出相等於 2011 年銷售支出  
假設 2012 年所得稅支出相等於 2011 年所得稅支出  
無提供  
無提供

2012 年 1 至 4 月所報合約銷售總數  
假設年度化 4 個月長的合約銷售相等於 2012 年合約銷售  
假設簽約及支付間為 2 個月期。假設恒大取得合約銷售總數現金額

恒大報 2011 年合約銷售額 804 億人民幣  
假設簽約及支付間為 2 個月期。假設恒大取得合約銷售總數現金額  
2012 年取得的 2011 年 1 至 10 月合約銷售額現金數  
2012 年取得的 2011 年 11 至 12 月合約銷售額現金數

計算見第 19 頁

1] 2011 年燒掉 140 億人民幣，出處據恒大 2011 年申報信息，其中恒大 2011 年營運及投資活動共用去總現金 140 億。

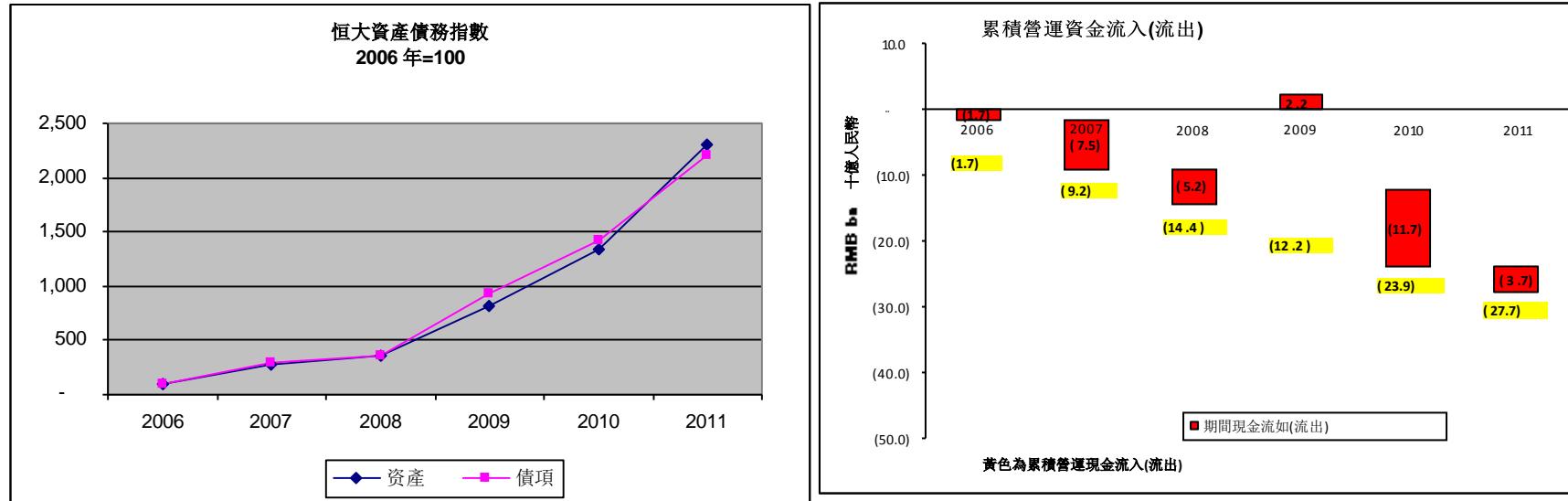
註：即使假設如恒大所報，2011 年 12 月 31 日總現金餘額為 282 億人民幣，恒大在 2012 年仍會出現相等於 237 億人民幣的資金缺口。注意恒大的 282 億人民幣中有 81 億人民幣為受限制現金，受限制現金一般不能作為營運資金使用。

# 第 1 部份：以欺詐性會計手法掩蓋資不抵債的資產負債表

恒大公報截至 2011 年 12 月 31 日股權為 350 億人民幣。我們發現 7 個會計錯報個案，在這 7 個個案中恒大不是高報資產就是低報負債，調整這些錯報後恒大預編股權為負 360 億人民幣。

並不僅僅是我們的分析師才發現恒大的欺詐行為：在 2011 年 10 月 10 日，中國財政部宣布對恒大公報不準確財務報表處以罰金。

恒大自 2006 年起產生的扣除資本支出前累積營運現金流為負 280 億。恒大的增長策略高度依賴不斷增加的債務融資。恒大的財務報表展示一幅興盛、有盈利及穩定的圖像，目的是繼續能從資本市場及銀行取得融資。



註: 債務指數包括長期借貸、短期借貸、顧客定金、遞延稅負及當期所得稅負。數字來自恒大呈報信息。

**欺詐性會計#1:恒大使用資產負債表外平台的手法令人震驚。恒大合營項目股權合夥人來資助個別項目。合營合夥關係受制在一個硬性的購回擔保下，所以，恒大的所謂“合營項目權益合夥人”事實上是放貸人。**

合營項目這種設計令恒大大大地低報其債務。這些合夥關係為表外投資方提供高額的內部收益率，與當年安然的安排相似，聲名狼藉。

- 在 2010 年 1 月 **13%優先票據說明書**中，恒大披露它受規定需購回 **12 個合營項目的股權**。在其中一個硬性規定的合營項目購回中，恒大說它受規定“**購回**”湖南雄震投資有限公司 **49%股權**。<sup>[1]</sup>
- 湖南雄震投資有限公司** 根據我們與該公司股權持有人於 2007 年 10 月股權購買協議條款，我們須按規定以餘下對價約 1.9 千萬人民幣收購湖南雄震投資有限公司餘下之 49%股權權益。該公司是我們恒大華府長沙項目持有人。詳細情況見“業務—我們的物業項目—項目詳情—長沙—(44)恒大華府長沙”部份。我們預期在 2010 年 3 月前完成購回。
- 用益信託網是一家中國信託產品登記處，其中信息顯示一家名為“中融，恒大華府房地產發展項目投資合營項目信託計劃”。<sup>[2]</sup>譯成英文，該信託的介紹顯示恒大聘用中融信託籌集資金購入湖南雄震投資有限公司 **49%股權**。而且，介紹顯示信託持有人獲得一定回報的擔保，及在出現不還款的情況下有權取得作為擔保的 **51%恒大權益**。
  - 恒大將合營項目購回形容為股權權益，這悖於常理。恒大購回合營項目合夥人在湖南雄震的“股權權益”明顯是償還信託**借款**。恒大蓄意地、系統地向投資者隱瞞它的信託借款，以低報債額。恒大 2010 年年報並無提及信託融資。2011 年的年報提到信託融資的唯一地方是簡介一位副總裁時加上這個職責。<sup>[3]</sup>

#### 13%優先票據說明書，日期 2010 年 1 月

許建華，47 歲，是我們的助理總裁。許先生擁有超過 11 年資金運營及管理經驗，是被認可高級經濟師。許先生負責我們的資金規劃及運營管理。於 2004 年 3 月加入我們之前，他是廣發證券有限公司各部門至高級經理，日期由 2000 年至 2004 年。他於 2000 年在中山大學取得工商管理博士學位，並於 2003 年從西南財經大學取得後博士學位

#### 2011 年年報，日期 2012 年 4 月

許建華  
49 歲，是我們的副總裁。許先生目前負責集團股權融資及信託融資方面工作，擁有 13 年資金運營經驗，持工商管理博士學位，為高級經濟師。



<sup>[1]</sup> 恒大 13%優先票據說明書，日期 2010 年 1 月第 100 頁。

<sup>[2]</sup> <http://www.yanglee.com/Shop.aspx?ItemID=282>。

<sup>[3]</sup> 恒大 13%優先票據說明書第 201 頁及恒大 2011 年年報第 41 頁。

**欺詐性會計#1(續):利用資產負債表外融資是恒大的標準營商做法。2010年期間，恒大披露有39億人民幣擔保與列入綜合報表的合營項目買賣相關；另17億人民幣與未列入綜合報表的合營項目買賣相關；另外，有117億人民幣為未付買地支出承擔。**

在2010年初，我們估計恒大低報與各合營項目買賣相關的債額相等於170億萬人民幣。<sup>[1]</sup>

- 在2010年1月13%優先票據說明書中，恒大承認就它的少數股東權益作出逾**39億人民幣**的擔保，及向未列入綜合報表的合營項目合夥人作出**17億人民幣**的擔保。恒大表外與少數股東權益相關的擔保額是它在2009年6月30日所報的2.45億人民幣少數股東權益的16倍。<sup>[2]</sup>
- 恒大2010年1月優先票據說明書簡述了表外已簽約尚未支付的土地支出而所負的承擔(換句話說債項)達116億人民幣。說明書未有提供具體細節說明這些承擔是什麼，但我們相信，這些債項是與額外、未列入綜合報表、在資產負債表外的合營項目合夥人相關的合約義務，恒大利用這些表外合夥人關係來低報債額。<sup>[3]</sup>
- 公司**不再**對它未列入綜合報表的合營項目披露任何細節。

#### 權益收購支付義務

截至本文件日期為止，我們負有與當期尚未完成的公司收購相關的支付義務，這些公司中國持有土地使用權。我們受合約規定收購這些土地持有人公司的100%股權權益。在這些公司中，有些我們以購入多數權益，餘下少數權益尚未購入，後者必須在我們根據出售與購買協議條款支付餘下對價以完成收購後始可進行。這些少數股東權益的總對價截至本文件日期約為**39.324億人民幣**。我們已在本文件題為“企業歷史及結構--我們現行企業架構”部份對這些個案一一披露。至於其他個案，我們已簽訂有關出售與購買協議並支付購價的一小部份，惟至本文件日期為止仍未完成種種其他條件以將任何股權權益有效轉讓予我方。截至本文件日期，我們就這些擁有土地公司尚未支付的對價約為**16.947億人民幣**。我們已在本文件題為“業務--其他土地收購”部份對每個這些個案作出披露。

(c) 土地支出承擔

	12月31日			6月30日
	2006	2007	2008	2009
已簽約尚未撥出準備金	人民幣'000	人民幣'000	人民幣'000	人民幣'000
	1,627,454	5,701,475	10,235,592	<b>11,615,701</b>

資料來源:13%優先票據說明書，日期2010年1月第208頁

1] 假設與少數股東權益購回相關的39億人民幣擔保額、與未列入合併報表的合營項目購回相關額17億人民幣擔保，及與買地相關的116億人民幣擔保這3者之間並無重疊

2] 恒大13%優先票據說明書，日期2010年1月，第208頁

3] 恒大13%優先票據說明書，日期2010年1月，F-81頁

## 欺詐性會計#1(續):今天，恒大與合營項目購回及尚未支付的土地買賣相關的表外債項超過 230 億人民幣，可能高達 560 億人民幣。

恒大利用資產負債表外的把戲繼續，但它不再披露與合營項目購回相關的擔保。審視恒大 2011 年年報，發現恒大至少將逾 230 億人民幣隱藏在表外負債中。截至 2011 年 12 月 31 日公報的少數股東權益為 18 億人民幣，未支付土地支出為 210 億人民幣。[1]

	保守情況	基本情況	更壞情況
美元 10 億計 與已簽約尚未支付土地相關的債項	\$ 21.1	\$ 21.1	\$ 21.1
與購回少數股東權益相關的債項	\$ 2.2	\$ 8.1	\$ 34.7
估計恒大總表外債項	\$ 23.2	\$ 29.1	\$ 55.8

- 我們估計恒大目前至少有 230 億人民幣的表外債項與權益購回相關。
  - 與已簽約尚未支付的土地買賣相關的債項：2011 年年報上，恒大披露 2011 年 12 月 31 日已簽約尚未支付的土地承擔為 210 億人民幣
  - 與少數權益購回相關的債項：
    - 保守情況：恒大公報的少數股東權益為 22 億人民幣。公司不再公報與這些如我們在第 16 頁所分析的少數股東權益相關的擔保額，但我們相信恒大仍繼續以不斷升級的擔保額吸引合營項目合夥人。
    - 基本情況：若假設恒大以 5 年期 30% 的內部收益率為少數股東權益提供擔保，我們估計它的表外債項高達 81 億人民幣。
    - 更壞情況：若把恒大過去的買賣歷史為指引，將它公報的少數股東權益乘 16 倍，我們估計恒大現在的表外債項總數是 347 億人民幣

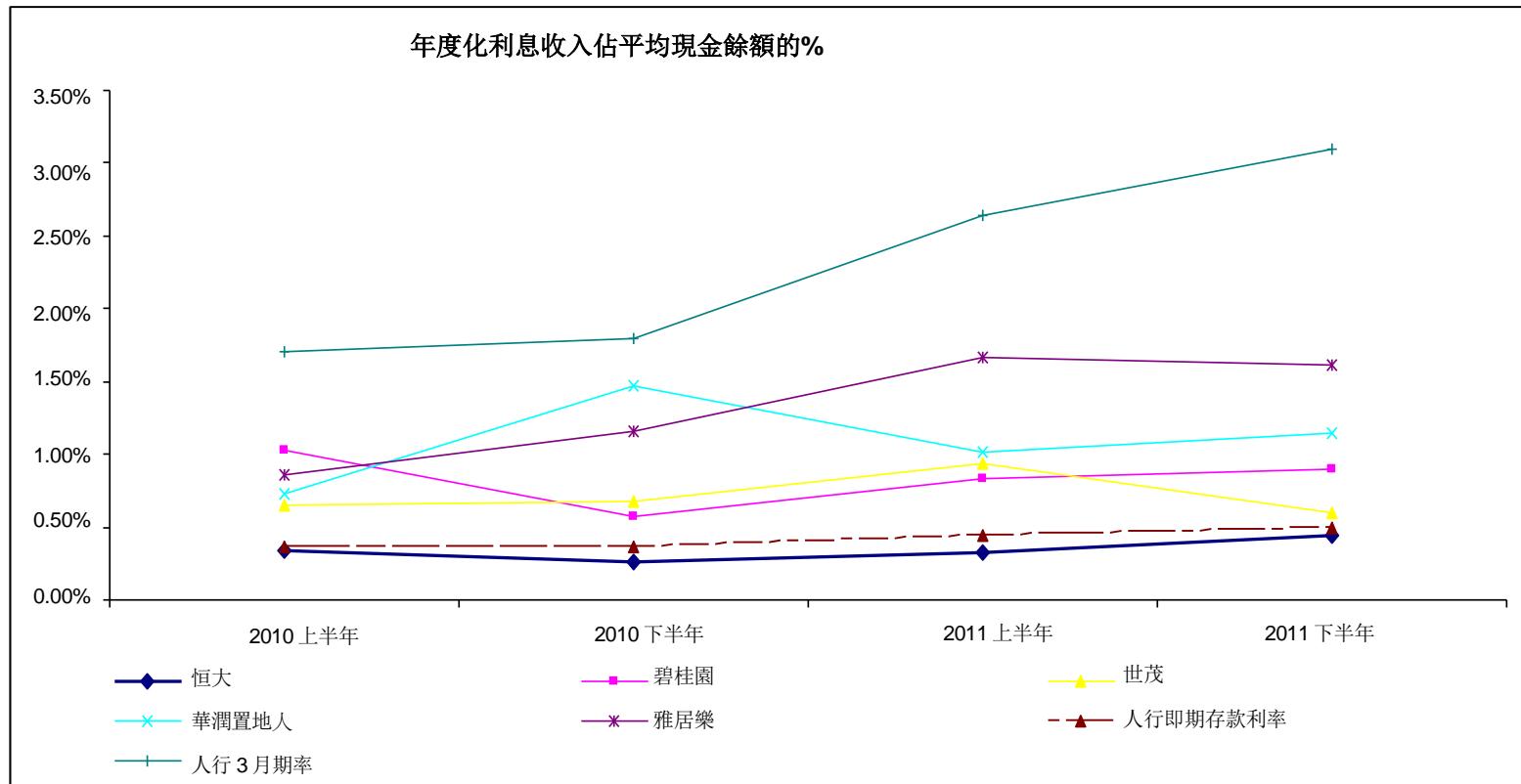
(b) 物業發展支出承擔

	12 月 31 日	2011	2010
	人民幣'000	人民幣'000	人民幣'000
已簽約尚未撥出準備金			
--- 物業發展活動	58,419,016	24,932,607	
--- 土地使用權收購	21,051,857	21,873,587	
	79,470,873	46,806,194	

[1] 恒大 2011 年年報第 141 頁

## 欺詐性會計#2: 恒大所報之現金餘額虛假。

恒大同行在中國人民銀行(人行)設定的相關存款利率區間，即人行即期存款率與人行 3 月起存款率的水平間賺取收益。相比之下，恒大從平均現金餘額所賺取的計算收益自 2010 年起一直低於人行設定的利率水平。恒大所公報的現金餘額不是虛假，就是一時性的門面粉飾。



資料來源：年度化利息收入在平均現金餘額中所佔百份比，基於申報信息。人行利率數據據人行網址，為反映人行利率變動，數字為時間加權。

## 欺詐性會計#2(續):恒大在公報現金上所賺取的收益微不足道，意味着恒大高報其現金餘額人民幣 170 億(逾 200%)

恒大公報截至 2011 年 12 月 31 日為止 6 個月的平均現金餘額為 284 億人民幣，以一組可比較的公司現金收益作衡量，我們計算恒大真正的現金餘額只有 119 億人民幣，相對 2011 年營運及投資活動用去 140 億人民幣現金，恒大的現金水平低至危險程度。

**年度化現金餘額比較基準**

	2010 上半	2010 下半	2011 上半	2011 下半
恒大	0.33%	0.26%	0.33%	0.45%
碧桂園	1.03%	0.58%	0.84%	0.90%
世茂	0.65%	0.67%	0.93%	0.60%
華潤置地	0.73%	1.46%	1.02%	1.14%
雅居樂	0.86%	1.16%	1.67%	1.62%
同行平均	0.82%	0.97%	1.12%	1.07%

**以同行現金收益為基準估計恒大真正現金餘額**

	1H2011	2H2011
恒大利息收入(人民幣百萬)	79.6	126.7
同行平均現金收益	1.12%	1.07%
意味著恒大平均現金餘額(人民幣 10 億)	7.1	11.9
恒大所報現金餘額	1H2011	2H2011
期初(人民幣 10 億計)	20.0	28.7
期末(人民幣 10 億計)	28.7	28.2
平均現金餘額(人民幣 10 億)	24.3	28.4
平均所報現金及平均“真正”現金之間的 Delta 值(人民幣 10 億計)	17.2	16.6

估計恒大真正  
現金餘額

現金餘額高報 166  
億人民幣

[1] 現金餘額收益計算如下：以期間平均現金餘額除以年度化所報利息收入。平均現金餘額為期初及期末包括現金、現金等價物及受限制現金的所報現金餘額的平均數。

## 欺詐性會計#3: 恒大嚴重高報許先生鍾愛項目的價值，我們估計須將之減值 120 億人民幣。

許先生鍾愛的項目賺取的收益微不足道，帶來虧損。如果恒大據合理估值方法結算其變現價，這些項目須減值 **120 億人民幣**。

- 許鍾愛的項目包括在恒大“其他”業務中。2011年12月31日，恒大在其他業務上投資相等於162億人民幣。2011年，許鍾愛的項目帶來8.97億人民幣收入，收入虧損2.52億人民幣。<sup>[1]</sup>
- 即使在寬鬆至荒謬的前提下，許先生的鍾愛項目的價值在恒大資產負債表上被大幅高報，必需減值100億人民幣。
  - 方法#1(未計利息、稅項、折舊及攤銷前利潤):假設恒大其他業務的利息稅項折舊攤銷前的盈利率極高，達50%，這意味着其他業務的收入是4.35億人民幣。假定未計利息、稅項、折舊及攤銷前利潤為10倍，其他業務的價值則為20億人民幣。以未計利息、稅項、折舊及攤銷前利潤倍數方法計算，恒大的其他資產被高報 **119 億人民幣**
  - 方法#2(收入):假定恒大的業務享有極高的收入倍數，達5倍，恒大其他業務的價值是45億人民幣(8.97億乘以5)。以這收入倍數方法計算，恒大的其他資產價值被高報 **118 億人民幣**

截至2011年12月31部門資產負債如下：

	物業發展 人民幣'000	物業投資 人民幣'000	物業管理服務 人民幣'000	其他業務 人民幣'000	沖銷 人民幣'000	集團 人民幣'000
部門資產	154,138,240	18,918,630	1,953,708	<b>16,240,994</b>	(13,816,215)	177,935,357
未分配						1,088,051
總資產						<b>179,023,408</b>
部門負債	85,433,445	-	698,029	7,092,912	(12,414,284)	80,810,102
未分配						<b>63,355,701</b>
總負債						<b>144,165,803</b>
資本開支	427,985	5,278,428	25,395	3,809,297	-	9,541,105

[1] 恒大2011年年報第106頁。

	物業發展 人民幣'000	物業投資 人民幣'000	物業管理服務 人民幣'000	其他業務 人民幣'000	沖銷 人民幣'000	集團 人民幣'000
部門毛收入	60,474,361	114,009	598,815	7,230,673		68,417,858
部門間收入	-	(30,089)	(135,493)	(6,334,091)		(6,499,673)
收入	60,474,361	83,920	463,322	896,582		61,918,185
部門業績	15,964,604	4,344,262	(130,330)	<b>(252,174)</b>	(112)	19,926,250
財政收入						448,598
稅前利潤						20,374,848
所得稅開支						(8,590,221)
年度利潤						<b>11,784,627</b>
折舊及攤銷	90,849	-		5,203	252,183	-
投資物業 公平值收益	-	4,235,953	-	-	-	4,235,953

**欺詐性會計#4:恒大投資物業組合被高報至少 100 億人民幣,相等於其 1/3 的賬面值。我們以兩個不同方法交叉驗證恒大投資物業組合被高報的數額: 1]市值估算方法(詳見第 21 頁)及 2]資產負債表方法(詳見第 22 及 23 頁。兩個方法均支持恒大投資物業組合需減值至少 100 億人民幣的結論。**

恒大在它的投資組合上賺取少於<1.0%毛租金收益,這意味着恒大對其投資物業的所謂“市場”估值被大幅高報。2%的毛租金收益意味著恒大的投資物業值 42 億人民幣,比它報表上所報價值少 71%。換言之,恒大投資物業組合被高報至少 100 億人民幣。

恒大投資物業價值評估		2009	2010	2011
	人民幣百萬計			
N	恒大投資物業租金回報 所報毛租金收入	37.6	51.2	83.9
O	投資物業表上價值 期初餘額	1,741	3,131	10,117
P=N/O	期末餘額	3,131	10,117	18,919
Q=N/0.02	平均價值	2,436	6,624	14,518
R=Q/O-1	所意味的毛租金收益	<b>1.54%</b>	<b>0.77%</b>	<b>0.58%</b>
按如下假定則意味着恒大投資物業平均市值為:				
@2%毛租金收益[1]		1,880	2,559	4,196
相比投資物業所報賬面值的折扣%		-23%	-61%	-71%
S=O-Q	投資物業所須減值 @2%毛租金收益	<b>556</b>	<b>4,065</b>	<b>10,322</b>
K	股東權益所報賬面值	12,861	20,635	32,687
T=S/K	投資物業組合減值佔賬面值的%	4%	20%	32%

資料來源:公司呈報信息

註:香港財務報告準則允許恒大將資產按“市值”記計,但注意,恒大將其“投資”組合以虛幻的價值記計,然後將這些價值轉入損益表中時,它獲得巨大的收入報表的會計利益。自 2006 年 1 月起,恒大通過高計其“投資”組合方法,在收入報表上確認了 95 億人民幣的會計利潤,雖然這些利潤是虛幻的。

[1] 2011 年期間,華潤置地、世茂各從商業物業取得年度毛租金收益分別為 7.1% 及 2.7%。以上的分析已保守地假定年度毛租金收益只有 2%。

**欺詐性會計#4(續):儘管收益低，投資物業自 2006 年起被大幅高計，在收入報表上創造出 95 億人民幣的虛幻利潤及 95 億人民幣的虛幻賬面值。**

到目前為止，恒大按市價計值將其投資物業計算為 95 億人民幣，佔恒大所報截至 2011 年 12 月 31 日股東權益的 29%。恒大簡單地說它聘用了一家估值師以一組估值方法計出恒大組合的價值，而未有披露如何取得這些收益的細節。

投資物業按市價計值而獲之收益 以人民幣 10 億計	2008	2009	2010	2011
<b>投資物業表上賬面價值</b>				
投資物業累積成本基準	0.7	1.3	4.9	9.5
投資物業累積按市價計值所獲之收益	1.0	1.9	5.2	9.5
投資物業表上總賬面值	1.7	3.1	10.1	18.9
<b>投資物業累積按市價計值而獲之得益</b>	<b>1.0</b>	<b>1.9</b>	<b>5.2</b>	<b>9.5</b>
年末股東權益賬面值	8.3	12.9	20.6	32.7
股東權益佔賬面值%	13%	15%	25%	29%
年度間按市價計值而獲得益	0.1	0.8	3.4	4.2
所報營運利潤	0.8	1.3	13.8	19.9
佔所報營運利潤%	9%	67%	24%	21%

註累積性按市價計值從 2006 年開始

資料來源:公司呈報信息

並無具體細節解釋按市價計值而獲的得益  
2011 年年報第 113 頁



本集團於 2011 年 12 月 31 日之投資物業公平值由獨立合資格估值師世邦魏理仕有限公司評值。該估值基於以下任何一項進行: (i)採用能反映現時對現金流量金額及時間不確定因素的市場評估的貼現率，將來自現有租約的租金收入淨額，連同物業可撥收回入潛力的撥備資本化；或(ii)運用直接比較法，假設物業各按現況交吉出售，並參考有關市場的可比較銷售交易；或(iii)在評估發展用地時一般採用的餘值估價法，透過設立「猶如」竣工物業的市場價值，將產生的建築成本、專業費用、利息款項及發展商利潤作適當扣減。所得出結果的數字調整至現值，以在資產負債表物業的現有價值中反映。

**欺詐性會計#4(續):**我們分析亦顯示恒大將發展成本以資本化方式記入資產負債表上，列為投資物業，低報發展成本達**40**億人民幣。

我們的分析顯示，恒大以資本化方式將物業業務的發展成本計入資產負債表上，列為投資物業，以此低報發展成本。我們估計恒大投資物業的表上成本為每平方米 7335 人民幣。與之相反，我們估計恒大的非投資物業發展成本為每平方米 4,260 人民幣。這樣的差別非常不可能。我們結論，恒大把住宅項目未出售泊車位的發展成本分放在資產負債表上列為投資物業，透過這做法，恒大人為地將資產負債表的資產數抬高達**40**億人民幣。

		2009	2010	2011
	<b>低報發展成本</b>			
	除另有註明外以人民幣 10 億計			
A	<b>恒大投資物業組合組合</b>			
B	投資物業累計成本	1.3	4.9	9.5
C	商業物業(平方米計)	95,180	347,141	490,756
D	#泊車位	10,352	34,242	79,816
E=CxD	每泊車位估計平方米[1]	10	10	10
F=B+E	總泊車位(平方米計)	103,520	342,420	798,180
	總投資物業(平方米計)	198,700	689,561	1,288,936
G=A/F*1bn	<b>低報發展成本產生的效果</b>			
	意味著投資物業每平方米成本(人民幣計)	6,309	7,089	7,335
H	每平方米所獲收入(每平方米人民幣)	5,724	5,572	6,385
I	所報毛利率[2]	34.0%	29.2%	33.3%
J=Hx(1-I)	估計住宅項目每平方米所分派成本(人民幣計)	3,777	3,946	4,260
K=G-J	投資物業與住宅物業的成本差額(人民幣計)	2,532	3,144	3,075
F	投資物業組合總平方米	198,700	689,561	1,288,936
J=KxF/1bn	<b>低報發展成本</b>	0.5	2.2	4.0
	佔股東權益賬面值%	4%	11%	12%

[1] 假定每泊車位 10 平方米

[2] 應用混合毛利率

## 欺詐性會計#5: 恒大把土地支出以資本化方式計入資產負債表上，從而低報土地成本。我們估計需減值 **RMB60 億人民幣**。

憑恒大公報土地儲備數據，我們可以算出恒大某一期間的土地支出記賬數額。2011年上半年，恒大土地成本數據顯示每平方米負 **115 人民幣** 而不是每平方米 520 人民幣的估計土地成本，而這意味着恒大每平方米低報 635 人民幣。恒大在 2011年上半年交付 1 千萬平方米，因此我們估計恒大低報的土地支出是 60 億人民幣。

恒大低報土地儲備成本		上半 2010	下半 2010	上半 2011	2010
<u>程式</u>	<u>土地儲備 (百萬平方米)</u>				
A	期初 (已知)	55	72	96	55
B	+增加 (已知)	22	29	49	51
C = D - B - A	- 轉讓/出售土地	(5)	(5)	(10)	(10)
D	期末 (已知)	72	96	135	96
<u>每平方米土地儲備平均成本(人民幣)</u>					
E	期初(已知)	452	519	520	452
F	+增加(已知)	738	579	664	648
G=Kx 1000 / C	- 轉讓/出售土地	764	828	(115)	798
H	期末 (已知)	519	520	617	520
<u>土地儲備總成本(人民幣 10 億)</u>					
I = Ax E / 1000	期初(已知)	25	38	50	25
J = BxF / 1000	+增加(已知)	16	17	33	33
K=L- I - J	-轉讓/出售土地	(4)	(4)	1	(8)
L = D x H / 1000	期末(已知)	38	50	84	50
<u>2011年上半年估計低報土地成本</u>					
G	意味着每平方米已售土地的平均土地儲備成本			(115)	
M	2011年上半年初每平方米真實土地儲備成本			520	
N = M - G	每平方米所低報的土地成本			635	
C	交付平方米 (百萬平方米計)			(10)	
O=N xC / 1000	估計 2011年上半年土地儲備成本低報(10 億人民幣)			(6)	

資料來源: 恒大 2009 年年報、2010 年年報及中期報告，及 2011 年中期報告

**欺詐性會計#6:恒大與“其他收入”相關的應收賬款被重大高報。在 2011 年 6 月中期報告中，恒大公報其他業務部門的應收賬款(A/R)，相對該部門所報的收入無法解釋。我們估計這個其他業務的應收賬款需減記 28 億人民幣。**

2010 年 12 月 31 日的應收賬款令人生疑，2011 年 6 月 30 日的變動則肯定有問題了。日期絕對不合理，“其他”應收賬款的增加超過“其他”收入的增加--這是不可能的。一個可能性是恒大可能借款予某人(可能是它主席)，然後在無適當披露情況下把借款入賬為應收賬。

估計應收賬款須減記					
人民幣 10 億					
應收		6 月期截至		增加自	
		12/31/2010	6/30/2011	12/31/2011	12/31/10 至 6/30/11
賬款(與物業發展相關)		0.9	1.9	2.8	0.9
其他	1.2	2.2	3.0	1.1	2.0
總計		2.1	4.1	5.8	
收入					
物業發展	25.1	31.7	28.8		
其他	0.3	0.4	1.1		
總計	25.4	32.1	29.9		
賬期日數					
物業發展	7	11	17		
其他	624	1,126	509		
總計	15	23	35		
估計減記					
其他收入	0.3	0.4	1.1		
假定應收賬款日數	30	30	30		
意味著應收賬款為	0.1	0.1	0.2		
"其他"部門所報應收賬款	1.2	2.2	3.0		
如應收賬款期數 30 日，估計"其他"部門的應收賬款日數	0.1	0.1	0.2		
估計須減記	1.1	2.2	2.8		

其他應收賬款額  
超出其他收入額  
是不可能的！

應收賬款日數暴  
增至 3 年！

如應收賬款是更  
為合理的 30 日  
數，恒大須減記  
28 億人民幣

## 中國財政部亦發現恒大重大會計欺詐證據[1]

- 2011 年 10 月 11 日，中國財政部公佈恒大因提供不確財務報表而被處以罰金。[1]
- 財政部作出結論，恒大在其財務報表上未把 57 家子公司綜合結帳；在 2009 年財務報告上就 64 億人民幣資產提供不確信息；高報成本及未付稅項。財政部亦公告調查結果，指恒大將不良應收賬款的準備金以低於其價值入賬，這個“失誤”佔恒大所報 630 億人民幣資產 10%以上，佔恒大 2009 年 12 月 31 日所報權益 50%以上。
- 財政部說：“個別物業發展上公報不確收入數字、高報成本及推遲或低繳稅款。”
- 如本報告所述，我們的分析顯示財政部的追蹤方向正確，但這僅僅摸到表面情況。
- 與此同時，恒大審計師羅兵咸永道(香港辦事處)仍繼續給予無保留意見[2]

A26

意見

我們認為，該等綜合財務為報表已根據香港財務報告準則真是而公平地反映貴公司及貴集團於 2011 年 12 月 31 日的事物狀況，及貴集團截至該日止年度利潤及現金流量，並已按香港《公司條例》的披露規定妥為編制。

羅兵咸永道會計事務所

香港，2012 年 3 月 28 日

[1] [http://jdjc.mof.gov.cn/zengwuxinxi/jianchagonggao/201110/t20111011\\_598596.html](http://jdjc.mof.gov.cn/zengwuxinxi/jianchagonggao/201110/t20111011_598596.html)

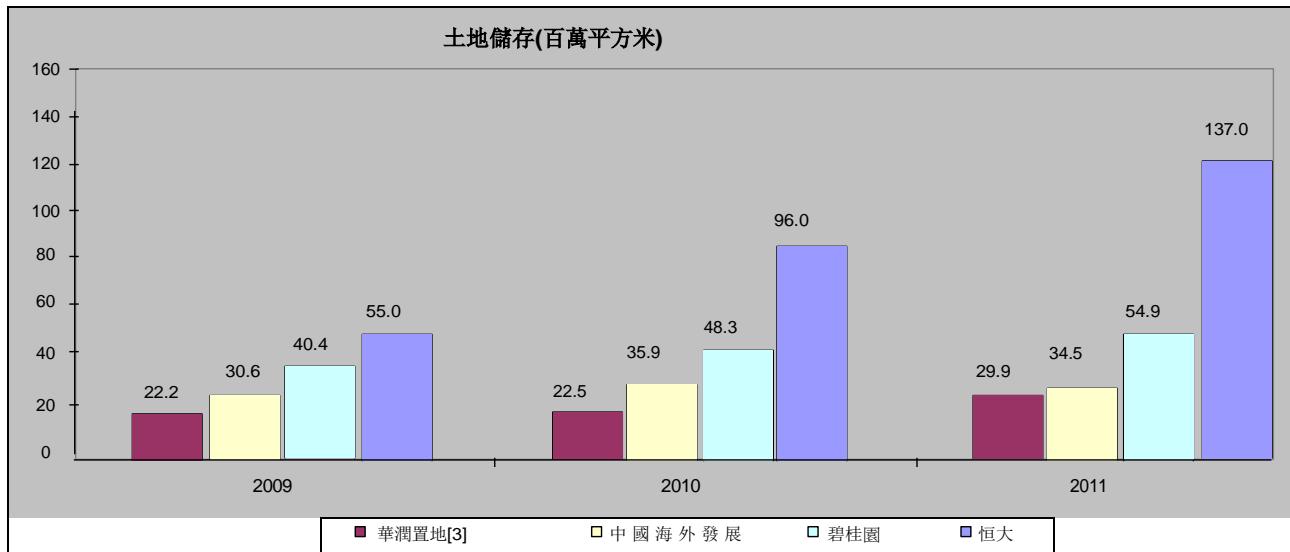
[2] 恒大 2011 年年報第 78 頁

## 第 2 部份:賄賂、非法取得土地使用權及嚴重閒置 土地負債情況

恒大賄賂當地官員，在中國以當時市價的巨額折扣取得龐大土地庫存，恒大的賄賂行動已逐漸曝光。先例顯示中央政府將迫使恒大歸還非法取得的土地。此外，中央政府已開始執行閒置土地法。若政府繼續執行這些法規，恒大將面臨巨額罰款及失去龐大土地庫存的風險。

## 無論是與它自身公報的營運計劃或與其同行相比，恒大的土地儲存增長軌跡驚人

- 恒大首次公開上市時持有 5.12 千萬平方米土地，為所有中國物業發展商之冠。
  - “我們相信，我們現行的土地儲備規模能滿足我們未來 3 到 5 年的發展需要...”[1]
  - “...我們計劃在滾存的基礎上保持大約 5 千萬平方米土地儲備。”[2]
- 與其首次公開上市招股書所述相反，恒大繼續非常進取地累增土地儲備。現在，公司控制土地 1.37 億平方米，比中國 3 家最大發展商加起來的土地儲備仍要多。1.37 億平方米幾乎是恒大首次公開上市時公告增長策略所需土地的 3 倍。



[1] 首次公開上市招股書第 157 頁

[2] 首次公開上市招股書第 162 頁

[3] 截至 2011 年 3 月 23 日的 2010 年土地儲存；截至 2012 年 3 月 7 日的 2011 年土地儲存

恒大財務報告顯示，它以難以置信的、低於同行取地價 67% 的折扣取得它龐大、並仍在增加中的土地儲存

中國房地產是個超級競爭性的市場，超過 1 萬家有國家背景和民營房地產商相互競爭拿地發展。在一個商品化的市場環境裡，我們無法想像最大量的購買家竟然能以低於它同行達 67% 的折扣價囤積其土地儲存。

- 2011 年期間，除恒大不算，中國首 5 家最大物業發展商以每平方米加權平均價 2,022 人民幣取得共 3.49 千萬平方米土地。
- 同期，恒大單獨取得 1.37 億平方米土地，比其他同行的總土地儲備還要多。恒大購入土地面積雖然超大，每平方米加權平均成本只是 667 人民幣，比同行所報成本 3 份 1 還不到。

與中國主要物業發展商土地儲備成本對比基準

	綠城	世茂	萬科	龍湖	中國海外 [1]	總數	恒大	恒大與同行 對比
截至 12/31/2011 期末土地儲存(每百萬平方米)	41.0	39.5	35.5	33.8	29.9	179.6	137.0	76%
2011 年期間新獲土地的總毛建築面積(百萬平方米)	6.8	4.6	9.2	4.8	9.4	34.9	40.8	1.2X
新獲土地成本(每平方米人民幣)	1,626	1,212	2,707	1,950	2,074	2,022	667	-67%

資料來源:公司呈報信息

[1] 截至 2012 年 3 月 7 日

## 財務報表顯示，恒大通過賄賂當地官員以低於市價取得土地。

- 在截至 12/31/2011 年的財務報表的註解中，恒大公報公司支出 4.7 億人民幣(7.3 千萬美元) “不獲稅務減免開支”。在註 B，恒大形容這些支出與 “地價成本相關並且無正式發票”。
- 我們的調研透露，這些不獲減免、不能開發票的支出是恒大付予當地政府官員的賄款。當地官員一旦受賄即繞過中央政府土地使用批核程序，允許恒大以折扣價直接從農民手上或通過作弊性質的拍投買入土地。

集團稅前利潤的所得稅額與按集團各公司按本國所頒稅率而理論上應產生的稅負額有別，如下：

	截至 12 月 31 日為止年度	
	2011 人民幣'000	2010 人民幣'000
所得稅前利潤	20,374,848	14,092,711
按中國企業所得稅率計	5,093,712	3,598,453
中國企業所得稅所獲的中國土地增值稅項減免	(998,621)	(665,265)
無需繳稅的收入 (註(a))	(140,445)	(92,551)
不獲稅務減免的支出(註 (b))	470,029	346,242
不獲遞延所得稅資產結算而產生的稅損	142,123	143,952
中國企業所得稅	4,566,798	3,330,831
來自中國子公司的預扣利潤稅	28,939	76,146
中國土地增值稅	3,994,484	2,661,058
	8,590,221	6,068,035

a) 2011 年 12 月 31 日止之年度無需繳付所得稅的收入主要為公司優先票據(註 25)之兌換所得結算及罰金收入(註 21)。

b) 2011 年 12 月 31 日止之年度未獲稅務減免的支出主要包括無正式發票的地價成本及集團海外公司所付利息。

恒大所說的未獲稅務減免的支出，主要包括 “無正式發票地價成本” (換言之賄款)。恒大在 2011 年此類支出上花去 4.7 億人民幣(7.3 千萬美元)。

## 個案研究#1: 恒大瀋陽綠洲項目

恒大在瀋陽取得限於商業用途的土地(違規#1), 然後坐擁其地超過法規所允許期限(違規#2), 無適當批核而動工(違規#3), 及對買家使用偷天換日手法(違規#4)。雖然屢次違規, 引起演變為暴力的抗議, 恒大未受到當地官員的懲罰。

- 恒大在 2007 年 5 月購入一幅土地, 該地距離一個泄洪堤壩僅 70 米。國家規例規定商業發展地距離堤壩至少 200 米以上。[1][2]
- 坐擁該地 3 年後, 恒大於 2010 年 7 月開始項目動工。3 年超出了閒置土地 2 年的期限, 雖然國家法例允許政府無償收回閒置土地, 恒大仍能保有該地, 未遭懲處。[1][2]
- 中國媒體報導, 當地居民投訴恒大在完全違反法規的情況下取得購地牌照, 任由土地閒置而未受到任何政府壓力必須發展土地。[1][2]
- 2010 年 7 月, 恒大在未取得適當前期建設批核的情況下動工。恒大僱用保安人員, 後者與當地抗議發展的居民有肢體接觸。[1][2]
- 2011 年 8 月, 遼寧電視報導, 買家投訴恒大使用偷梁換柱手法, 買家所收到的物業設計與當初承諾的有相當大差異。[3]

註: 瀋陽市位於遼寧省, 佔恒大 2011 年下半年土地儲存 11%。資料來源: 2011 年年報第 25 頁。

1] <http://bbs.gz.house.163.com/bbs/rights/214999251.html>(中國媒體報導英譯)

2] <http://www.tianya.cn/publicforum/content/no06/1/184550.shtml>(中國媒體報導英譯)

3] <http://www.tudou.com/programs/view/-hMLWYM7ahQ/> (中國媒體報導英譯)

## 個案#1(續):恒大瀋陽市綠洲項目

如圖所示，恒大與瀋陽當地官員違規合作導致激烈抗議。當地媒體於 2011 年 5 月 5 日拍得這些圖片[1]

恒大---僱用保安人員



抗議者被恒大保安人員襲擊



[1] <http://www.tianya.cn/publicforum/content/no06/1/184550.shtml>

## 個案研究#2:恒大在啟東市的名都及海上威尼斯項目

恒大在啟東市以低於市價取得海傍受限制土地，無需面對其他發展商的競爭，而且，我們的調研顯示，當地政府官員協助恒大非法取得該地。

- 恒大在距上海不遠的啟東項目是它 2009 年推展首次公開上市時的基石部份，佔恒大發展中項目 29%。[1]
- 另外，恒大在中國啟東的土地使用權被用來擔保它 2007 年 11 月的結構性優先貸款。[2]
- 在 2006 與 2007 年之間，憑著“被收買的”當地政府官員的協助，恒大在啟東取得 5.98 百萬平方米(598 公頃)的海岸地。恒大首次公開上市招股書顯示，恒大支付每平方米 300 人民幣(2.8 億美元或每平方尺 4 美元)。[3]
- 在中國，購入超過 50 公頃海傍土地需得中央政府批核。為規避中央政府審視，當地政府官員協助恒大將該批土地分割成 13 個較小地塊(每個少於 50 公頃)，然後由 13 家恒大控制的公司分別購入。[4]
- 而且，中國法規禁止把海岸地用作商業用途。為使項目得以商業化，當地官員協助恒大非法把“海洋證書”轉為土地使用權。
- 恒大對外宣傳啟東將於 2012 年 6 月開始預售，但這幅土地有很實質性的風險被勒令歸還當地政府，恒大作出的投資被沒收。[5]

註：啟東位於江蘇省，佔恒大 2011 年下半年土地儲備 10.9%。資料來源：2011 年年報第 25 頁

[1] 首次公開上市招股書第 8 頁

[2] 首次公開上市招股書第 48 頁

[3] 首次公開上市招股書第 IV---215 頁, 第 3 點 iv 分點說，地價將以標準每畝 20 萬人民幣以下支付(1 畝=667 平方米。啟東=8967 畝或 5.98 百萬平方米。每畝人民幣 20 萬=每平方米 300 人民幣。

[4] [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_5fbff8240100w49x.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_5fbff8240100w49x.html)

[5] <http://news.hexun.com/20120117/137322707.html>

## 個案研究#3:恒大成都山水城項目

隨著政府增強對非法土地使用的壓力，恒大的非法土地使用計劃開始解體。

- 在中國，大幅土地的銷售需得到中央政府的批核。2010年1月大邑縣政府在沒有適當批核的情況下改變出售土地的使用目的。與啟東的騙局相似，恒大與當地官員合謀，將該片廣大土地分成2個地塊，每個地塊的面積剛可以規避有關法規。[1]
- 2010年2月及7月，大邑縣政府將1.8百萬平方米土地轉讓予恒大。[2]
- 據報恒大分別為2010年2月5日及2010年7月22日所投的土地支付每平方米435人民幣及每平方米510人民幣。令人難以置信的是，2010年7月22日售出的3個相類土地的售出價是每平方米1360人民幣。恒大的標準營運做法是從作弊的系統中取得利益。[1]
- 同樣難以置信的是，恒大在2009年末已在該地開始工程，遠在它於2010年2月及7月的拍賣中投得該地之前。[2]
- 在某些個案，當地居民被迫遷，家園被毀，讓恒大取得通往該地的通道。
- 主事該項目的當地前共產黨書記傅立建於2010年尾以受賄策劃該宗土地買賣而被拘留。[2]
- 2011年1月12日，中國國土資源部公告，判決恒大成都項目的土地為非法。[3]
- 中國國土資源部已中止項目興建。當地媒體報導恒大正將土地歸還當地政府。[4]

註：成都位於四川省，佔恒大2011年下半年土地儲備6.2%。資料來源：2011年年報第25頁。

[1] <http://hk.jrj.com.cn/2012/01/19082812092613.shtml>

[2] <http://www.skyscrapercity.com/showthread.php?p=83222798>

[3] <http://finance.qq.com/a/20120117/007824.htm>

[4] <http://www.cb.com.cn/1634427/20120517/375251.html>

## 個案研究#4:恒大在彭山的金碧天下項目

來自中央政府的一個檢查組作出結論，恒大在彭山從事非法土地使用活動。

- 2011 年 10 月 15 日，一家中國報章報導，彭山當局在 2008 年以前的時間協助恒大非法取得 5570 畝(3.7 百萬平方米)農地。[1]
- 據該報導，2008 年 2 月，一個中央政府檢查組到了彭山調查恒大在該地的非法土地使用活動。  
[1]
  - 在作出恒大在彭山從事非法活動的結論後，調查組向恒大實施聽起來頗嚴重的懲處:(1)停止項目施工；(2)交還取得的土地使用證；及(3)把未使用的土地歸還給當地農民。
  - 但是，彭山當地政府無視中央政府的出示，允許恒大規避中政府實施的懲處，令人詫異的是恒大繼續興建及銷售該項目。

註: 彭山位於四川，佔恒大截至 2011 年下半年的土地儲備 6.2%。資料來源： 2011 年年報第 25 頁。

[1] <http://www.northnews.cn/2011/1015/525057.shtml>

## 個案研究#5:恒大在鄂州的金碧天下項目

更多的對恒大非法土地計劃的調查已在進行

- 2011 年 10 月 10 日，一家中國報章報導，恒大在鄂州一個項目從事非法土地用途。[1]
- 恒大計劃把鄂州項目發展為華中最大的高端渡假村，佔地 1.3 百萬平方米，指定毛建築面積相等於 9 百萬平方米。
- 據當地居民說，恒大自 2007 年開始一直從當地農民手中累積買入農地。
- 當地政府曾表示，國家土地督察局武漢局正進行調查。

註: 鄂州在湖北省，佔恒大 2011 年下半年土地儲備 3.4%。資料來源: 2011 年年報第 25 頁。

[1] <http://djckb.com/observe/o2/2011/1011/20847.html>(中國媒體報導英譯)

[2] <http://baoliao.chuhui.com/bl/2012-05-08/53857.html>(中國媒體報導英譯)

國土資源部的一向規定，是牽涉到非法土地使用計劃的公司必須交還物業及所有相關的財產、廠房及設備。

- 2008 年，中國政府裁定，有國資背景的中國海外發展的成都項目從事非法活動。作為處理方案的一部份，中國海外發展歸還總計 2 百萬平方米新建項目予政府，並支付 4 百萬人民幣罰款。[1]
- 2008 年，碧桂園非法發展安徽省一塊土地。作為處理方案的一部份，碧桂園將發展中的土地歸還國土資源部，並停止興建。[1]
- 2011 年 9 月，有國資背景的萬科因河北省一個項目中的非法活動遭受懲處。中央政府中止萬科的項目，已售出的單位退還給萬科，萬科被令支付予買家相等於單位價值的 8% 的賠償。[1]
- 2010 年，物業發展商三峽鴻銘在宜昌市一塊土地上非法建造一個別墅及哥爾夫球場項目，直接違反政府禁止該類發展的政策。政府就已售出的別墅徵收相等於 10% 建造成本的罰金；對在建或已建而未出售的別墅，政府勒令停止預售。政府亦收回取得的土地並銷毀已建房屋。所懲處的罰金達 1.9 百萬人民幣。[2]
- 2010 年 6 月，廣東政府就一宗非法土地使用案發放新聞稿。據新聞稿，自 2007 年起清新當地政府非法協助 2 個工業項目取得 8973 畝地。廣東政府炒掉了清新書記，令違規公司交出所有相關建築物，並支付相等於 9.3 百萬人民幣的罰金。[3]

[1] <http://finance.qq.com/a/20120119/001045.htm> (中國媒體報導英譯)

[2] [http://www.sc.xinhuanet.com/content/2011-04/18/content\\_22547756.htm](http://www.sc.xinhuanet.com/content/2011-04/18/content_22547756.htm) (中國媒體報導英譯)

[3] <http://zsda.gov.cn/plus/view.php?aid=265385> (中國媒體報導英譯)

恒大已投資 840 億人民幣把土地儲存發展至目前水平。除與非法取地及非法使用土地相關的風險外，恒大更要面對有關當局重新執行閒置土地規定而來的額外風險。

中國閒置土地法規頒布經年，但過去沒有貫徹地執行。舉例，雖然恒大擁有逾 17 年長的土地庫存，恒大在 2010 年的年報上並沒有提到中國的閒置土地政策。

- 2011 年 12 月 21 日，國土資源部公告新規定，顯示當局有意增強執法力度，提高其一致性。<sup>[1]</sup> 新規定顯示：
  - 發展商如購入土地後讓其閒置 1 年，將面臨相等於購地價 20%之罰金；及
  - 土地閒置未使用 2 年後，政府可無償收回。
- 如果國土資源部開始執行土地閒置法規，恒大是中國發展商中風險最高的一家。公司沒有能力承擔第 1 年閒置土地的罰金，因而面臨失去全盤土地儲存的重大風險：
  - 恒大耗資 840 億人民幣取得 1.37 億平方米土地使用權，平均成本為每平方米 6.16 人民幣。<sup>[2]</sup>
  - 以已交付建築面積為替代性指標，以此顯示已交付的土地面積，恒大目前坐擁 17 年長的土地庫存(1.37 億平方米土地儲存/8.1 百萬平方米已交付土地)。<sup>[3]</sup>
  - 我們估計，恒大 77% 的土地儲存在閒置狀態。<sup>[4]</sup>
- 我們估計，如實施 1 年土地閒置法，恒大將面臨 130 億人民幣罰款，相等於恒大截至 2011 年 12 月 31 日權益的 40%。
  - $77\% \text{閒置土地} \times 840 \text{ 億人民幣地價} \times 20\% \text{罰額} = 130 \text{ 億人民幣土地閒置罰款}$ 。
- 恒大處於左右皆輸的局面，一是花錢保存這些土地，但它沒有這個財力，一是讓土地閒置，被處以相等它 40% 權益的 1 年罰款。

[1] <http://gangtie5.com/views-of--idle-land-disposal-methods-will-be-imposed-20--levy-cost-of-idle-land/>

[2] 2011 年年報第 11 頁

[3] 2011 年年報第 25 頁。恒大披露期內總毛交付建築面積(總交付公寓平方米)，但不披露交付土地面積。恒大在 2011 年年報第 15 頁披露，它在總值 1.368 億元土地儲備上擬建項目的毛建築面積為 1.595 億，這意味着已交付毛建築面積與土地儲備的比例為 1.17 倍。在 2011 年，恒大交付毛建築面積為 9.471 百萬平方米。以 2011 年已交付毛建築面積 1.17 倍的比例計算，恒大交付的土地為 8.1 百萬平方米。

[4] 2011 年 12 月 31 日，恒大公報在建的毛建築面積為 3.6524 千萬平方米。以 1.17 倍比例計算，恒大 3.6524 千萬在建中的毛建築面積意味着恒大在發展中之土地相等於 3.13 千萬平方米，或 23% 的總土地儲存；換言之，其總土地儲中 77% 在閒置狀態。

## 第 3 部份: 危機

我們確認得 7 個紅旗警號，顯示恒大有嚴重財務及營運壓力。這些紅旗警號分為以下幾個類別：**現金定金收回出現嚴重差額**；債款迅速增長並越益昂貴；預售額大幅下降；財務受壓下向關聯方減價出售關鍵資產；開啟無經濟價值的項目以試圖保持預售額；合約銷售大幅下降；及大幅折扣。

**危機紅旗警號#1:**一方面，恒大自報在 2011 年頭 6 個月合約銷售增加 146%，另一方面，恒大顧客現金定金卻沒有增加。

按恒大營運資金周轉期(及其同行之營運周轉期)算，在任何一個時候，顧客定金應相等於年度合約銷售額至少 83%。[1] 2011 年 6 月 30 日，恒大公報合約銷售額大幅增加至 720 億人民幣，但其顧客定金額未見相應增加。這個差別是一重大紅旗警號，意味着恒大在捏造合約銷售數字，或者是忘記收取定金。我們懷疑是前者。

#### 合約銷售與顧客定金互不關聯

以人民幣 10 億計	截至 12 月 31 日財政年度				LTM	
	2008	2009	2010	2011	12/31/2010	6/30/2011
所報合約銷售	6	30	50	80	50	72
表上顧客定金	4	24	24	32	24	24
定金額與合約銷售額比例	58%	80%	48%	39%	48%	34%

合約銷售急  
劇增加

顧客定金未見增加

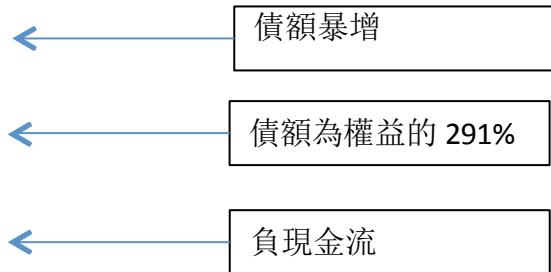
資料來源：顧客定金數據及合約銷售數據據恒大財務報表。

[1] 中國物業發展商一般在購房人簽約 1 到 2 個月內收取現金。這筆現金在資產負債表上以顧客定金記計。簽約與交付物業的時距為 12 個月或更長。簽約與支付之間的時段差距，意味着顧客定金額至少應相等於過去 12 個月合約銷售的 10/12 個月額，或 83%。恒大公報截至 2011 年 6 月 30 日的 12 個月期內合約銷售額為 720 億人民幣，以 83% 比例計算，顧客定金在 2011 年年中應相等於 600 億人民幣，但恒大所報的顧客定金是 240 億人民幣。

**危機紅旗警號#2:**一方面，恒大無恥地宣揚“現金為王”財政策略，另一方面，它的債務餘額繼續暴增。恒大的過度借貸，令公司沒有犯錯的迴旋餘地。

雖然恒大公報巨大的收入及盈利增長，它的現金卻處於流血不止狀態。自 2008 年 12 月 31 日以來，總公報債額由 150 億人民幣暴增至 950 億人民幣。如前文所述，恒大表外負債至少達 230 億人民幣，表內表外債於 12/31/2011 年的總額為 1180 億人民幣。即使我們假設恒大的資產未被高報，它的債額股權比例仍然達到 291%。

債項摘要		12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011
以人民幣 10 億計					
借貸	10.4	14.2	31.2	51.7	
顧客預支	3.5	24.3	24.1	31.6	
遞延所得稅負	0.5	0.6	1.5	2.9	
當期所得稅負	0.9	1.0	4.6	8.8	
<b>總債額</b>	<b>15.3</b>	<b>40.1</b>	<b>61.3</b>	<b>95.0</b>	
權益(不計少數股東權益)	8.3	12.9	20.6	32.7	
債額股權比例	1.85x	3.12x	2.97x	2.91x	
<b>現金流摘要</b>					
營運活動所耗現金淨額	(5.2)	2.2	(11.7)	(3.7)	
投資活動所耗現金淨額	(0.1)	(0.1)	(0.8)	(10.2)	
融資活動所產生的現金淨額	4.5	4.5	17.6	21.8	



資料來源：數據按恒大呈報信息。注意，因公司已收取現金而仍未交付產品，顧客定金算為債務。

## 危機紅旗警號#3:恒大的流動性是如此惡劣，以至在 2011 年它從信託行業借入 67 億人民幣。

中國的信託行業以 **20%到 30%** 年息向房地產市場提供擔保貸款。儘管恒大聲稱擁有大量現金餘額及廉價、未用的銀行信貸額度，2011 年恒大從信託行業借入 67 億人民幣。對任何一家沒有流動性危機的公司來說，這種行動是完全不理性，這行動因此是顯眼的紅旗警號。它突顯出恒大不但絕望而且無恥地不誠實。

### 17 借貸

	集團	
	12 月 31 日	
	2011 年 人民幣'000	2010 年 人民幣'000
<b>歸入非流動性負債的借貸</b>		
銀行借貸- 有擔保	26,395,529	19,897,200
優先票據	17,432,108	8,750,254
---2010 年發行優先票據 ("2010 年優先票據") (註(a))	8,348,988	8,750,254
---2011 年發行優先票據 ("2011 年優先票據") (註(b))	9,083,120	-
<b>其他借貸---有擔保(註 c)</b>	<b>6,681,561</b>	<b>1,284,280</b>
其他借貸---有擔保(註 c)	50,509,198	29,931,734
	(9,010,478)	(5,771,710)
減： 非流動借貸的當期部份	<b>41,498,720</b>	<b>24,160,024</b>
<b>包含在流動負債下的借貸</b>		
銀行借貸- 有擔保	817,000	1,036,500
非流動借貸的當期部份	9,010,478	5,771,710
其他借貸---有擔保(註 c)	400,512	191,900
	<b>10,227,990</b>	<b>7,000,110</b>

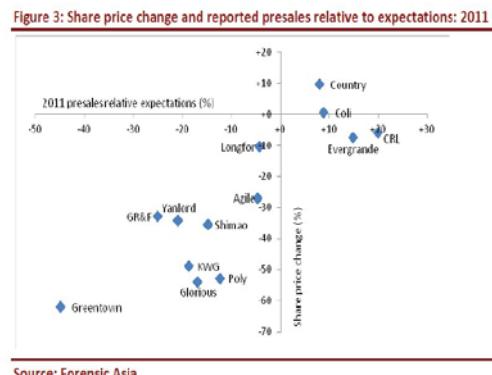
### (c) 其他借貸

在本年度，個別在中華人民共和國內的集團公司與某些財務機構("受託人")就房地產發展項目達成融資安排。根據安排，受託人籌借信託資金並將之注入集團公司。所有資金收取固定息率，有固定回款期，並以集團公司的發展中物業或某些集團公司的股份做擔保。這些股份的資產淨值截至 2011 年 12 月 31 日大約為 7,507,026,000 人民幣 (2010 年 12 月 31 日為零)。

**危機紅旗警號#4：恒大管理層有誘因去捏造預售數字。投資者對這些數字需抱以戒心，這些數字未經審計，與審計過的財務報表亦無法銜接。即使假設恒大所報準確，恒大 2012 年 1 至 4 月預售額的下跌幅度比其他在香港上市的主要中國物業發展商仍然要多。**

- **恒大管理層有誘因去捏造預售數字。**預售數字應該是觀察一個物業發展商表現中最受密切注意的主要指示，情況正如科網泡沫潮時備受關注的每月訂戶數字公佈。所以，房地產發展商的股價對預售數字很敏感，恒大對此心知肚明！
- 下表由 Forensic Asia 編算的圖表顯示，在 2011 年取得或接近其預期銷售數的公司的股價表現最好，如碧桂園及中國海外發展。遠未達到其預售目標的公司，其股價表現最劣，如綠城。[1]
- 投資者必需對恒大預售數字需抱有很大的戒心，因為這些數字未經審計，亦無法與經審計的財務報表直接銜接。
- 如果我們樂觀地假設恒大並無捏造數字，該公司所公報的年度至今預售額(1 至 4 月)的年比下跌幅度仍是 11 家在香港上市的主要物業發展商中最大的。[2]

圖 3: 股價變動及與預期相比的預售額: 2011 年



2011 年預售與預期相比(%)  
 碧桂園 Country  
 中國海外發展 COU  
 華潤置地 CRL  
 恒大 Evergrande  
 龍湖 Longfor  
 雅居樂 Agile  
 仁創置地 Yanlord  
 廣州富力 GR&F  
 世茂 Shimao  
 合景泰富 KVG  
 保利 POLY  
 恒威 Glorious  
 緑城 Greentown  
 股價變動 (%)

資料來源: Forensic Asia

Source: Forensic Asia

圖 2: 香港上市中國物業發展商預售數字

公司 4 月-11 年 年度至今 4 月-12 年 年度至今 年度至今 目標數 完成  
 (人民幣 10 億計) (%)

Company	Apr-11 (Rmb bn)	YTD (Rmb bn)	Apr-12 (Rmb bn)	YTD (Rmb bn)	YTD (Yo%)	Target (Rmb bn)	Compl' (%)
Agile	2.1	11.5	2.1	8.5	-26	31.0	27
China Overseas	6.7	22.8	9.7	30.9	36	98.4	31
China Resources	1.5	7.5	3.1	11.3	51	31.0	37
Country Garden	2.6	11.9	3.0	9.1	-24	43.0	21
Evergrande	6.2	26.0	8.2	16.5	-37	80.0	21
Guangzhou China	1.3	11.3	3.1	9.8	-13	40.0	25
Guangzhou R&F	2.6	8.6	2.9	9.5	11	33.0	29
Longfor	3.0	12.9	3.0	9.6	-26	39.0	25
Shimao	2.2	8.5	4.1	11.4	33	33.0	34
Sino-Ocean	1.7	7.5	2.6	5.9	-22	27.0	22
Vanke	7.9	43.4	7.4	38.5	-11	127.0	30
總計	37.8	171.9	49.2	160.9	-6	602.4	27
Total	37.8	171.9	49.2	160.9	-6	602.4	27

[1] ForensicAsia, 第 4 頁: 中國物業 -- 預售是真實的嗎?

[2] ForensicAsia, 第 3 頁: 中國物業 -- 預售是真實的嗎?

**危機紅旗警號#5:恒大急需賺取預售現金，即使項目非常缺乏吸引力，它亦一樣動工。恒大在營口市項目是一個有啟導性的個案研究，在營口市，相對每一個住戶家庭，就有 4 個房子供應。**

營口市位於遼寧省，該省是恒大土地庫存中最大的土地市場，佔恒大土地儲存 11%。[1]

- 我們按當地政府統計數字計算出，營口市能提供或在建中的住宅單位已達 76 萬個，相對來說，營口市的總人口是 56 萬，以每戶 3 人計算是 18.6 萬戶，這意味着，目前相對居住在營口市的每一個家庭已經有 4 個房子。[2]
- 一位營口市官員最近在中國媒體上表示，營口市物業“超供情況嚴重”。[3]
- 恒大在營口有 3 個性質相同的項目，總毛建築面積逾 1.15 百萬平方米，目標買家群接近。當地媒體報導，恒大在營口市的售罄率是災難性的，售量迅速倒退而且售價在下跌。[3]
  - 恒大綠洲:2011 年 7 月開盤，每平方米平均銷售價 5 千人民幣。
  - 恒大城第 1 期:由 2011 年 8 月延至 10 月尾始開盤，每平方米平均銷售價約 4 千人民幣，低恒大綠洲 20%。
  - 恒大江灣:開盤平均銷售價每平方米 3600 人民幣，其後不久被調低至每平方米 3400 人民幣。
- 絶望之餘，恒大開始出售未竣工單位，以此減低售價，並推廣“團購”。以團購買房子的方式去促銷極具風險，即使在絕望情況下，中國各地一般物業發展商過去都避免這種明顯為投機性的方式。

[1] 恒大 2011 年年報第 25 頁

[2] 據報章《投資中國》，營口市當地政府披露，2011 年末已完成住宅物業估計為 4.8 千萬平方米。2011 年 11 月末在建中的物業為 2.8 千萬平方米。如不再有新工程動工，總供應將相等於 7.6 千萬平方米。假設每個住宅單位 1 百平方米，這意味着一個只有 18.6 萬個家庭的營口市，有 76 萬個單位供應，或每個家庭有 4 個住宅單位供應。

[3] <http://house.people.com.cn/GB/16885138.html>

危機紅旗#6:丹陽個案研究。有鑑於恒大於丹陽項目在同月減折 25%，恒大聲稱的 11 月平均銷售價似乎造假。

丹陽是華東的一個 3 線城市。

當地媒體顯示，2011 年 11 月恒大將平均銷售價從每平方米 8000 人民幣減至每平方米 6000 人民幣，而且，為求銷情，恒大現在開始接受分期付款。<sup>[1][2]</sup>

25% 的減價令之前購房人士大驚失色。2011 年 11 月 23 日，逾 100 名較早購房人士衝入銷售辦事處，要求歸還房款或一筆與折扣相同的現金補貼。

在丹陽，憤怒的購房者抗議恒大削價<sup>[3]</sup>



1] <http://www.tianya.cn/publicforum/content/free/1/2340225.shtml>

2] [http://p.pomoho.com/t\\_hahhiness/17172835](http://p.pomoho.com/t_hahhiness/17172835)

3] <http://bbs.my0511.com/redirect.php?fid=152&Bd=3644469&goto=nextoldset>

## 危機紅旗警號#7:當地中國媒體的報導支持以下結論-- 恒大的流動性正在乾涸。

- 2011 年 12 月 14 日，中國報章和訊報導，一名未透露身份的恒大行政人員表示，恒大總部已下令把新項目啟動作重大推遲。該行政人員亦表示，恒大已遣散了動工單位的僱員，並推遲支付工程合同。而且，這名行政人員表示恒大有計劃遣散 30% 的工作隊伍。[1]
- 2011 年 9 月，*21 世紀經濟報導*報導，恒大邀請經甄選的僱員以 30% 折扣房價購買物業。該報表示，恒大正絕望地嘗試造就流動性，它很多推廣活動被認為是非法的。[2]
  - 折扣亦以“貴賓擔保籌碼”及“誠意登記”憑證的形式向社會大眾推廣，在這些安排中，恒大在物業正式銷售開始前收取付款或部份支付。[2]這些做法是非法的。
  - 我們訪談過的前僱員表示，恒大一向向媒體抬高個別物業的銷售表現以吸引買家。

[1] <http://house.hexun.com/2011-12-14/136281393.html>

[2] [http://qy.ff1.com.cn/news/newsfile/2011-9-8/20119892717\\_1.html](http://qy.ff1.com.cn/news/newsfile/2011-9-8/20119892717_1.html)

## 第 4 部份: 許主席

許主席的文憑資歷是虛假的，他利用迷宮般的龐氏騙局型債務交易及枱底資產互換為恒大提供資金

# 恒大創辦人/主席許家印亦稱許博士，但他並非博士也不是教授。

許主席以博士及教授自稱，許先生“獲”西阿拉巴馬州立大學榮譽博士學位，但並沒有博士學位。在與武漢科技大學的一次訪談中，我們發現許氏從未在該校授課。

- 2008年1月23日，許獲得世界傑出華人獎，該獎項連帶授予西阿拉巴馬州立大學榮譽學位，該大學在美國名不經傳。
- 該學位基本上是一個郵購課程，不能授予學術資格。
- 某些與該獎項掛鉤授予榮譽學位博士銜的大學近年被稱為“文憑工廠”。
  - 2009年：加州國際大學。該機構只能頒授工商管理學士學位及國際商業碩士學位。<sup>[1]</sup>
  - 2007年：紐卡素大學，亦稱紐卡素大學（在英倫及美國德拉瓦州），它並不是官方認可的學位頒授機構。<sup>[2]</sup>

2008年許主席“獲”榮譽學位<sup>[3]</sup>



## 在中國的一流管理團隊

我們擁有一個富於經驗的管理團隊，成員包括廣受推崇的車東、平均有超過16年與房地產發展、規劃設計、融資及其他領域的相關經驗。在該團隊成員中，有4位具博士學歷，5位有碩士學位。團隊由我們的主席許博士帶領。許博士是武漢科技大學管理學教授，中國人民政治協商會議會員，也是中國房地產協會主席。我們的首席執行官夏海鈞博士在房地產發展及業務管理上累積了逾16年經驗。

恒大形容其主席許家印為一名博士及教授。許  
不是一名博士，亦不在武漢授課。

資料來源：恒大網址、公司演示稿及恒大2015年優先票據說明書。

1] <http://www.cpec.ca.gov/CollegeGuide/Institution.asp?ID=E0136A&bhcp=1>

2] <http://www.degreediscussion.com/forums/viewtopic.php?f=5&t=7718>

3] <http://www.dongfangyu.org/?p=3949>

## 恒大的融資歷史反映了一個龐氏騙局的歷史。

把恒大的崛起排成一個時間表，可以看到許主席最晚至少在 2006 年就開始使用龐氏融資技法。許氏的技法是用高內部收益率擔保籌借而來的大額資金，之後他用更大膽的內部收益率來借入更大數目的資金，從新借入款中提出資金清還舊借款。

- 許家印於 1996 年創立恒大。
- 2002 年 8 月，許主席以借殼上市方式將恒大前身在香港掛牌，2 年後許氏將它私有化。
- 2006 年中，許重組恒大，在開曼群島註冊成立公司，為首次公開上市做準備。許氏從中國工商銀行借得 **2.3 億美元橋樑貸款** 以進行重組。**[1]**
- 2006 年 11 月，許氏向德意志銀行、淡馬錫附屬公司 Baytree Investments，及美林附屬公司 Indopark Holdings (財務投資人)出售 4 億美元可轉換優先股。許氏用所獲收益清還橋樑貸款。**[2]**
- 2007 年 8 月，許氏從一家瑞士信貸附屬公司取得最高達 5 億美元(L+450 點子)。許氏向借款人提供個人擔保及最低 **19.5%** 年度回報率。**[3]**
- 2007 年 12 月，可轉換借款進行了重組，財務投資人為許主席提供了 4 億美元新貸款。許將之注入公司以清還 2006 年 11 月的 4 億美元可轉換債。許是這筆新貸款的債務人，恒大亦提供了擔保。許氏向這些財務投資人提供難以置信的最低 **30%** 到 **70%** 之間的擔保回報(以股份支付)，具體百分比則看未來首次公開上市的時間。**[4]**

1] 首次公開下市招股書第 129 頁。<http://www.evergrande.com/ir/eng/prospectus.pdf>

2] 首次公開下市招股書第 128 頁

3] 首次公開下市招股書第 136 頁

4] 首次公開下市招股書第 130 頁最低回報方程式：如首次公開下市於 2007 年 12 月前上市，30%；如首次公開下市於 2008 年 1 月至 6 月間上市，40%；如首次公開下市在 2008 年 7 月至 12 月間上市，50%；如首次公開下市在 2009 年 1 月至 6 月之間上市，60%；如首次公開下市在 2009 年 7 月至 12 月之間上市，70%。

## 2008 年許氏把龐氏融資騙局升級

- 2008 年 3 月，許氏嘗試將恒大在香港作首次公開上市，但失敗。
- 首次公開上市失敗後恒大面對嚴重流動性危機，恒大在一個 2008 年 7 月數額 5 億美元的結構性有擔保貸款上違約，原因 1] 恒大扣除利息稅項折舊攤銷前的盈利低於計劃的 70%; 2] 未達到要求的盈利收益與利息償付額的比率; 3] 未有提供經審計及未經審計的許氏及公司的財務報表; 4] 以抬底方式從銀行借款，違反契約條款; 5] 與財務投資人重組一項 4 億美元可轉換公司債券借款時發生交叉違約; 6] 未能按貸款規定交出合規證書及有關人員證件。[1]
- 2008 年 6 月許氏透過股權投資者安排得到一筆 5.06 億美元的活命錢，投資者中有美林、德意志銀行、卡爾華爾投資人(一家科威特投資公司)、Rise Success Holdings(周大福集團附屬公司)，及一家阿布達比投資委員會附屬機構。許主席再次向投資人提供不可置信的 **100% 到 200%** 的最低回報，許氏亦向財務投資人提出前所未見的個人擔保，若恒大首次公開上市後 **12** 個月內他們投資在恒大的持股出現虧損，許氏將保證他們不受損失。[2]
- 2009 年 6 月，許氏妻子購回許氏就一項 2006 年 11 月 4 億美元融資項目上向德意志銀行發出的可轉換優先股。神秘地，她以德意志銀行當初投資額 20% 的折扣價買回股份，如對比許氏提供的個人最低擔保額，其折扣額更大。[3]
- 2009 年 11 月，美林及高盛以每股 3.50 港元將恒大在香港上市，集得資金 7.22 億美元。[4]
- 2010 年 5 月，恒大跌至每股 2 港元，觸發許氏 2008 年 6 月所作的個人擔保機制，但到 2010 年 11 月許氏將恒大股價催谷至 4 港元，把負債減低至 12 億港元。我們的調研顯示，隨着公司股價表現不佳，恒大面對大額及即將到期的負債，它的財務報數字的錯報程度在 2010 年將大幅增加。[5]
- 2010 年 11 月，恒大股價為 4 港元，許氏還了 12 億港元(1.55 億美元)給首次公開上市前的股權投資者：“今天早上我把所有錢都還了... 我的個人財務很健康。”[6]

1] 首次公開上市招股書第 137 頁

2] 首次公開上市 招股書第 138 至 141 頁

3] 首次公開上市招股書第 142 頁

4] <http://online.wsj.com/article/SB125683914492516547.html>

5] [http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?sid=28355137&art\\_id=98591&con\\_type=1&pp\\_cat=1](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?sid=28355137&art_id=98591&con_type=1&pp_cat=1)

6] [http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?we\\_cat=2&art\\_id=104725&sid=30221512&con\\_type=1&d\\_str=20101109&fc=2](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?we_cat=2&art_id=104725&sid=30221512&con_type=1&d_str=20101109&fc=2)

除債務金字塔及作出大膽的個人擔保外，許氏使用極為不正統的安排為恒大的首次公開上市取得錨定投資者。

- 2008 年末，許氏努力為恒大首次公開上市搜尋買家。新世界發展及周大福主席鄭裕彤挺身成為恒大首次公開上市的基石投資者，同意投入 5 千萬美元。恒大能夠成功上市，來自香港億萬富翁的明確財務支持是關鍵。[1]
- 之後不夠 12 個月，許氏以 4 億港元(5.1 千萬美元)購入香港山頂(布力徑 C10)一棟 6000 平方英尺樓宇。[2]許氏每平方英尺支付 66,000 元(每平方英尺 8,601 美元),是區內單一住宅樓宇最高的售價。據物業代理中原地產一份報告，2010 年山頂豪宅平均價每平方英尺為 40,295 港元(每平方英尺 5,199 美元)。[3]許氏支付的為山頂均價的 65%溢價，該樓宇市值為 3.1 千萬美元，而許氏支付了 5.1 千萬美元。[4]
- 許氏購入的物業恰恰屬於新世界發展公司。
  - “該交易保持秘密，許氏透過公司之間轉讓樓宇，市場未曾得知該宗交易。相信買家與發展商(新世界發展)行政人員直接洽商，即使發展商的僱員亦不知情，”一名匿名房地產代理說。[5]

許氏

- 許氏將恒大被估值過高的股票(5 千萬元)出售
- 許氏購入被估值過高的樓宇(5.1 千萬元)



鄭氏

- 鄭氏購入恒大被估值過高的股票(5 千萬元)
- 鄭氏售出被估值過高的樓宇(5.1 千萬元)

[1] <http://www.chinaeconomicreview.com/node/26155>

[2] <http://www.lchouse.myweb.sg/nw-property-news/2011/5/30340/hk-luxury-homes-draw-china-buyers>

[3] <http://news.eastday.com/c/20110113/u1a5664677.html>

[4] <http://www.chinanews.com/ga/2011/01-13/2784445.shtml>

[5] <http://www.xiaohuxing.com/fangshi/2011-05/8991p3.htm>

## 第 5 部份:鍾愛項目

許主席鍾愛的項目背離業務策略，情況達可笑程度，而對恒大股東來說，這些項目昂貴驚人。截至 2011 年 12 月 31 日為止，許主席動用了至少 162 億人民幣(25 億美元)支付這些古怪而不盈利的業務。

## 許主席管理恒大如同他私人財產，視之為個人的迪士尼世界

截至 2011 年 12 月 31 日為止，恒大因許先生的不同嗜好花費了 162 億人民幣，股東為其埋單，隨著恒大核心房地產業務下滑，與這些嗜好相關的現金流出加速。[1]

- 恒大在中國擁有一支男子職業足球隊與一支女子職業排球隊，支付給恒大足球隊員的到薪酬每年超過 7 千萬美元，是同類球隊平均數的 7 倍。[2]
- 恒大耗資 1.1 億美元蓋建世界最大的足球學院，該設施將擁有 76 個足球練習場，有關方誇稱他們每年將培訓 1 萬名學員。
- 許氏在恒大旗下創立各類各式公司，這些公司所在的行業領域與恒大的發展公寓核心業務毫無關聯。不在中國進行大量實地盡職調查的情況下，恒大股東不可能得知他們到底在支付哪些不相關的嗜好。

- 恒大動畫公司
- 恒大影視公司
- 恒大經紀公司
- 恒大唱片公司
- 恒大院線公司

- 其他資產在 2010 年 12 月至 2011 年 12 月期間增加逾一倍：
- 於 2011 年 12 月 31 日 - 資產值 162 億人民幣
- 於 2010 年 12 月 31 日 - 資產值 65 億人民幣

截至 2011 年 12 月 31 日業務部門資產及負債如下：						
	物業發展 人民幣'000	物業投資 人民幣'000	物業管理服務 人民幣'000	其他業務 人民幣'000	沖銷 人民幣'000	集團 人民幣'000
部門資產 未分配	154,138,240	18,918,630	1,953,708	16,240,994	(13,316,215)	177,935,357 1,088,051
總資產						179,023,408
截至 2010 年 12 月 31 日業務部門資產及負債如下：						
	物業發展 人民幣'000	物業投資 人民幣'000	物業管理服務 人民幣'000	其他業務 人民幣'000	抵銷 人民幣'000	集團 人民幣'000
部門資產 未分配	94,160,717	10,116,643	846,081	6,537,084	(7,753,595)	103,906,530 545,534
總資產						104,452,464

[1] 恒大 2011 年年報第 108 頁

[2] [http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2011-11/25/content\\_14164850.htm](http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2011-11/25/content_14164850.htm)

# 恒大這兩個運動隊令公司現金流血不止

恒大在中國擁有一支專業男子足球隊及一支專業女子排球隊。恒大於 2010 年以 1 億人民幣(1.5 千萬美元)購入廣州足球隊，自始大灑金錢，紐約洋基棒球隊相形失色。[1]

2011 年中國超級聯賽預算及排名榜

	預算 (百萬)	2011 年排行榜				預算	
		勝	和	負場次	分數	每勝 (百萬)	每分 (百萬)
廣州恒大	\$ 76.2	20	8	2	30	68	\$ 3.8 \$ 1.1
北京國安	\$ 12.2	14	11	5	30	53	\$ 0.9 \$ 0.2
遼寧宏遠	\$ 7.6	14	8	8	30	50	\$ 0.5 \$ 0.2
江蘇舜天	\$ 7.6	14	5	11	30	47	\$ 0.5 \$ 0.2
山東魯能	\$ 22.9	13	8	9	30	47	\$ 1.8 \$ 0.5
青島中能	\$ 9.1	12	9	9	30	45	\$ 0.8 \$ 0.2
長春亞泰	\$ 12.2	11	12	7	30	45	\$ 1.1 \$ 0.3
杭州綠城	\$ 13.7	10	9	11	30	39	\$ 1.4 \$ 0.4
陝西滻灞	\$ 16.2	10	8	12	30	38	\$ 1.5 \$ 0.4
天津泰達	\$ 13.0	8	13	9	30	37	\$ 1.6 \$ 0.4
上海申花	\$ 12.2	11	4	15	30	37	\$ 1.1 \$ 0.3
大連實德	\$ 7.6	7	11	12	30	32	\$ 1.1 \$ 0.2
河南建業	\$ 12.2	7	11	12	30	32	\$ 1.7 \$ 0.4
南昌八一	\$ 10.7	8	5	17	30	29	\$ 1.3 \$ 0.4
成都謝菲聯	\$ 6.1	5	12	13	30	27	\$ 1.2 \$ 0.2
深圳紅鑽	\$ 6.1	5	8	17	30	23	\$ 1.2 \$ 0.3
不計恒大的全國平均數	\$ 11.2				\$ 1.2	\$ 0.3	
恒大比全國平均數高	6.8x				3.2x	3.8x	

註：排行榜據 <http://www.soccerway.com/national/china-pr/csl/2011/regular-season/>

## 球會消息[2]

干卡加入廣州恒大，轉會費破紀錄

2011-7-12

中國超級聯賽領先球隊廣州據報以創國家轉會費記錄價誘使富明尼斯足球隊中鋒達理奧干卡到亞洲。

過去幾年干卡一直為巴西頂級最佳足球員，據中國方面報導，干卡已簽下一個 3 年半合同。

有關轉會費並無具體數字，但外間認為干卡每年應可獲得 1.04 千萬元的高額酬勞，令 28 歲的干卡加入 C 羅納度及利昂·梅西等人行列，成為世界薪酬最高足球員之一。

阿根廷足球員干卡在 2010 年巴西冠軍賽 9 個入球及 18 個助攻球，以出色表現贏得眾多個人獎項，包括巴西足球聯賽甲級陣容及巴西年度最佳足球員獎。

據巴西網址 [Globoesporte](http://Globoesporte) 報導，富明尼斯教練阿巴爾·巴拉噶說：“這是球會給出的一個好價錢，言辭不足以表達它對干卡所代表的意義，它將為他及他家人帶來 2 年半的財政穩定，”

“這個轉會費令干卡晉身為世界頭 10 名最高薪足球員。我們希望這事順利達成。干卡全心全意投入他所屬的球會，這是難得獨特的機會。”

千卡將與同樣來自南美的足球員保連奴、雷納托·卡賈及基利奧聯袂在廣州作賽，後者於今年初簽約加入時亦創下中國轉會費記錄。

恒大正在興建世界最大的足球培訓學院，為高達 1 萬名足球學員提供全日寄宿及教育訓練。第 1 期投資相當於 7 億人民幣(1.1 億美元)。至於這些培訓設施的預期每年營運虧損，恒大至今未作披露。

A55

許家印"教授"又名許家印於簽署儀式上發表主題演講[3]



恒大皇家馬德里足球學院模型[4]



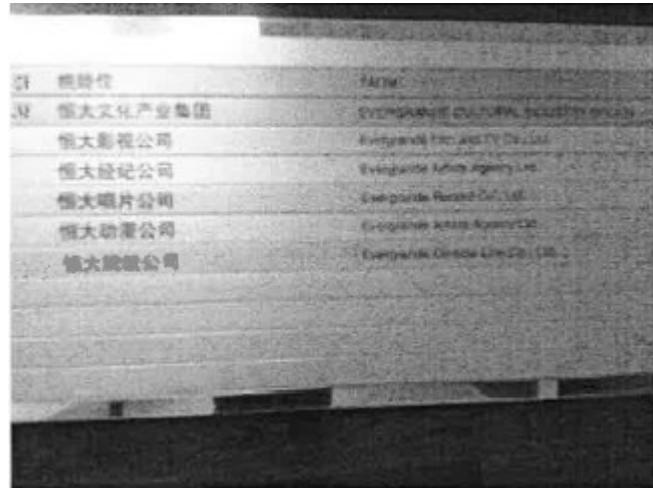
1] [http://tech.ifeng.com/gundong/detail\\_2011\\_06/26/7255096\\_0.shtml](http://tech.ifeng.com/gundong/detail_2011_06/26/7255096_0.shtml)

2] <http://www.evergrande.com/HR/about.aspx>

3] <http://www.evergrande.com/EN/news/newsinfo.aspx?id=1661>

4] [http://www.gzevergrandefc.com/show\\_content.php?id=3238](http://www.gzevergrandefc.com/show_content.php?id=3238)

## 恒大在其房地產業務內爆之際進軍娛樂業，公司在呈報信息中未對這些業務作出披露



A56

- 以北京為基地的恒大文化產業集團旗下擁有多家子公司，許主席透過恒大向這些公司注入 8 億人民幣
  - 恒大動畫公司
  - 恒大影視公司
  - 恒大經紀公司
  - 恒大唱片公司
  - 恒大院線公司

註：恒大文化產業集團北京辦事處，照片自升降機拍攝

## 近期發展

- 6月11日恒大公報合約銷售額103.7億人民幣，年比增幅33%。[1]
  - 如本報告第[40]頁所分析，我們對任何恒大自我公報、與顧客定金數目不一致的銷售數字抱懷疑態度。
  - 即使恒大這次公報數字準確，我們相信是次反彈亦只是一張貼在一家流血不止的公司上的藥膏布。
- 6月18日，恒大以13.2億人民幣拿下廣州金融區一塊地皮，購入價為170%溢價，平均銷售價每平方米3.3萬人民幣，比之前廣州每平方米1.7萬人民幣的記錄價幾乎高一倍。[2]
  - 恒大超離其傳統業務範圍，擴展至商業房地產，但是它的核心業務是公寓發展。我們相信，該公司在這塊地皮上支付過高。據房地產經紀中原地產說，廣州頂級辦公室大樓每平方米售價在3.5萬至4萬人民幣之間。地皮驚人的購入價將令這業務的財政呆滯。[2]
  - 恒大債務暴增之際豪擲金錢在廣州拿下該地，如許主席花錢在其足球隊上，同樣是輕率之舉。
  - 其中一個可能性是恒大以此交易為平台，將其他土地儲備價值推高。
  - 同樣可能的是恒大多付予當地政府，製造經濟蓬勃假象，恒大以此取得其他利益如更多信貸額度。
  - 對這宗被抬高的交易置疑的不單是我們，多家當地媒體亦表示懷疑。

[1] <http://news.dichan.sina.com.cn/2012/06/14/510465.html>

[2] <http://6park.com/news/messages/79854.html>

# 附錄“B”

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部份內容而產生或因依賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



**Evergrande Real Estate Group Limited**  
**恒 大 地 產 集 團 有 限 公 司**  
(於開曼群島註冊成立的有限責任公司)  
(股份代號：3333)

**澄清公告**

茲提述本公司於二零一二年六月二十一日午後不久發出的公告。本公告旨在反駁該報告中涉及本集團的相關指控或評論。

董事會亦知悉近期本公司股份的價格下跌且交易量出現不尋常的變動。董事會謹此聲明，除本公告所披露者外，並無根據上市規則第13.23條須予披露的有關擬定收購或變現的磋商或協議，董事會亦不知悉有任何根據上市規則第13.09條施加的一般責任下須予披露而會影響股價的事宜。

**股東及投資者於買賣本公司證券時務請審慎行事。**

茲提述恒大地產集團有限公司(「本公司」，連同其附屬公司統稱「本集團」)於二零一二年六月二十一日午後不久發出的公告，內容有關香櫞研究(「香櫞研究」)發表的一份聲稱本公司以會計謀略及賄賂掩蓋本公司實際是無力償債的報告(「該報告」)。本公司謹此澄清該報告中的有關指控完全失實。

本公司並不瞭解香櫞研究的身份，且公司管理層在公佈該報告前並無與彼等進行聯繫的記錄。因此，本公司建議股東及投資者於閱讀及使用該報告中的信息時須格外審慎。本公司正向其法律顧問作出諮詢，並將考慮對香櫞研究採取法律行動。

該報告中包含針對本公司的若干毫無根據的指稱或評論。本公告旨在反駁該報告中有關本集團的該等指稱或評論。

## 該報告中有關本集團的指稱或評論

### (1) 該報告第一節

該報告聲稱本公司存在會計錯報，包括誇大資產或少報負債。

1. 該報告所臆想的本集團對於收購公司以及融資方面安排的會計處理是毫無根據的。

報告中提到本集團採用表外融資的方法進行公司收購，是完全歪曲了本集團的實際會計操作。本集團對於收購持有土地的公司，在財務報表中已將該等公司進行合併，並將尚未支付的代價在資產負債表中列為收購土地的應付款項。而對於本集團所實施的信託融資，本集團根據香港會計準則作為負債處理，並未將其作為少數股東權益核算。反映在二零一一年十二月三十一日本集團合併財務報表的少數股東權益人民幣22億元並不涉及任何回購安排。

同時，本集團於二零一一年度合併財務報表中披露的關於收購土地使用權的承諾人民幣211億元，是指已經簽約但由於未取得土地使用權從而不需在財務報表中反映為負債的金額。報告將此承諾事項與資產負債表所應包括之負債混為一談，完全是背離一般會計常識，體現了報告編寫人會計知識的貧乏。

因此報告提到本集團通過所謂的合營公司模式低估負債是基於其錯誤的主觀臆想，所採用的數據更是完全錯誤的。

2. 報告聲稱本集團虛構銀行存款餘額的論點是毫無根據地指責管理層的動機。

本集團於二零一一年十二月三十一日現金及現金等價物以及受限制現金的總額為人民幣282億元。本集團對現金實施嚴格管控，我們瞭解到本公司之獨立會計師羅兵咸永道會計師事務所已在對本公司二零一一年度合併財務報告審計過程中實施了內控測試、發出銀行詢證函等審計程序，並對本公司二零一一年度合併財務報告出具了標準無保留意見的審計報告。

首先，報告中採用一個籠統的方法去推斷所謂「真實」的銀行存款餘額是具有明顯誤導性的。報告簡單地採用期初及期末平均的方法並沒有考慮銀行存款在各個月份之間的變動。同時，報告只採用了眾多房地產公司中的4家作為參考，也並未解釋相關的根據。以上這些充分顯現報告編寫人不負責任的態度。

其次，本集團銀行存款絕大部分是存放於銀行的活期存款賬戶，而中國大陸二零一零年至二零一一年的銀行活期存款年利率為0.36%至0.50%，與本集團利息收入比例是相若的。同時，本集團部分銀行存款存放在香港的美元存款，而香港的美元存款的利率遠遠低於中國大陸的銀行存款利率。

因此，報告聲稱本集團虛構銀行存款餘額是毫無根據的。

3. 報告聲稱本集團過分多報足球、排球及文化產業項目價值是誤讀了財務數據。

報告所述的其他分部資產人民幣162億元是本集團內部往來餘額抵銷前的金額。經過內部往來餘額抵銷後，其他分部資產實際為人民幣85億元，其中酒店資產人民幣39億元，以及與房地產開發相關的建築公司之資產(如集團內工程公司、材料設備公司、園林公司、土石方公司、金屬材料公司、建築設計院、工程監理公司)及足球、排球、文化產業公司等的資產。管理層認為，其他分部資產沒有計提撥備的需要。因此，該報告所指其他分部資產被嚴重高估是毫無依據的。

4.1 該報告推斷投資物業評估值的方法錯誤。

根據香港財務準則第40條，投資性房地產的公允價值是指在公平交易中熟悉情況的當事人之間自願進行房地產交換的價格。確定投資性房地產的公允價值時，應當參照活躍市場上同類或類似房地產的現行市場價格(市場公開報價)；無法取得同類或類似房地產現行市場價格的，可以參照活躍市場上同類或類似房地產的最近交易價格，並考慮交易情況、交易日期、所在區域等因素。從而對投資性房地產的公允價值作出合理估計；也可以基於預計未來獲得的租金收益和有關現金流量的現值計量。同時根據香港會計準則的規定，投資物業的範圍包括符合投資物業定義的在建物業。

本集團部分投資物業現處於在建狀態(約佔總體投資物業的31%)，暫未產生租金收入。而部分已完工投資物業所處社區現時人口入住處於初始階段，物業租金收入尚處於較低水平。隨著該等社區逐步成熟，未來租金收入也預計會逐步提升。管理層在估算投資物業的公允價值時充分考慮了上述因素的影響，並參考了獨立評估師進行的評估，符合香港財務報告準則的要求。

因此，報告僅採用當年租賃收入來推算本集團投資物業公允價值是錯誤的並具有重大誤導性。

#### 4.2 報告提到本集團通過高估投資物業成本從而低估可售物業成本是完全錯誤的。

本集團在計算物業銷售成本以及投資物業成本的方法是一致的。本集團的單位物業成本是按物業造價除以相關建築面積計算，不存在將可售物業成本分攤至投資物業成本的情況。

報告在計算投資物業的單位成本時假設一個車位的建築面積為10平方米，而此假設是完全不合理並且顯示出報告編寫人嚴重缺乏行業經驗。車位的建築面積實際上除汽車本身停放所佔面積之外，還需要包含停車場公共道路的分攤等，因此每個車位的建築面積約為25–30平方米。

報告採用一個錯誤的假設從而計算出錯誤的投資物業單位成本，因此其所進一步得出的推論更是完全錯誤而且毫無道理的。

#### 5. 報告提到我們二零一一年上半年交付物業沒有結轉相應土地成本的結論是無實質根據的。

二零一一年上半年我們交付物業500萬平方米，結轉的土地相關成本是37.8億。土地成本的核算是按照香港會計準則的要求根據已交付物業所佔土地面積分攤土地成本。

而報告極其不嚴謹地簡單按期初、當期增加、期末的面積及均價信息推斷我們當年的交樓面積及成本，是極其錯誤的。

6. 報告採用其他營業收入來衡量其他應收款的周轉天數是完全誤讀了財務數據。

報告中所述的其他收入包括建築服務收入、物業管理收入及物業租賃收入，其相應的應收款項已經在財務報告的應收賬款中核算並披露。而其他應收款主要包括本集團在正常業務過程中所支付的保證金、訂金、代墊款、備用金和待攤費用等。其他應收款與其他收入完全不相關，因此報告編寫人以這兩項不相關的會計科目計算周轉天數是完全不合理，所作出的推論更是毫無依據。本集團亦不存在向任何公司員工放貸的情況。

另外，包括在其他應收款中的應收關聯方款項已按照香港財務報告準則以及香港公司條例在合併財務報表予以披露。

7. 財政部每年都會對國內重點企業進行會計信息質量的例行檢查，而該次檢查對像是香港上市公司旗下的廣州恒大地產集團有限公司（「廣州公司」）二零零九年度會計檢查的結果。

本公司於二零零九年底在境內外共有150家子公司，而財政部檢查的廣州公司僅為其國內的一家子公司，旗下又有50多家公司。廣州公司由一家國內會計師事務所進行審計。

財政部檢查報告中包含的主要問題為廣州公司管理層在編製二零零九年度依照中國會計準則的法定會計報表時，僅列示了廣州公司單獨會計報表，並未編製其合併報表。

本公司一貫按照香港財務報告準則編製合併財務報告，所有子公司（包括廣州公司的旗下子公司）均已予以合併。

在適用的情況下，本公司之獨立會計師羅兵咸永道會計師事務所已將以上回復中包含的財務數據與本集團經審核的合併財務報表作一比較，並發現數據一致。

**(2) 該報告第二節**

該報告稱本公司透過賄賂當地官員以大幅低於當時市價的價格獲取土地儲備。該報告亦稱，中國政府正開始執行閒置土地相關法律，倘政府繼續執行相關法律，本公司面臨遭受巨額罰金及喪失大部份土地儲備的風險。

- 公司從二零零六年開始，就超前進入二三線城市，到二零一一年底，公司項目的97%都位於二三線城市，我們所購買的土地，也均在這些城市房價較低、有發展潛力的城鄉結合部區域；這些城市在我們進入時，房地產發展都剛起步，絕大部分城市房價都在三、五千元／平方米。這些城市的房價和一線城市的房價相比是天壤之別，將我們的地價與其他的大部分項目在一線城市或發達的二線城市的公司相比，是毫無意義的。
- 公司所有的項目都是依法依規取得，並且依法取得建設規劃許可證、建築工程規劃許可證、施工許可證以及商品房預售許可證，公司取得土地後一向快速開發、快速銷售，從來沒有一塊閒置土地。
- 公司取得項目有兩種方式，一是依法依規在土地市場通過招拍掛取得，二是通過二級市場並購取得。在二級市場並購項目時，原項目出讓方溢價出讓，該溢價部分無正式發票。在二級市場並購項目完全與政府無關，不可能存在行賄政府官員之說。報告中將溢價成本無發票臆測為行賄，是一種惡意中傷。
- 公司在此嚴正聲明，公司歷來秉承遵紀守法、守法經營，從來沒有、將來永遠也不會通過賄賂他人來獲取利益。

### (3) 該報告第三節

1. 該報告稱，儘管合約銷售持續快速增長，惟現金存款總額卻持平。

報告根據本集團的預收賬款沒有變動而質疑合約銷售的真實性是沒有根據的。根據會計準則，當預售未交樓時，公司會將收到的款項記入預收賬款，直至交樓確認收入時從預收賬款轉入銷售收入。預收賬款是個既有轉入也有轉出的會計帳目，不能毫無常識地簡單比較預收款項餘額以斷定我們虛構合約銷售。

本集團二零一一年合約銷售為803億，當年實際回款681億，回款率理想。

2. 該報告稱，本集團的債務結餘持續激增。

報告將預收賬款、遞延稅款、應付稅款定義為借款，但這樣的定義並不符合市場慣例。這幾個會計帳目都是同經營業務密切相關的，根本不是融資性的負債。特別是預收賬款，更是只需在交付物業時轉出，不存在償還現金的問題。

實際上我們的財務結構良好，實際借款只有517億，短期借款更只有約102億，淨負債率處於67%的健康的水平。

3. 該報告稱，本集團以20%-30%的成本向中國信託業借款人民幣67億元。

上年年末信託借款平均利率約12%，這裡所說的利率20%-30%的信託借款是毫無根據的。

上年末的國內借款(含信託借款)平均利率僅為8.38%，是一個很合理的水平。

信託借款是我們融資手段的補充，僅佔借款總額的14%，屬很正常的業務水平，以此推測我們有很大財務危機也是毫無理據的。

4. 該報告稱，本公司管理層鼓勵編造預售。

公司在二零一二年一月合約銷售額人民幣22.2億元，二月合約銷售額人民幣20.2億元，三月合約銷售額人民幣40.2億元，四月合約銷售額人民幣81.9億元，五月合約銷售額人民幣103.7億元；報告中對公司所謂的有動力編造預售的理由是荒謬而毫無根據的。

5. 該報告稱，本公司的新項目不具吸引力且大幅打折。

公司從二零零九年到二零一一年銷售逐年增長。二零零九年公司擁有32個在售項目，合約銷售額303.0億元，二零一零年公司擁有56個在售項目，合約銷售額504.2億元，二零一一年公司擁有121個在售項目，合約銷售額803.9億元。這得益於公司

超前進入二三線城市。至於在不同的時期，樓盤售價有所波動，也都是正常的銷售行為。報告中以某個城市某個時點的價格波動來進行推論，是別有用心的。

6. 該報告稱，本公司下令延遲推出項目、解僱員工及延期支付建設合約款項。

公司銷售及回款情況良好、現金流強勁，旗下項目都在按計劃有序施工，並按照工程進度支付工程款；至於所謂裁員計劃，完全是當時市場的誤解。公司當時並非減少公司員工總數，而是調整人員編製、優化整合人力資源結構，總員工數量實際上仍然是逐年增加的；

二零一一年七月，公司對服務滿一定年限的員工進行7折購房，這是公司給予員工的福利政策，每三年一次，而且對員工有嚴格的購房資格審查及條件限制，並非以此推銷樓盤；

公司的預售活動自覺接受政府和公眾的監督，旗下所有在售項目均經過當地政府備案及批准，由於公司產品質量上乘、價格適中，項目熱銷是客觀事實；

報告中對以上事實，僅僅依靠未經證實的傳聞，妄加揣測。

#### (4) 該報告第四節

該報告稱主席及控股股東許家印先生（「許先生」）持有偽造的文憑。該報告稱許先生使用龐氏式的債務交易及透過暗中資產交換來為本公司融資。

- 關於許主席的所有簡介，都是真實的，許主席也從未誇大其任何學歷和頭銜，也從未以任何相關頭銜謀取任何利益；
- 關於公司的重組歷史及上市前的所有融資活動，在招股書中已有詳盡披露，所有對於投資者回報的承諾，是基於主席對公司發展充滿信心，而且事實上也取得了多贏的結果；
- 報告中對公司重組歷史以及融資活動進行無端猜測，也是惡意誤導；

- 許主席個人購買山頂別墅，完全是按照當時的市場價購買，報告中以周邊物業平均價格來評判這個交易，並推斷出極其荒謬的結論。

#### (5) 該報告第五節

該報告稱，許先生已將25億美元用於支持許先生的若干「愛好項目」。

- 報告中將公司投資足球、排球，以及涉足很少的文化產業，列為主席的個人愛好，是無稽之談；所謂的投入超過162億元人民幣，更是無中生有。
- 公司投資足球、排球，是提升公司品牌的行為。足球二零一一年投入為5.0億元人民幣，收入為4.2億元人民幣，公司淨投入實際上為8,000多萬元人民幣；排球、文化產業等二零一一年合計投入資金不足7,000萬元人民幣。

董事會亦知悉近期本公司股份的價格下跌且交易量出現不尋常的變動。董事會謹此聲明，除本公告所披露者外，並無根據上市規則第13.23條須予披露的有關擬定收購或變現的磋商或協議，董事會亦不知悉有任何根據上市規則第13.09條施加的一般責任下須予披露而會影響股價的事宜。

股東及投資者於買賣本公司證券時務請審慎行事。

本公告乃承董事會之命而作出，董事會各董事願就本公告所載資料的準確性承擔個別及共同的責任。

承董事會命  
恒大地產集團有限公司  
主席  
許家印

香港，二零一二年六月二十二日

於本公佈日期，董事局由11名成員組成，分別為執行董事許家印先生、夏海鈞先生、李鋼先生、謝惠華先生、徐湘武先生、徐文先生、賴立新先生及何妙玲女士；以及獨立非執行董事余錦基先生、周承炎先生及何琦先生。

# 附錄“C”

(譯文)

關於  
恒大地產集團有限公司  
及其上市證券（股份代號：3333）的事宜

依據《證券及期貨條例》(第 571 章) (“該條例”)  
第 252(2)條及附表 9  
向市場失當行為審裁處發出的通知

鑑於證券及期貨事務監察委員會認為，恒大地產集團有限公司(股份代號: 3333)在香港聯合交易所有限公司上市的證券曾發生或可能曾發生有關該條例第 XIII 部第 277 條所指的市場失當行為，故現要求市場失當行為審裁處進行研訊程序並：

- (a) 裁定是否曾發生任何市場失當行為；
- (b) 確認任何曾從事該市場失當行為的人的身分；及
- (c) 裁定因該市場失當行為而獲取的任何利潤或避免的損失的金額。

指明人士

Andrew Edward Left

(以下稱為“指明人士”)

1. 恒大地產集團有限公司（“恒大”）於 2006 年 6 月 26 日在開曼群島註冊成立，並根據《公司條例》第 XI 部在香港註冊為非香港公司。
2. 該公司的股份於 2009 年 11 月 5 日在香港聯合交易所有限公司（“聯交所”）上市，股份代號為 3333。有關股份於 2012 年 6 月 21 日（星期四）仍然維持上市地位。
3. 於 2012 年 6 月 21 日（聯交所交易日）約上午 10 時 15 分，該指明人士在 Citron Research 網站 [www.citronresearch.com](http://www.citronresearch.com) 發表一份報告（“Citron 報告”），披露、傳遞或散發，或授權披露、傳遞或散發，或牽涉入披露、傳遞或散發關於恒大的資料。
4. Citron 報告與恒大有關，而且內容負面，因其指（除其他事項外）該公司無力償債及持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。
5. Citron 報告所載的資料（“該資料”）在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性：該公司並非無力償債，亦無持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。
6. 該資料相當可能會：
  - (a) 誘使他人在香港認購證券或進行期貨合約交易；或
  - (b) 誘使他人在香港售賣或購買證券；或
  - (c) 在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格或期貨合約交易的價格。
7. 於 2012 年 6 月 21 日，恒大的成交量異常地高及股價大幅下跌。

8. 該指明人士知道該資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性，或在該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性方面有疏忽。
9. 基於上述理由，該指明人士已經或可能已經違反該條例第 277(1)條，並因此已從事或可能已從事市場失當行為。

日期：2014 年 12 月 15 日

證券及期貨事務監察委員會

# **附錄“D”**

## 在市場失當行為審裁處

關於

恒大地產集團有限公司

及其上市證券(股份代號：3333)的事宜

### 案情概要

#### 涉案公司

1. 恒大地產集團有限公司(“恒大”)於二零零六年六月二十六日在開曼羣島註冊成立，並根據《公司條例》第 XI 部在香港註冊為非香港公司。
2. 該公司的股份於二零零九年十一月五日在香港聯合交易所有限公司(“聯交所”)上市，股份代號為 3333。有關股份於二零一二年六月二十一日(星期四)仍然維持上市地位。

#### 指明人士的行為

3. 於二零一二年六月二十一日(聯交所交易日)約上午十時十五分，指明人士在 Citron Research 網站 [www.citronresearch.com](http://www.citronresearch.com) 發表一份報告(“Citron 報告”)，披露、傳遞或散發，或授權披露、傳遞或散發，或牽涉入披露、傳遞或散發關於恒大的資料。

4. Citron Research 並非法律實體，而是 Citron 報告作者 Andrew Edward Left 的營業名稱。據 Left 先生所述，他收到一個寄給他的匿名包裹，內載一份關於恒大的報告。Left 先生審閱該份資料、刪去當中他聲稱無法核實的資料，並更新報告內的數字，然後在其網站 [www.citronresearch.com](http://www.citronresearch.com) 發表這份以 Citron 報告為名的修訂報告。
5. Citron 報告與恒大有關，而且內容負面，因其指(除其他事項外)該公司無力償債及持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。

**屬虛假或具誤導性的資料**

6. Citron 報告所載的資料(“該資料”)在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性：該公司並非無力償債，亦無持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。
7. 不論是 Left 先生所依據的資料(即 Citron 報告所提述的資料)，還是其他可得的資料，都無法提供充分理由證明恒大無力償債或持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料這個結論。

**該資料可能造成的影響**

8. 該資料相當可能會：

- (a) 誘使他人在香港認購證券或進行期貨合約交易；或
- (b) 誘使他人在香港售賣或購買證券；或
- (c) 在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格或期貨合約交易的價格。

9. 報告內容事關重要，足以對投資大眾造成重大影響。二零一二年六月二十一日，恒大股份成交量異常地高及股價大幅下跌。當日恒大股份成交量高達 9.4 億股。在二零一二年一月一日至六月二十日期間，恒大的平均成交量和單日最高成交量分別為 8 600 萬股和 2.32 億股。二零一二年六月二十一日，恒大股價在早上升至 4.52 元高位，然後卻急跌至 3.60 元的全日低位，較上一天收市價 4.48 元下跌 19.6%。股價收報 3.97 元，較上一天收市價下跌 11.4%；相比之下，同日恒生指數下跌 1.3%。

指明人士的思想狀態

10. Left 先生知道該資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性；或罔顧該資料是否屬上述資料；或在該資料是否屬上述資料方面有疏忽。
11. 在二零一二年六月六日至十九日期間，Left 先生以每股平均價 4.32 港元沽空 410 萬股恒大股份。在二零一二年六月二十一日上午十一時十五分(Citron 報告發表後約一小時)，他開始購回恒大股份。在六月二十一日至二十五日期間，他合共購回 360 萬股，其後在七月購回餘下的 50 萬股。購回股份的總金額(包括佣金及稅款)為 15,993,116 港元，或每股平均價為 3.90 港元。
12. Left 先生從買賣恒大股份所實現的利潤為 1,710,556 港元(並未計入借用股份的成本)，已實現的純利(扣除借用股份的成本 114,316 港元後)為 1,596,240 港元。
13. Left 先生獲得的名義利潤為 2,821,643 港元。該金額是根據 Citron 報告在二零一二年六月二十一日發表後，恒大股價的跌幅計算所得。恒大股價在二零一二年六月二十一日跌至 3.60 元的低位。按 Left 先生以每股 3.60 元為沽空的全部 410 萬股補倉，並支付 0.226841% 交易成本計算(交易成本按他購回 410 萬股時涉及的實際交易成本再加佣金

及稅款計算），他的總成本為 14,793,482 元。他沽空時所借用的股份成本為 88,547 元。因此，名義利潤可按下列公式計算出來：

A-B-C=2,821,643 元，當中

A = (二零一二年六月二十一日前沽空股份所得的淨收益，即  
17,703,672 元)

B = (以每股 3.60 元為沽空的股份補倉的總費用，即 14,793,482 元)

C = (截至二零一二年六月二十四日的借用股份成本，即 88,547 元)

### 結論

14. 基於上述理由，Left 先生已違反或可能已違反《證券及期貨條例》第 277(1)條，並因此已從事或可能已從事市場失當行為。

日期：二零一四年十二月十五日

證券及期貨事務監察委員會

# **附錄“E”**

## 市場失當行為審裁處

### 關於恒大地產集團有限公司 上市證券的交易事宜

宣告裁定日期：二零一五年十月二十七日

#### 裁定

1. 二零一二年六月二十一日，名為 Citron Research 的互聯網網站的發表演人 Andrew Edward Left，就一家在香港聯合交易所上市的公司發表了一份報告（“該報告”）。該公司為恒大地產集團有限公司（“恒大”）。根據在審裁處席前呈交的資料，該報告似乎是以直接及易於理解的方式發表，類似投影片簡報，但篇幅冗長，詳細綜述了恒大的財務狀況及其各類業務。該報告根據所作的分析和主要研究，告知讀者的事宜包括：首先，恒大無力償債；其次，該公司的管理層利用“至少六項會計把戲掩飾恒大無力償債的事實”。

2. 二零一四年十二月十五日，證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）依據《證券及期貨條例》（第 571 章）第 252(2) 條及附表 9 發出通知，要求本審裁處裁定 Left 先生發表該報告是否可能已違反條例第 277(1) 條，並因此已從事市場失當行為。概括而言，就本案而論，該條文訂明，如任何人散

發某公司在事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性的資料，並知道該資料屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否屬虛假或具誤導性，或在該資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽，而該資料也相當可能會誘使他人進行交易，則該人即屬犯市場失當行為罪。

3. 就此，該通知指稱，該報告所載的資料“在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性”，原因是恒大並非無力償債，亦無持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。該通知指稱，Left 先生知道該報告所載的資料屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否屬虛假或具誤導性，或在該資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽。該通知進一步指稱，在該報告發表當日，“恒大的成交量異常地高及股價大幅下跌”。

4. 到目前為止，所須強調的是，該報告對恒大自身發表的資料(例如其資產負債表)進行分析，並以此為據，再參考其他有關公開資料(例如報章報道及網上資料)。舉例來說，該報告其中一頁(第 41 頁)說明：

“危機警號#2：儘管恒大厚顏地吹噓其“現金為王”的財務政策，但其債務結餘持續激增。恒大過分舉債，以及該公司不容有失。

儘管所匯報的收入及盈利情況有巨大增長，但恒大繼續債台高築。自二零零八年十二月三十一日以來，所匯報的債務總額已由 150 億元人民幣飆升至 950 億元人民幣。一如早前所述，恒大的帳外債項至少達 230 億元人民

幣，令帳內外債項總額在二零一一年十二月三十一日達 1,180 億元人民幣。即使恒大的資產沒有被誇大，其債務與資本比率也達 291%。”

在這些指稱之後(在同一頁)載有以“債務摘要”為標題的表格。

5. 在二零一五年九月十七日的申請中，Left 先生根據條例第 253(1)(b) 條，向審裁處申請下令呈交文件，或根據條例第 253(1)(i) 條，向審裁處申請下令擱置研訊程序。該項申請遭反對。

6. 代表 Left 先生的李律仁大律師陳詞指，根據證監會的指控，審裁處要斷定的關鍵問題是 Left 先生在報告所散發的資料事實上是否屬虛假或具誤導性，又或換句話說，事實與他所發表的相反，即“恒大是否真的無力償債，以及事實上是否呈報真實帳目”。按李大律師所述，如要就此作出斷定，便須查究恒大的真正財政狀況，而此舉須涉及翻查其記錄及文件。李大律師表示，他為此要求審裁處作出命令，要求恒大呈交有關記錄及文件。至於命令的具體內容，又或接續發出的命令內容，當然須根據審裁處的指引而定。

7. 審裁處認為，從實際角度來看，如頒布命令，則意味恒大須向那些代表 Left 先生的人士提供橫跨一段頗長時間的所有公司記錄。這些記錄不大

可能只限於財務記錄，因為該報告論述的事宜廣泛。<sup>1</sup> 代表證監會的鄧樂勤資深大律師告知審裁處，這些文件分布於在內地的眾多資料檔案庫。顯然，要提供所有文件是一項艱巨的工作，而那些代表 Left 先生的人士要有條理地研究該些文件，艱巨程度實際上亦不遑多讓。雖然鄧樂勤資深大律師並無提及研訊進度會因而受阻延，但審裁處注意到可能出現的延誤勢必嚴重。

8. 李大律師卻認為別無他法。他表示，證監會依憑三項證據證明其指控成立。首先依憑的是恒大經審計的財務報表；其次是若干分析報告，該等報告本身假定經審計的財務報表真確完整；第三是專家意見，該專家也假定經審計的財務報表真確完整。簡言之，最終所有證據都源於經審計的財務報表。然而，李大律師稱，經審計的財務報表也只不過是經審計的財務報表，本身不能證明沒有欺詐行為發生。欺詐活動通常甚或總是不為核數師所知。

9. 此外，正如李大律師所說，當有研究報告載述對某公司的財務分析並得出結論，認為該公司實質上無力償債及 / 或一直向公眾呈報有欺詐成分的資料，這當然表示該報告質疑有關審計資料的可信性。因此，“引述經審

---

<sup>1</sup> 舉例來說，除了不少其他事宜外，該報告還提到恒大有關“聯營回購和未繳款土地交易”的帳外債務超過 230 億元人民幣。單就此事而言，除了會計文件外，更可能須研究大量合約及與該等合約有關的通信。

計的數字並非合乎邏輯的做法，而且無關宏旨。”既然如此，要斷定 Left 先生在報告所散發的資料是否屬虛假或具誤導性，方法只有一個，就是查核經審計報表背後的第一手文件，因此請求審裁處根據第 253(1)(b)條就呈交有關文件作出命令。

10. 鄧樂勤資深大律師在反對該項申請時表示，證監會提出的指控並非如李大律師看似所指的那般層次分明。所提指控無須追本溯源，查核恒大的第一手文件。本案只須根據報告發表時有哪些公開資料作出裁斷。Left 先生就是利用該等資料編製報告。因此，也應根據該等資料斷定他的罪責。

11. 據審裁處了解，鄧樂勤資深大律師在陳詞中暗示，證監會認為市場評論員有權就在有關時間可取得的公開資料，散發對某上市公司所作的強弱分析。據此所作的評論不論看來有力或薄弱，都屬公允的評論。然而，市場評論員不得歪曲有關資料，以致在知道資料屬虛假或具誤導性，或罔顧資料是否屬虛假或具誤導性，或在資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽的情況下，發表該等對公司屬虛假或具誤導性的資料。據審裁處了解，最後一句正好歸納證監會的立論，在案情概要第 7 段標題“屬虛假或具誤導性的資料”下說明：

“不論是 Left 先生所依據的資料(即 Citron 報告所提述的資料)，還是其他可得的資料，都無法提供充分理由證明恒大無力償債或持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料這個結論。”[斜體為本文所加，以示強調]

12. 鄧樂勤資深大律師表示，由此可見，證監會提出的指控並非依據恒大已公布的經審計財務報表背後無數的文件。證監會的論據只限於指稱 Left 先生根據該公司當時的公開資料，杜撰虛假或具誤導性的資料。他指任何抗辯均須同受此限。

13. 鄧樂勤資深大律師陳詞指，有關限制對 Left 先生不會構成任何不公；相反，只有在該等情況下，審裁處才可在研訊中按真實情況審視事件。Left 先生作出評論時，無法取覽恒大的會計資料或由該公司管有的其他私人文件。他在該情況下最多只能分析可得的資料，包括該公司的財務報表和可得的市場資料，然後得出有根據的意見。Left 先生的罪責應按此基礎公平地裁斷，而據此基礎則無須翻查恒大的資料檔案。

14. 審裁處信納，鄧樂勤資深大律師的陳詞實屬正確。當 Left 先生編製報告時，他的身分是市場評論員而非“內幕人士”，他所得的資料僅為公開資料。他就是以該等資料作為依據，指稱恒大實際上無力償債，並持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。因此，證監會須根據該等資料提出指控，一如 Left 先生須據此作出申辯。

15. 審裁處認為，測試鄧樂勤資深大律師的陳詞是否有效，方法之一是假設證監會根據可得的所有第一手文件提出指控，並從這個角度審視本案。Left 先生有權根據在有關時間可取得的公開資料，得出他所得的分析結果

和推論。假如證監會審閱由恒大管有的第一手文件後，證實該等分析結果和推論屬虛假或具誤導性，因而發出通知，便屬明顯錯誤。在這種情況下，若 Left 先生被裁斷須承受罪責，則並非基於當時的公開資料，亦即他可取得的資料，而是基於從載有恒大私有財產的資料檔案庫翻查出來只有內幕人士才得知的資料。另外，若說按 Left 先生當時所知的所有資料，雖然他知道其發表的評論屬虛假或具誤導性，或罔顧其評論是否屬虛假或具誤導性，或在其評論是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽，但他也應給予機會翻查恒大資料檔案庫內的第一手文件，以探究當中是否可找到抗辯理據。對此說法，審裁處同樣認為不會對 Left 先生有任何幫助。

16. 審裁處也考慮了第 277 條旨在避免的重要損害，儘管此非決定因素。所指的損害並不在於某人在知道有關某上市公司的資料屬虛假或具誤導性，或罔顧該等資料是否屬虛假或具誤導性，或在該等資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽的情況下，發表了該等虛假或具誤導性的資料。所指的損害在於該等資料相當可能會誘使投資大眾買賣該上市公司的證券，因而無意間破壞及 / 或扭曲市場公開及誠實的運作。訂立第 277 條是為了保障市場廉潔穩健。假如根據該條文遭指控的市場評論員(他們大多深具影響力)可以不理會所有在有關時間的公開資料(儘管他們是依據該等資料作出評論而遭起訴)，而且可以要求翻查該公司所管有的第一手資料，希望從中

找到可使他們免除罪責的資料，則就所有實際目的而言，幾乎不可能把第 277 條用作規管工具。

17. 基於上述理由，上述申請須予駁回。本審裁處作出暫准命令，把訟費判給證監會，而命令會由本裁定日期起計 90 天屆滿後成為最終命令，除非在該日之前接獲申請，要求就訟費作出不同命令。

(簽署)

夏正民法官

(主席)

# **附錄“F”**

## 市場失當行為審裁處

### 關於恒大地產集團有限公司 上市證券的交易事宜

宣告裁定日期：二零一六年二月二十三日

#### 第二項裁定

1. 二零一二年六月二十一日，名為 Citron Research 的互聯網網站的發表人 Andrew Left 先生 (“Left 先生”)，就一家在香港聯合交易所上市的內地公司恒大地產集團 (“恒大”) 發表了一份報告。在該報告內，Left 先生詳述 “經過數月編製”的 “研究與分析報告”。他表示，該報告的結論是，恒大實質上是 “一家無力償債的公司”，而且持續 “向投資大眾呈報有欺詐成分的資料”。這些指稱非常嚴重。Left 先生指該公司 “誤導投資者”，並向讀者建議 “現在是沽空恒大股份的良機”。Left 先生預料恒大的下場是可以肯定的。該報告似乎對市場有重大影響，傳媒報道恒大股價在該報告發表後下跌約 11%。Left 先生承認進行沽空活動，並似乎因此獲利。

2. 證監會在二零一四年十二月十五日發出通知，指示本審裁處依據《證券及期貨條例》第 277(1) 條的條文，裁定 Left 先生是否發表了相當可能會誘使他人售賣恒大股份的虛假或具誤導性的資料，並知道所發表的資料屬

虛假或具誤導性，或罔顧該等資料是否屬虛假或具誤導性，或在該等資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽，因而犯了市場失當行為罪。

3. 二零一五年九月三十日，代表 Left 先生的李律仁大律師向本審裁處提出申請，要求下令恒大呈交文件。該項申請遭代表證監會的鄧樂勤資深大律師反對。

4. 李大律師陳詞指，審裁處要斷定的關鍵問題是 Left 先生所散發的資料事實上是否屬虛假或具誤導性，即恒大是否確實無力償債及曾發表有欺詐成分的帳目。李大律師稱，如要就此作出斷定，便須查究恒大的真正財政狀況，而此舉須涉及翻查該公司所持有的全部有關記錄及文件。李大律師表示，他為此要求審裁處作出命令，要求恒大呈交文件。正如李大律師所言，經審計的報表及類似文件本身不能證明沒有欺詐行為發生。欺詐活動幾乎總是不為核數師所知。

5. 鄧樂勤資深大律師反對上述申請。他表示，要公正地進行研訊並無必要索取恒大在內地眾多資料檔案庫所儲存的大量第一手文件。正如本席在二零一五年十月二十七日的裁定(文本載於本裁定的附錄 A)中引述鄧樂勤資深大律師所說，“本案只須根據報告發表時有哪些公開資料作出裁斷。Left 先生就是利用該等資料編製報告。因此，也應根據該等資料斷定他的罪責。”

6. 就此，證監會在二零一四年十二月十五日發出的通知所附載的案情概要(也屬該通知的一部分)清楚指出，只須根據 Left 先生當時所依據的資料或可得的其他資料來裁斷他的罪責。案情概要第 7 段載述：“不論是 Left 先生所依據的資料(即 Citron 報告所提述的資料)，還是其他可得的資料，都無法提供充分理由證明恒大無力償債或持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料這個結論。”

7. 本席在上述裁定中認為鄧樂勤資深大律師的陳詞實屬正確。就此，本席表示：“當 Left 先生編製報告時，他的身分是市場評論員而非內幕人士，他所得的資料僅為公開資料。他就是以該等資料作為依據，指稱恒大實際上無力償債，並持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。因此，證監會須根據該等資料提出指控，一如 Left 先生須據此作出申辯。”

8. 基於鄧樂勤資深大律師的陳詞及本席原來的裁定，李大律師在聆訊開始時要求本審裁處再頒令闡釋本席原來的命令。李大律師指出，由於審裁處只須根據 Left 先生發表報告時有哪些公開資料來裁斷他的罪責，因此本審裁處應拒絕考慮報告發表後所出現的任何證據。據本席對李大律師陳詞的理解，他要求對只限以當時的公開資料來裁斷罪責這點作出狹義詮釋。

9. 李大律師承認，他所要求的狹義詮釋很可能會引致一些“異常”結果。舉例來說，Left 先生在報告中提到恒大“不正當的收地活動”嚴重違反內地

的“閒置法”，若有關當局執行該等法例，恒大勢將“倒閉”。在陳詞期間，本席向李大律師表示，如果按照他的要求限制可以聽取的證據，即使在報告發表後有證據顯示有關當局確實根據“閒置”法沒收土地，審裁處也不能考慮該證據，儘管該證據或可充分證明 Left 先生在其報告所載的分析持正並具說服力。李大律師認同本席所言正確。

10. 本席認為，本席的裁定從來無意定下上述武斷的限制。本席認同鄧樂勤資深大律師的說法，即李大律師在陳詞時對本席的裁定斷章取義。

11. 本席現從原來裁定所提到的一點說起。分析員和市場評論員在市場具透明度而有效的運作中擔當重要角色。他們並非內幕人士(也因而無從得知內幕消息)，主要須根據公開資料進行分析。所發表載有他們分析的報告，不論其結論看來有力或薄弱，均屬正當的意見。因此，如分析員或市場評論員合理恰當地根據公開資料發表報告，但卻不知道某私人資料檔案庫藏有一些資料，而這些資料經曝光後大大推翻其報告內容，則他們因此而被裁斷須承受罪責根本就不公平。然而，該等分析員或市場評論員不得在明知或罔顧實情或疏忽的情況下，歪曲他們所得的資料，令資料虛假或具誤導性，以致損害市場的穩健。本席確信在任何合理的解讀下，本席原來的裁定僅限於確保這些見解的完整性，並不包括只因證據在報告發表當日後才出現而禁止審裁處考慮該等證據。

12. 因此，鑑於上述見解，唯一須問的是：以報告發表時的公開資料作出判斷，不論證據來源或出現的時間，所舉證據是否具證案價值，可證明 Left 先生是否散發虛假或具誤導性資料？若是，表面看來，該等證據可以獲得聆聽。

13. 有鑑於此，依本席看來，以下種類的證據或有助審裁處履行職能，以及可獲接納：

- a) 反應證據，例如其他分析員或市場評論員對 Left 先生的報告的反應，只要這些證據並非以報告發表後才公開的資料為根據；
- b) 恒大本身的反應證據，只要這些證據並非以報告發表後才公開的資料為根據<sup>1</sup>；
- c) 恒大核數師的反應證據，以及他們以核數師身分駁倒報告所載說法所持的理據。不過，如該等證據以報告發表時並未公開的事宜為根據，審裁處同樣不會予以考慮。該等事宜包括會計資料，以及(如適用)個人選擇採用的特定會計方法；

---

<sup>1</sup> 現舉例說明如下：如恒大從其資料檔案庫取得資料推翻報告的說法，則該等資料不論是由該公司或獲得該等資料的市場評論員發表，本身都不可獲接納，即不會獲審裁處考慮。該等資料不會獲考慮，原因是該等資料在 Left 先生擬備報告時並未公開，故 Left 先生沒有取得該等資料。

- d) 某些事宜在報告發表時未必已明確公開，但早已或理應獲 Left 先生等分析員和市場評論員所理解；這類證據包括，上市公司編製和呈交審計帳目所適用的標準會計常規<sup>2</sup>，又或根據所須遵守的行為守則及規例行事的上市公司可能採取的行事方式；
- e) 用以證明 Left 先生的報告屬虛假及 / 或具誤導性的專家證據，但該等證據以不涵蓋在報告發表後才公開的資料為限。

13. 上文詳述的個別例子並非詳盡無遺。這些例子主要用作說明以何種方法決定什麼證據可考慮及不可考慮。

14. 正如本席在與訟雙方陳詞期間數度強調，審裁處清楚知道，即使證據可能具證案價值，根據公正原則也不得予以考慮。當然，秉持公正只是確保研訊過程公平公正的中性概念。

15. 正如本席在與訟雙方陳詞期間數度強調，本席認為不可能預計因本裁定而可能須交由審裁處判斷“是否可獲接納”的每一項證據。因此，如有需要，審裁處會按實際需要作出決定。本席並不認為這個處理方法會對研訊

---

<sup>2</sup> 現舉例說明如下：在陳詞期間，有指恒大花費巨資於其專業足球隊身上，主要是為了宣傳。如此具體的資料在報告發表時未必已公開，但分析員和市場評論員早已或理應理解這是上市公司投資於體育隊伍的主要原因之一。

過程造成任何特別阻礙。審裁處可詢問證人是否依據報告發表後才公開的資料作證，並在有需要時據此作出裁定。

16. 毫無疑問，審裁處會被要求考慮大量可作為證據的資料而無須理會當中的某些方面。對於專業的審裁處來說，這並不困難：這是審裁處的基本工作。雖然審裁處成員未必受過法律訓練，但他們是金融界的翹楚，只要給予清晰指引，一般都完全能夠按照指引評估證據。

17. 最後，本席須提及李大律師所指，如果審裁處不接納他對本席原來裁定的狹義詮釋，實際上他便須處理一宗全新案件，而 Left 先生並未為此作準備。根據本席認為是對原來裁定的正常解讀，本席並不認為本裁定會令 Left 先生須面對他從未預計到的證據。即便如此，正如本席在前文所述，審裁處知道有必要秉持公正，以確保研訊過程公平公正，因此不會漠視個別申請。

(簽署)

夏正民法官

(主席)

# 附錄“G”

## 恒大在二零一二年六月二十二日發表的第二份澄清公告第4.1段

### 4.1 該報告推斷投資物業評估值的方法錯誤。

根據香港財務準則第40條，投資性房地產的公允價值是指在公平交易中熟悉情況的當事人之間自願進行房地產交換的價格。確定投資性房地產的公允價值時，應當參照活躍市場上同類或類似房地產的現行市場價格(市場公開報價)；無法取得同類或類似房地產現行市場價格的，可以參照活躍市場上同類或類似房地產的最近交易價格，並考慮交易情況、交易日期、所在區域等因素。從而對投資性房地產的公允價值作出合理估計；也可以基於預計未來獲得的租金收益和有關現金流量的現值計量。同時根據香港會計準則的規定，投資物業的範圍包括符合投資物業定義的在建物業。

本集團部分投資物業現處於在建狀態(約佔總體投資物業的31%)，暫未產生租金收入。而部分已完工投資物業所處社區現時人口入住處於初始階段，物業租金收入尚處於較低水平。隨著該等社區逐步成熟，未來租金收入也預計會逐步提升。管理層在估算投資物業的公允價值時充分考慮了上述因素的影響，並參考了獨立評估師進行的評估，符合香港財務報告準則的要求。

因此，報告僅採用當年租賃收入來推算本集團投資物業公允價值是錯誤的並具有重大誤導性。