



信用等级通知书

信评委函字[2019]G193-F2号

美的置业集团有限公司：

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拟发行的“美的置业集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年七月二十五日

美的置业集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	美的置业集团有限公司
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币13亿元。
债券期限	本期债券的期限为5年期，债券存续期的第3个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，但不得超过国务院限定的利率水平。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

美的置业	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	66.11	149.69	296.67
总资产（亿元）	558.08	1,143.46	1,875.63
总债务（亿元）	170.40	343.98	472.73
营业总收入（亿元）	108.73	163.78	300.72
营业毛利率（%）	28.52	31.15	35.80
EBITDA（亿元）	15.77	27.03	44.49
所有者权益收益率（%）	14.58	12.83	10.40
资产负债率（%）	88.15	86.91	84.18
净负债率（%）	191.69	110.40	78.63
总债务/EBITDA（X）	10.81	12.73	10.62
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	1.72	1.75

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 年末长期应付款中计息部分已调整至长期债务；
3、因 2018 年发生同一控制下企业合并，2017 年数据采用 2018 年年初调整数，2016 年数据未经追溯调整。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“美的置业集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”信用级别为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定美的置业集团有限公司（以下简称“美的置业”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司实际控制人及其同一控制下企业美的控股有限公司（以下简称“美的控股”）综合实力较为雄厚、能够为公司提供品牌及资金支持，公司差异化产品定位及精细化管理，区域深耕优势持续保持、土地储备布局亦有所分散优化，销售业绩快速增长以及流动性来源充足等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到房地产行业景气度波动以及公司未来资本支出压力较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 公司实际控制人及其同一控制下企业美的控股实力较为雄厚，能够为公司提供品牌及资金支持。美的控股目前已形成集家电制造、机器人与自动化系统、房地产开发、金融、物流等产业的综合性企业集团，具有突出的综合实力，在品牌及资金等方面能够给予美的置业较大支持。
- 差异化产品定位及精细化管理。公司住宅产品已形成了较为成熟、差异化定位的产品系列，能够较为全面地满足市场需求，同时公司在房地产开发过程中秉承美的制造业的工业精神和精品理念，凭借精细化管理在区域内建立了良好口碑。

分析师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn李 昂 ali@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年7月25日

- 区域深耕优势持续保持，土地储备布局亦有所分散优化。公司房地产开发业务坚持区域聚焦，适时面向全国的发展战略，在佛山、贵阳、邯郸和株洲等深耕区域建立了很强的品牌影响力和竞争优势。同时，公司亦加大了对广东、沪苏、浙江、川渝、湖南等区域内具有经济发展潜力的城市拓展，土地储备规模得到扩充且区域布局有所分散优化。
- 销售业绩快速增长。受益于公司差异化的产品定位和精细化管理、在深耕区域内建立的竞争优势，以及项目获取力度及推盘节奏的加快，可售资源的增多带动其整体销售金额的不断攀升，近三年其签约销售金额复合增长率为103.86%。
- 流动性来源充足。近年来受益于快速增长的签约销售，2017及2018年两次股东增资款的到位及持续有力的资金支持，以及较为顺畅的直接与间接融资渠道，公司内外部流动性来源较为充足。此外，公司母公司美的置业控股有限公司（以下简称“美的置业控股”）在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）的成功上市，亦能进一步提升公司融资渠道和财务弹性。

关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，区域市场分化加深，部分三、四线城市仍然面临较大去化压力，应关注公司相关区域项目的去化情况。
- 未来资本支出压力较大。近年来随着公司业务规模的扩张，公司拟建在建项目持续推进，且公司维持较大规模的新增土地储备需求，未来或面临较大的资本支出压力。

信用评级报告声明

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

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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 and 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）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。

概 况

发债主体概况

美的置业集团有限公司（以下简称“美的置业”或“公司”）前身为顺德威灵房产有限公司，成立于1995年1月，系由顺德美的房产有限公司和威灵（香港）有限公司共同设立的中外合资企业，持股比例分别为34.50%和65.50%，初始注册资本1,120万美元。2009年12月，经股权转让和增资，注册资本增加至10,000万美元，美的建业（香港）有限公司（以下简称“美的建业”）持有公司100%持股。2010年3月24日，公司名称变更为广东美的置业有限公司。2017年9月18日，公司新增股东宁波梅山保税港区樾宸投资管理有限公司（以下简称“樾宸投资”），公司的投资总额及注册资本币种均由美元变更为人民币。2017年9月，樾宸投资以货币资金形式注资84亿元，其中11.58亿元注入实收资本，剩余资金注入资本公积，增资后公司注册资本增加至28.95亿元人民币，分别由美的建业和樾宸投资持有，持股比例分别为60%和40%。2018年1月9日名称变更为现名。2018年10月，公司控股股东美的建业的股东美的置业控股有限公司（以下简称“美的置业控股”）在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）上市。2018年12月11日，公司股东樾宸投资向公司注资68.00亿元，其中9.12亿元计入实收资本，剩余部分金额计入资本公积。截至2018年末，公司注册资本为38.08亿元，公司分别由美的建业和樾宸投资持有57.79%和42.21%股权。公司实际控制人为自然人卢德燕女士和何享健先生。

公司系“美的”¹旗下房地产业务的重要运营主体，经营范围包括经营改造旧城区；房地产开发、经营、销售、出租；房地产营销策划等。

截至2018年12月31日，公司资产总额1,875.63亿元，所有者权益296.67亿元，资产负债率84.18%。2018年公司实现营业总收入300.72亿元，获得净利润30.86亿元，同期产生经营活动净现金流为-117.57亿元。

¹ “美的”系自然人何享健先生和卢德燕女士投资拥有的美的建业（BVI）有限公司及其下属公司。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	美的置业集团有限公司
债券名称	美的置业集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 13 亿元。
债券期限	本期债券的期限为 5 年期，债券存续期的第 3 个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，但不得超过国务院限定的利率水平。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债券。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

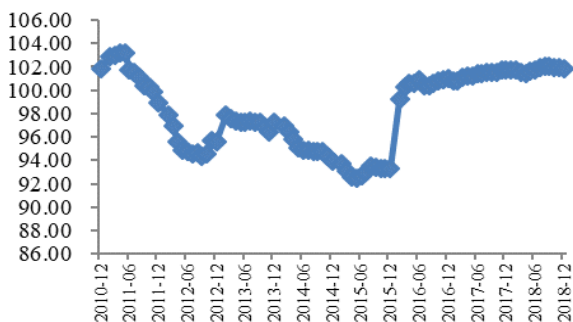
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调

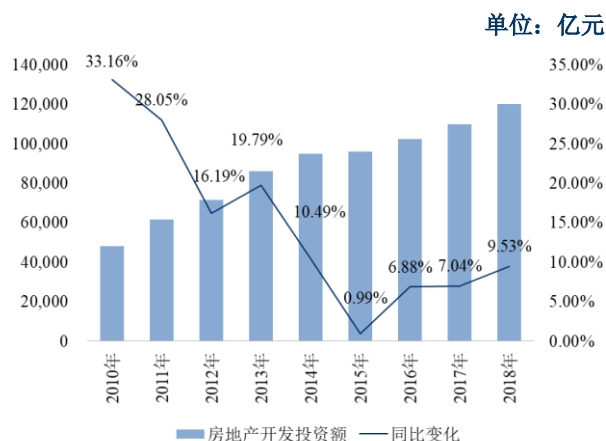
控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。

图 1：2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年

同期上升2.49个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降4.9%和0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

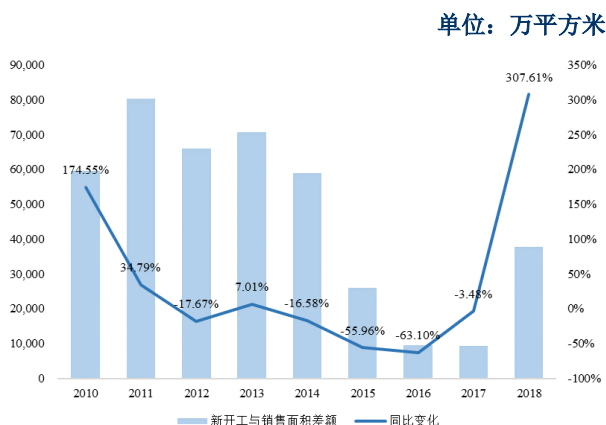
单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增

长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。

图3：2010~2018年商品房新开工与销售面积差额

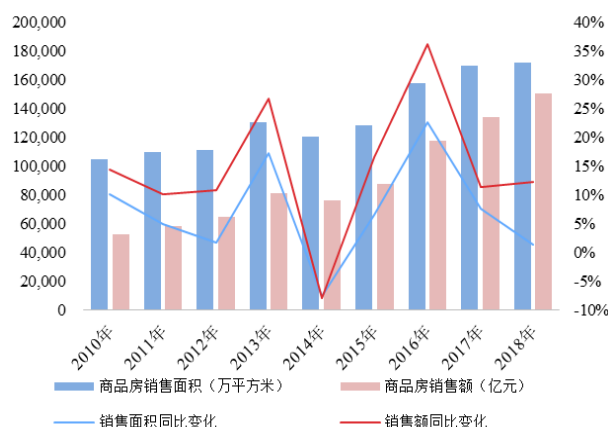


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为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1.47个百分点，受房地产调控

政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长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%。

图4：2010~2018年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

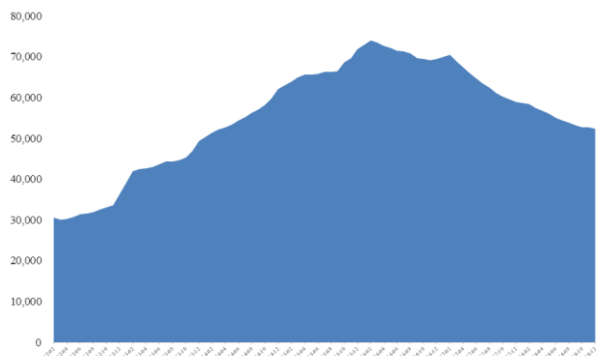
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年下降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²。受2016年10

² 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。

月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

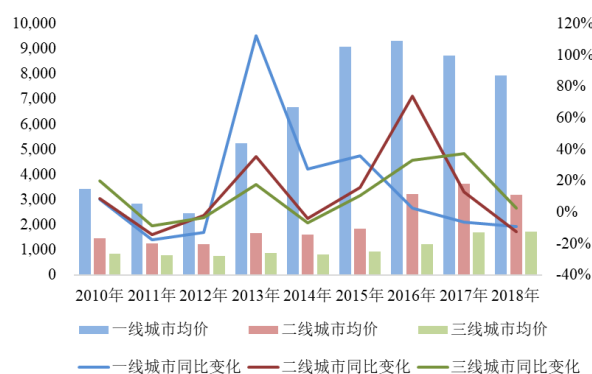
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/

平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，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滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时

环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。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、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，

房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28%和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资

金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；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 8.99%，增速同比下降 0.43 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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 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 4.67%，增速大幅下滑。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、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。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。

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。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并采购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。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%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 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。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。

表 4：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争优势

美的控股产业多元能够为公司提供较多支持

公司实际控制人及其同一控制下企业美的控股有限公司（以下简称“美的控股”）经过多年的经营与发展，目前已形成集家电制造、机器人与自动化系统、房地产开发、金融、物流等产业的综合性企业集团，具备较为雄厚的市场竞争实力和可持续发展能力。2018 年，美的控股下属上市公司美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”，股票代码

“000333”)被评选为《财富》杂志世界500强企业,位列第323名,较上年上升127位。据全球最大的传播服务集团WPP发布的“2018年BrandZ™最具价值中国品牌100强”年度排名中,美的集团位列榜单第26位,且连续三年成为榜单中排名最高的家电品牌。截至2018年末,美的集团总资产2,637.01亿元,所有者权益924.55亿元,资产负债率64.94%。2018年,美的集团实现营业收入2,596.65亿元,净利润216.50亿元,经营活动净现金流净额278.61亿元。公司作为“美的”旗下房地产业务的最重要运营主体,在品牌及资金等方面能够获得美的控股的较大支持。

资金支持方面,美的控股及其子公司主要通过增资、借贷、担保等方式对其提供资金支持;同时,2016年公司发行35亿元的公司债券,美的控股以其持有的美的集团人民币普通股股票为其提供股票质押担保。2017年9月及2018年12月,公司实际控制人通过樾宸投资以货币资金的方式向公司先后增资84.00亿元和68.00亿元,公司自有资本实力进一步增强。此外,2018年10月,公司母公司美的置业控股在香港联交所上市,为美的控股旗下的房地产业务提升了市场知名度并进一步拓宽了公司在资本市场的融资渠道。

品牌支持方面,公司依托“美的”品牌,在深耕的佛山具有较好的区域品牌知名度;并先后进入贵阳、株洲、徐州、邯郸、宁波等多个城市,不断拓展深耕区域外的房地产市场。同时,公司依托物联网、云计算等先进技术,基于美的集团的家电产品群优势,实施“1+1+1”智慧家居战略,进一步提升了品牌知名度。

整体来看,美的控股综合实力雄厚,同时公司作为“美的”旗下房地产业务的最重要运营主体,能够在品牌及资金方面获得较大力度的支持。

产品定位差异化、管理精细化

经过多年发展,公司房地产业务已形成了较为成熟、差异化定位的产品线,旗下住宅产品主要分为四大产品线,其中“君兰系”为公司目前最高端的产品线,主要是针对城央产品;“国宾系”更偏向于高低组合的业态,以新中式风格为主;“未来系”

定位于高性价比和高附加值,以现代风格为主,目标客户年龄段更年轻;“云筑系”则主要针对低密度产品。

同时,作为“美的”旗下企业,公司秉承美的制造业的工业精神和精品理念,坚持全流程开发管控理念,严格把控从策划、规划设计、总包、分包、大件材料采购、园林绿化、营销伙伴、商业合作等各个环节。产品品质方面,坚持用精益求精的设计建造、精细化的品质管理严格把控项目质量;成本管控方面,公司房地产开发采取快速周转与严格成本控制的策略;销售方面,公司采取多元化、精细化的战略营销,在具备品牌知名度的同时得以在各区域建立良好口碑。

较为明显的区域竞争优势及分散优化的土地储备

公司坚持区域深耕,适时面向全国的发展战略。公司自成立以来根植于佛山房地产的发展,在区域内建立了很强的品牌知名度;同时借助邯郸、株洲和贵阳作为美的控股国内重要的生产基地和物流基地的优势,聚焦上述城市进行深耕,在区域内形成很强的竞争优势,2016~2018年上述四个城市的销售金额合计占当年销售的比重分别达67.47%、49.18%和34.57%。根据克尔瑞数据显示,2016~2018年公司均位列佛山市房地产企业销售面积排名前5名,在株洲近年来连续多年位列销售额排名第1,在邯郸、贵阳等城市亦排名靠前。

同时,近年来公司保持在早期进入的深耕城市竞争优势的同时,亦不断加大了对广东、沪苏、浙江、川渝、湖南等区域内具有经济发展潜力的城市拓展,目前已形成了广东、贵州、湖南、江西、浙江、江苏、河北、四川、辽宁及安徽等10余省40余个城市的布局。截至2018年末,公司项目储备³3,235.10万平方米。从区域分布来看,公司在广东、冀豫、湖南、沪苏、西南、川渝、江西、浙江、辽宁、安徽和福建区域项目储备占比分别为25.35%、16.27%、14.96%、12.68%、10.98%、8.16%、5.01%、4.36%、1.19%、0.59%和0.46%,区域分布更趋均衡。从分布城市来看,截至2018年末,公司项目

³ 项目储备口径为拟建项目及在建未售项目计容建筑面积。

储备分布于 46 个城市，其中早期进入的深耕城市佛山、邯郸、株洲、贵阳项目储备总计容建筑面积占比合计为 33.12%，为其区域竞争优势的保持奠定基础。其次，公司亦加大了对广东的肇庆、中山、广州、江门、河源、阳江；沪苏区域的镇江、无锡、扬州、徐州、苏州、南京、常州；浙江区域的宁波、舟山、金华；安徽区域的合肥；川渝区域的重庆、成都等经济具有较大发展活力的二、三线城市的的项目储备占比约 34%，土地储备得到扩充的同时区域布局亦有所分散优化。

得益于公司差异化的产品定位和精细化管理、在深耕区域内建立的竞争优势，以及项目获取力度及推盘节奏的加快，可售资源的增多带动其整体销售金额的不断攀升，2016~2018 年公司分别实现签约销售金额 185.32 亿元、459.46 亿元和 770.20 亿元，年均复合增长率为 103.86%。

业务运营

公司主营业务包括房地产开发、物业管理和商业物业投资与运营等，其中，房地产开发系公司收入和利润的主要来源。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 108.73 亿元、163.78 亿元和 300.72 亿元，同期分别实现主营业务收入 108.16 亿元、162.34 亿元和 297.76 亿元，其中房地产销售收入占主营业务收入的比重均在 96%以上。

表 5：2016~2018 年公司主营业务收入构成情况表

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
房地产销售	104.41	157.42	291.42
其他	3.75	4.91	6.34
合计	108.16	162.34	297.76

注：表中数据经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

房地产开发业务

作为“美的”旗下房地产业务最主要的运营主体，经过多年发展公司在持续深耕佛山、邯郸、株洲、贵阳等城市的同时，不断加大对广东区域、浙江区域、沪苏区域、川渝及湖南等区域的拓展，目前已形成了广东、贵州、湖南、江西、浙江、江苏、河北、四川、辽宁及安徽等10余省40余个城市的布

局。从产品线来看，经过多年发展，公司目前已形成了相对成熟且差异化定位的住宅产品线，涵盖“君兰系”、“国宾系”、“未来系”和“云筑系”等四大产品线。

项目运营方面，公司一方面坚持差异化的产品定位和提升智慧家居服务，另一方面根据房地产市场环境变化及自身情况调整开发节奏及拓展区域布局。近年来公司不断加大项目开发节奏，2016~2018 年，公司新开工面积分别为 494.29 万平方米、786.75 万平方米和 1,715.36 万平方米，呈快速增长态势；同期竣工面积分别为 226.66 万平方米、201.66 万平方米和 370.01 万平方米。受近年来新开工面积上升较快影响，期末在建面积同比亦大幅增加，2016~2018 年分别为 709.64 万平方米、1,285.27 万平方米和 2,630.62 万平方米。

表 6：2016~2018 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018
新开工面积	494.29	786.75	1,715.36
竣工面积	226.66	201.66	370.01
期末在建面积	709.64	1,285.27	2,630.62

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建建筑面积为 2,630.62 万平方米。从区域分布来看，公司在建项目主要分布在广东区域（19.67%）、苏沪区域（16.20%）、冀豫区域（13.64%）、湖南区域（11.98%）、西南区域（9.13%）、江西区域（8.74%）、浙江区域（8.15%）及川渝地区（7.37%）。从分布城市来看，公司在佛山、邯郸、贵阳、株洲在建项目建筑面积占比保持在较高水平，合计为 34.05%。同时，公司在沪苏区域的徐州、镇江、扬州、常州，湖南地区的长沙，西南地区的遵义，江西区域的九江和南昌，浙江地区的宁波、金华，川渝区域的重庆、成都等城市的在建项目亦不断推进，区域布局亦得到分散优化。

表 7：截至 2018 年末公司在建项目城市分布情况

单位：万平方米

区域	城市	建筑面积	占比
广东第一及第二区域*	佛山	373.49	14.20%
	肇庆	64.40	2.45%
	江门	35.01	1.33%
	中山	25.85	0.98%
	阳江	10.33	0.39%
	河源	9.97	0.38%
	广州	8.12	0.31%
沪苏区域	徐州	98.12	3.73%
	镇江	72.60	2.76%
	扬州	65.18	2.48%
	常州	55.58	2.11%
	无锡	49.30	1.87%
	苏州	47.69	1.81%
	南京	37.60	1.43%
冀豫区域	邯郸	310.00	11.78%
	邢台	40.08	1.52%
	石家庄	8.84	0.34%
湖南区域	株洲	105.40	4.01%
	长沙	69.55	2.64%
	岳阳	40.50	1.54%
	湘潭	39.13	1.49%
	郴州	31.88	1.21%
	常德	28.71	1.09%
西南区域	贵阳	106.80	4.06%
	遵义	71.00	2.70%
	昆明	37.81	1.44%
	梧州	12.67	0.48%
	南宁	12.00	0.46%
江西区域	九江	75.59	2.87%
	南昌	73.70	2.80%
	上饶	67.72	2.57%
	赣州	12.97	0.49%
浙江区域	宁波	109.47	4.16%
	金华	78.56	2.99%
	舟山	26.48	1.01%
川渝区域	重庆	105.28	4.00%
	成都	64.77	2.46%
	乐山	12.67	0.48%
	眉山	11.21	0.43%
辽宁区域	沈阳	85.76	3.26%
安徽区域	合肥	38.84	1.48%
合计	-	2,630.62	100.00%

注：2018 年 7 月，公司部分区域重新调整，原粤中及粤西区域公司分别更名为广东第一区域及第二区域公司；2018 年原河北公司更名为冀豫公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，近年来公司加快开工节奏，并采取快速周转策略，房地产销售面积和销售金额均呈快速增长态势，2016~2018 年，公司分别实现销售面积 268.88 万平方米、530.53 万平方米和 765.96 万平方米，年均复合增长率为 68.78%；销售金额分别为 185.32 亿元（权益销售金额 177.27 亿元）、459.46 亿元（权益销售金额 380.82 亿元）和 770.20 亿元（权益销售金额 554.69 亿元），年均复合增长率为 103.86%。同期公司房地产销售均价分别为 6,892.27 元/平方米、8,434.12 元/平方米和 10,055.29 元/平方米，呈逐年上升趋势，其中 2017 年销售均价上涨明显，主要系公司差异化的产品定位以及深耕城市销售均价提升所致，2018 年公司房地产销售均价进一步上涨，主要得益于公司精装修交付比例的提升以及智能家居服务带来的产品溢价。从结算情况来看，随着销售规模的不断增长，公司结算金额整体亦保持增长。2015~2017 年公司结算金额分别为 104.41 亿元、157.42 亿元和 291.42 亿元。

表 8：2016~2018 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	268.88	530.53	765.96
销售金额	185.32	459.46	770.20
销售均价	6,892.27	8,660.34	10,055.29
结算金额	104.41	157.42	291.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域分布来看，公司前期以佛山为代表的广东第一及广东第二区域、贵阳为代表的西南区域、邯郸为代表的冀豫区域，株洲为代表的湖南区域为其主要销售来源，上述区域合计占2016年公司销售金额的71.73%。近年来随着公司在保持传统区域竞争优势的同时，积极向沪苏、浙江、江西、川渝区域等拓展，销售区域分布有所分散。2017~2018 年，公司在广东区域、西南区域、冀豫区域和湖南区域销售金额占比有所下降，上述区域合计分别为 53.45%和55.64%；以无锡、徐州、南京、扬州、镇江、常州、苏州等城市为代表的沪苏区域销售金额占比相对稳定，2016~2018年分别为18.42%、16.89%和16.71%；以金华、宁波、舟山为代表的浙江区域销售金额占比2016~2018年分别为10.13%、13.64%

和11.31%，呈小幅波动。以沈阳为代表的辽宁区域2016~2018年销售金额占比分别为8.43%、5.01%和3.59%，呈逐年下降趋势；以南昌、九江和上饶为代表的江西区域自2016年开始贡献销售金额，2016~2018年销售金额占比分别为2.30%、6.07%和6.89%，其中2017年销售金额占比同比增长幅度较大；以合肥为代表的安徽区域自2017年开始贡献销售金额，2017~2018年分别占比0.33%和1.66%；以重庆、成都为代表的川渝区域自2018年开始贡献销售，2018年销售金额占比为4.20%。

表 9：2016~2018 年公司房地产销售金额区域分布情况

区域	城市	2016	2017	2018
广东第一及第二区域	佛山	30.52%	20.41%	18.54%
	江门	0.00%	2.18%	1.27%
	中山	0.00%	0.00%	0.80%
	肇庆	0.00%	0.00%	0.69%
	河源	0.00%	0.00%	0.33%
	阳江	0.00%	0.00%	0.29%
	广州	0.00%	0.00%	0.11%
沪苏区域	无锡	0.00%	4.53%	3.87%
	徐州	2.08%	5.33%	3.63%
	南京	0.00%	1.01%	2.46%
	扬州	0.00%	2.29%	1.93%
	镇江	5.52%	3.70%	1.89%
	常州	0.00%	0.00%	1.70%
	苏州	0.00%	1.56%	1.24%
湖南区域	株洲	8.30%	6.49%	4.10%
	长沙	0.00%	1.10%	2.26%
	岳阳	0.00%	2.00%	1.68%
	常德	0.00%	0.00%	1.60%
	郴州	0.00%	0.00%	1.56%
	衡阳	0.00%	0.00%	1.30%
	湘潭	0.00%	1.05%	0.91%
浙江区域	金华	0.00%	1.03%	6.06%
	宁波	10.93%	9.10%	5.01%
	舟山	0.00%	0.00%	0.24%
	义乌	0.00%	0.00%	0.00%
冀豫区域	邯郸	12.69%	13.24%	8.74%
	邢台	0.00%	0.00%	1.40%
西南区域	石家庄	0.00%	0.46%	0.49%
	遵义	3.26%	2.41%	3.40%
	贵阳	15.96%	9.04%	3.19%

	昆明	0.00%	1.68%	2.51%
	梧州	0.00%	0.00%	0.32%
	南宁	0.00%	0.00%	0.17%
江西区域	南昌	2.30%	5.56%	3.12%
	九江	0.00%	0.51%	2.23%
	上饶	0.00%	0.00%	1.54%
川渝区域	重庆	0.00%	0.00%	3.01%
	成都	0.00%	0.00%	1.01%
	眉山	0.00%	0.00%	0.14%
辽宁区域	乐山	0.00%	0.00%	0.04%
	沈阳	5.67%	4.44%	3.58%
	盘锦	2.76%	0.57%	0.01%
安徽区域	合肥	0.00%	0.33%	1.66%
合计	-	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，公司土地获取方式主要通过招拍挂程序直接参与土地竞拍，并适时以股权并购、合作开发等方式进行拿地。2016 年以来公司加大拿地力度，新拓展项目 26 个，其中在深耕区域佛山、邯郸和贵阳分别新增项目 3 个、3 个和 2 个，合计新增土地储备建筑面积占比为 38.46%。同时公司新拓展江西区域，在南昌新增项目 1 个，并进入南京、长沙等二线城市，上述城市新增土地储备建筑面积占比合计为 11.60%。

2017 年，公司加快拿地节奏，新进入多个城市，当年新拓展项目 81 个，合计新增土地储备建筑面积 1,340.85 万平方米。从 2017 年新增项目区域分布来看，公司持续深耕粤西及粤中区域，新增土地储备建筑面积占比为 23.92%，主要分布于佛山、肇庆、江门、中山等城市；其次加大对湖南区域内的湘潭、长沙、株洲等城市和河北区域内邯郸、邢台、石家庄等城市的拓展，以上区域占比分别为 21.25% 和 14.39%。另外，公司在沪苏区域的徐州、南京、镇江、无锡、张家港，江西区域的南昌、九江，西南区域的昆明、贵阳、遵义，浙江区域的宁波、金华，安徽区域的合肥，川渝的成都、重庆等城市亦新增多幅地块，以上区域新增土地储备面积占比分别为 8.87%、8.54%、6.97%、6.37%、2.33%、6.30%。

2018 年，公司继续保持较快的项目获取力度，当年新增项目 71 个，合计新增土地储备建筑面积

1,363.43 万平方米。从区域分布来看，公司区域分布进一步扩散，其中广东第一及广东第二区域当年新增土地储备建筑面积占比降至 18.34%，主要分布于阳江和佛山等城市；沪苏区域、西南区域、湖南区域、河北区域和川渝区域新增项目分布较为平均，以上区域占比分别为 15.70%、14.35%、14.16%、12.25%和 11.60%，主要分布在无锡、徐州、扬州、梧州、岳阳、长沙、株洲、邯郸、邢台、成都和重庆。此外，公司当年在江西区域、浙江区域、辽宁区域的新增项目占比分别为 8.60%、3.23%和 0.83%，主要分布于上饶、南昌、舟山、金华和沈阳。公司 2018 年首次进入福建区域，在该区域获取项目建筑面积占当年新增土储的比重为 0.94%。

表 10：2016~2018 年公司新增项目情况

指标	2016	2017	2018
新拓展项目（个）	26	81	71
新增土地储备建筑面积（万平方米）	540.07	1,340.85	1,363.43
新增土地储备金额（亿元）	156.48	464.02	488.59
新增土地储备权益金额（亿元）	140.53	330.98	316.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司项目储备⁴总可售面积 3,235.10 万平方米，平均楼面地价为 3,324.83 元/平方米。从区域分布来看，公司在广东、冀豫、湖南、沪苏、西南、川渝、江西、浙江、辽宁、安徽和福建区域项目储备占比分别为 25.35%、16.27%、14.96%、12.68%、10.98%、8.16%、5.01%、4.36%、1.19%、0.59%和 0.46%，区域分布更趋均衡。从分布城市来看，截至 2018 年末，公司项目储备分布于 46 个城市，其中早期进入的深耕城市佛山、邯郸、株洲、贵阳项目储备总计容建筑面积占比合计为 33.12%，为其区域竞争优势的保持奠定基础。其次，公司亦加大了对广东的肇庆、中山、广州、江门、河源、阳江；沪苏区域的镇江、无锡、扬州、徐州、苏州、南京、常州；浙江区域的宁波、舟山、金华；安徽区域的合肥；川渝区域的重庆、成都等经济具有较大发展活力的二、三线城市的项目储备占比约 34%，土地储备得到扩充的同时区域布局亦有所分散优化。但同时，中诚信证评也关注到，公

司在湖南、西南等区域的三、四线城市项目储备规模较大，其后续的销售去化情况有待关注。

表 11：截至 2018 年末公司全口径项目储备区域分布情况

单位：万平方米

区域	城市	计容建筑面积	占比
广东第一及第二区域	佛山	497.86	15.39%
	阳江	115.60	3.57%
	河源	81.51	2.52%
	肇庆	72.32	2.24%
	江门	24.39	0.75%
	中山	15.73	0.49%
冀豫	广州	12.54	0.39%
	邯郸	345.94	10.69%
	邢台	104.35	3.23%
	常德	35.94	1.11%
	郑州	20.98	0.65%
	开封	18.33	0.57%
湖南	石家庄	0.85	0.03%
	长沙	156.78	4.85%
	湘潭	120.91	3.74%
	岳阳	99.87	3.09%
	株洲	82.58	2.55%
	郴州	23.84	0.74%
沪苏	徐州	117.58	3.63%
	镇江	76.00	2.35%
	无锡	57.40	1.77%
	扬州	50.13	1.55%
	苏州	38.15	1.18%
	常州	37.52	1.16%
西南	南京	19.87	0.61%
	泰州	13.49	0.42%
	贵阳	145.17	4.49%
	遵义	79.46	2.46%
	梧州	76.40	2.36%
	大理	28.36	0.88%
川渝	南宁	15.11	0.47%
	昆明	10.70	0.33%
	重庆	141.89	4.39%
	成都	72.77	2.25%
	乐山	30.69	0.95%
	眉山	18.60	0.57%
江西	南昌	52.74	1.63%
	上饶	43.27	1.34%

⁴ 项目储备口径为拟建项目及在建未售项目计容建筑面积。

	赣州	35.38	1.09%
	九江	30.61	0.95%
浙江	宁波	94.84	2.93%
	金华	26.31	0.81%
	舟山	19.75	0.61%
辽宁	沈阳	38.63	1.19%
安徽	合肥	18.99	0.59%
福建	泉州	14.95	0.46%
合计	-	3,235.10	100.00%

注：1、以上数据经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差；

2、土地储备包含在建项目未售部分及拟建项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司项目开发规模持续扩张，销售金额和销售面积均实现快速增长，且土地储备规模增长，区域布局日趋分散。但中诚信证评也关注到，公司在建及拟建项目规模较大，未来或面临一定资本支出压力；同时公司储备项目中三、四线城市项目仍较多，或将对公司运营能力提出更高要求。

战略发展

公司房地产业务总体发展战略如下：1）规模化发展，2019 年销售规模达到 1,000 亿元；2）区域化发展，立足包括广东、沪苏、西南、湖南、河北、江西、浙江、川渝、辽宁、安徽等区域，聚焦区域深耕；3）专业化发展：聚焦主业、聚焦住宅，围绕地产价值链细分市场 and 核心环节，通过内部整合和外部并购的方式，打造专业能力。

业态布局战略方面，公司坚持“房地产+产业”复合型发展战略，以房地产开发及服务为主业，两翼协同发展建筑工业化、智能产业化，打通上下游产业链，实现“一主两翼”纵向一体化发展，致力于成为领先的智慧地产制造商。

房地产开发布局方面，公司实施布局升级、区域深耕的全面规划，对十余城市进行重点跟进，布局华东华南等经济基础好、消费能力强、人口基数大、增长潜力强的区域，专注于五大目标区域，即珠江三角洲经济区、长江三角洲经济区、长江中游经济区、华北地区及中国西南经济区。此外，公司将优化及提升全国城市布局等级，重点布局经济发达及人口充足的二线城市，并择机进入一线城市，

提升城市级别，继续扩大对全新区域的进入拓展，同时对现有项目周边区域进行深耕拓展，实现区域公司运作模式。

两翼协同发展方面，公司将强化打造智慧家居品牌形象与实力，深化与美的集团及其他国内知名互联网企业、龙头家装企业合作，联合卓越的物业管理团队提供更优质的一站式智能家居解决方案。同时，公司稳步推进装配式建筑与整体卫浴市场，公司计划未来在五大目标区域逐步开设装配式建筑工厂，徐州的首家装配式建筑工厂预期不迟于 2020 年 6 月投产。

商业方面，为全方位满足不同城市、不同客群的商业需求，公司商业产品线全面覆盖城市综合体、社区邻里商业、特色商业、文旅商业及长租公寓。并建立相应和完善商业品牌体系，购物中心、特色街区、邻里中心、长租公寓、文旅商业。同时公司将继续围绕产业链价值延伸和服务增值，积极与各类企业进行多元化合作，不断整合各方资源搭建商业生态体系。

总的来看，公司定位准确、战略规划明晰，未来通过积极的筹划及落实，发展战略有望得到较好实现。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》等相关法律、法规的要求，建立了相对完善的法人治理结构。公司建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的治理结构，形成了决策机构、监督机构和管理层之间的协调制衡机制。公司不设股东会，由股东行使股东会职权；设董事会，董事会是公司经营决策机构，公司设董事 4 名，董事长 1 名，副董事长 1 名；公司不设监事会，设监事 1 名，负责监督董事会的决策行为及其落实；经营管理层负责公司的日常经营管理工作。

公司总部设有战略投资中心、运营管理中心、产品管理中心、成本合约中心、营销管理中心、财务资金中心、资本运营中心、人力资源中心、信息流程中心和审计监察中心等职能部门 10 个职能部门，各中心和职能部门职责分工明确，机构设置和

职能分工符合内部控制的要求。

内部管理

管理制度方面，公司根据经营需要制定了一系列规章制度，对各部门进行明确分工，使各部门能够依照规章制度和部门职责行使各自职能。

财务资金及成本控制方面，公司明确了各级财务组织的职责和权限，充分发挥财务组织管理作用，建立了包括《房地产项目预算管理办法》、《费用支出与借款管理办法》、《成本管理制度》、《实物资产管理办法》、《财务组织管理制度》和《税务管理制度》等内部规章制度，以加强公司财务组织体系的管理，清晰公司各层级财务组织之间的管理关系。

工程及产品管理方面，公司明确了管控界面，建立了包括《工程管理办法》、《住宅前期策划流程与技术模块》、《招标方式及定标原则使用指引》、《产品质量实测操作指引》、《工程月检实施细则》、《合作单位评估办法》和《安全文明施工管理实施细则》等规章制度，以强化公司的工程建设管理，获得最佳的投资效益、树立良好的社会形象和品牌。

采购及付款方面，公司建立了《工程款管理办法》、《供应商管理办法》、《集中采购管理办法》、《营销类集中采购管理办法》和《关于合同付款方式、进度审核及款项支付的规定》等规章制度，以规范公司工程款付款管理，防范付款风险，提高审核、审批效率。

风险控制方面，公司专门设立并组建了风险管理中心，并建立了《结算中心资金稽核管理办法》、《审计监察管理指引》和《责任追究管理办法》等制度，对公司及所属各单位的业务操作、制度执行、资产安全、风险管控、运营效率等方面进行审计监督和服务，从而促进和保障公司的健康可持续发展。

总体来看，公司各项规章制度较为完善，治理结构和内控体系较为健全，能够保证公司各项运作规范化和科学化，为公司持续稳定发展奠定了良好的基础。

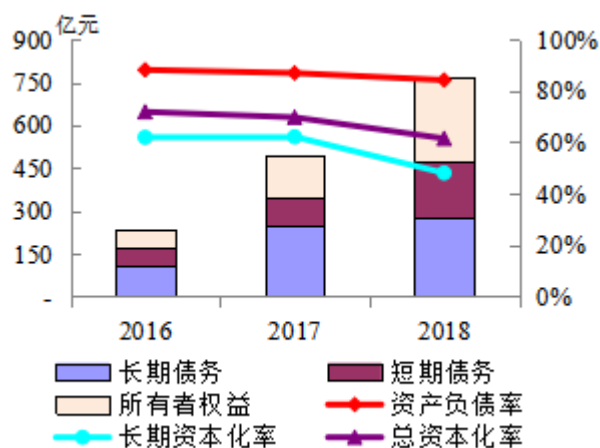
财务分析

以下财务分析基于经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2018年审计报告，其中2017年数据经过2018年年初追溯调整。

资本结构

近年来随着房地产开发业务规模的快速扩张，公司资产规模保持较快的增长态势。2016~2018年末公司资产总额分别为558.08亿元、1,143.46亿元和1,875.63亿元，年均复合增长率为83.33%。同时，随着外部融资规模的上升及预收购房款的大幅增长，公司负债水平显著上升，2016~2018年末公司负债总额分别为491.97亿元、993.77亿元和1,578.96亿元。得益于股东方增资及盈余留存积累，公司自有资本实力不断夯实，同期末所有者权益合计分别为66.11亿元、149.69亿元和296.67亿元。财务杠杆方面，同期末公司资产负债率分别为88.15%、86.91%和84.18%，净负债率分别为191.69%、110.40%和78.63%，受益于自有资本的增强及充裕的货币资金，2018年末公司财务杠杆比率有所下降。

图 7：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018年末，公司流动资产分别为528.97亿元、1,115.59亿元和1,830.03亿元，占同期末资产总额的比重分别为94.78%、97.56%和97.57%。公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款

构成。货币资金方面，2016~2018 年末，公司货币资金账面余额分别为 43.67 亿元、178.72 亿元和 239.47 亿元，其中 2017 年及 2018 年末货币资金大幅增长，主要系当年股东樾宸投资以货币形式分别注资 84 亿元和 68 亿元，加之当年销售回款良好所致。截至 2018 年末，公司受限货币资金为 29.89 亿元，其中 27.73 亿元定期存款用于债务担保，2.16 亿元为银行保证金。存货方面，2016~2018 年末，分别为 335.80 亿元、675.90 亿元和 1,203.99 亿元，其中，2018 年末公司存货中开发产品和开发成本⁵分别占存货余额的比例为 2.54%和 97.44%。其他应收款方面，2016~2018 年末，分别为 69.83 亿元、163.33 亿元和 214.18 亿元，主要系项目诚意金、土地投标保证金和关联方往来款等。其中，截至 2018 年末，其他应收款中关联方往来款项较大，为 75.30 亿元，占当期末其他应收款余额的比重为 35.16%，对公司营运资金形成一定占用；同期末前五大其他应收款款项包括徐州跃辉置业有限公司关联方往来款 18.85 亿元、徐州市住房置业担保有限公司土地保证金 11.60 亿元、邯郸市恒嘉房地产开发有限公司关联方往来款 8.81 亿元、河北兆基房地产开发有限公司关联方往来款 7.66 亿元和南昌市财政局土地保证金 7.32 亿元，合计 54.24 亿元，占期末其他应收款余额的比重为 25.02%。

非流动资产方面，2016~2018 年末公司非流动资产分别为 29.11 亿元、27.87 亿元和 45.60 亿元，主要由固定资产、长期股权投资、投资性房地产以及递延所得税资产构成。固定资产方面，2016~2018 年末，分别为 6.68 亿元、3.29 亿元和 6.87 亿元，其中 2017 年固定资产净额大幅减少，主要系公司将持有的盘锦美的置业与株洲君美 100%的股权分别转让给美的发展与君兰控股所致。长期股权方面，近年来公司在业务扩张的同时，不断加大对合联营项目的投资，2016~2018 年末分别为 4.41 亿元、8.33 亿元和 16.75 亿元；同期末投资性房地产分别为 5.37 亿元、5.35 亿元和 5.11 亿元。递延所得税资产主要为预提土地增值税形成的递延所得税，受可抵扣暂时性差异的影响，递延所得税资产呈现一

定的波动，2016~2018 年分别为 10.95 亿元、5.88 亿元和 11.01 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款和有息债务构成。应付账款方面，随着开发项目的不断增多，项目工程款及材料款亦随之而升，2016~2018 年末，公司应付账款分别为 46.14 亿元、61.71 亿元和 140.45 亿元。按账龄来看，应付账款主要以 1 年以内的账款为主，占比为 95.47%。预收账款方面，主要为预收房屋款，2016~2018 年末，分别为 200.26 亿元、432.84 亿元和 665.58 亿元，较大规模的已售待结算资源对公司未来业绩提升形成较好保障；其他应付账款方面，主要包括往来款、股权转让款、押金保证金、暂收应付款及预提费用等，2016~2018 年末，其他应付款分别为 55.72 亿元、117.10 亿元和 217.32 亿元，其中，截至 2018 年公司前五大其他应付款债权人分别为佛山市顺德区碧桂园房产置业有限公司、重庆中骏和信置业有限公司、邯郸市恒嘉房地产开发有限公司、广州番禺雅居乐房地产开发有限公司和碧桂园地产集团有限公司，合计占其他应付款余额的比重为 17.49%，其中邯郸市恒嘉房地产开发有限公司为关联方企业，其余均为第三方。

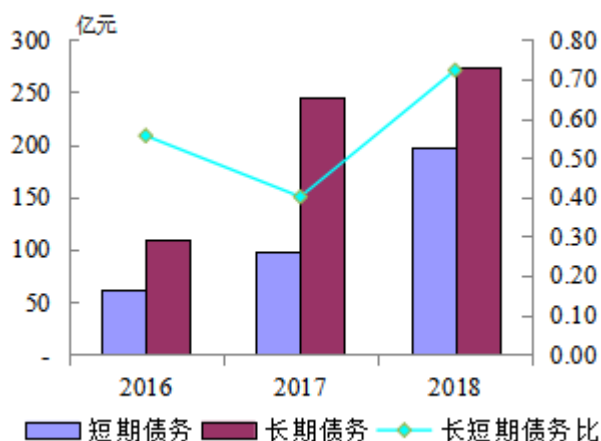
债务方面，近年公司业务规模的快速扩张，对外部融资较为依赖，其债务规模增长较快，2016~2018 年末，公司总债务规模分别为 170.40 亿元、343.98 亿元和 472.73 亿元。从债务期限结构来看，同期公司长短期债务比分别为 0.56 倍、0.40 倍和 0.72 倍，2018 年受短期借款增加影响，短期债务增幅较大，公司以长期债务为主的债务期限结构符合公司的业务发展需求。

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益构成。2016~2018 年末，公司实收资本分别为 11.21 亿元、22.79 亿元和 31.91 亿元；同期末，资本公积分别为 2.20 亿元、75.16 亿元和 133.32 亿元。2017 年股东樾宸投资以货币形式注资 84 亿元，其中 11.58 亿元注入实收资本，剩余资金注入资本公积；2018 年公司股东樾宸投资向公司注资 68.00 亿元，其中 9.12 亿元计入实收资本，剩余部

⁵ 开发成本账面余额中包含拟开发土地账面余额。

分金额计入资本公积。同时，得益于历年利润的不断累积，公司未分配利润持续增长，同期末分别为15.47亿元、30.94亿元和51.13亿元。受合作项目增多影响，近年来少数股东权益持续增长，2016~2018年末分别为7.23亿元、19.16亿元和78.22亿元。

图 8：2016~2018 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司房地产业务的大规模扩张，公司资产规模上升较快，且得益于股东增资，公司自有资本实力亦不断夯实，受益于此，其财务杠杆水平有所下降。但中诚信证评也关注到公司存货中在建拟建项目规模较大，其未来仍有较大的资金支出需求。

流动性

在项目开发及土地储备规模持续扩大的情况下，近年来公司流动资产规模逐年增长。2016~2018年末，公司流动资产分别为528.97亿元、1,115.59亿元和1,830.03亿元，年均复合增长率为86.00%，占资产总额的比重维持在94%以上。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2016~2018年末三项合计占流动资产比重分别为84.94%、91.25%和90.58%。

存货方面，近年来在拿地及项目开发力度的持续推动之下，公司存货快速增长。2016~2018年公司存货分别为335.80亿元、675.90亿元和1,203.99亿元。其中，房地产开发产品占存货的比重为9.66%、3.44%和2.54%，受益于公司近年加快了存货去化速度，占比逐年下降；同期末开发成本占存货的比重分别为90.17%、96.54%和97.44%，较大

规模的在建和拟建项目系公司持续经营的保障，但同时也对后续开发资金提出了较高要求。

表 12：2016~2018 年公司存货分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018
存货	335.80	675.90	1,203.99
开发成本*	303.23	652.52	1,173.13
开发成本/存货	90.17	96.54	97.44
开发产品	32.45	23.23	30.60
开发产品/存货	9.66	3.44	2.54

注：开发成本账面余额包含拟开发土地账面余额。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产周转率方面，受公司近年来存货规模快速增加的影响，其存货周转速度和总资产周转速度呈波动下滑趋势。2016~2018年公司存货周转率分别为0.27次、0.22次和0.21次，总资产周转率分别为0.24次、0.19次和0.20次。

现金流方面，2016年以来，受公司大规模拿地及在建项目持续投入影响，经营性现金持续呈现净流出状态，2016~2018年，公司经营性现金流净额分别为-53.99亿元、-18.28亿元和-117.57亿元，其中2018年经营性现金流净流出额较大，主要系当年工程费用支出增长较快所致。投资性现金流方面，2016~2018年公司投资性净现金流分别为-45.33亿元、-31.61亿元和-7.25亿元，持续呈现净流出状态，主要系公司近年来合作开发项目增多，对合联营项目的投资增加所致。筹资性现金流方面，受融资需求不断加大影响，同期公司筹资活动净现金流分别为117.66亿元、179.06亿元和157.09亿元，维持在较大规模的净流入状态。

货币资金方面，2016~2018年末，公司货币资金账面余额分别为43.67亿元、178.72亿元和239.47亿元；同期货币资金/短期债务分别为0.72倍、1.82倍和1.21倍，2017年得益于股东增资及当年良好的销售回款情况，使得当年货币资金对短期债务的保障程度有所提升，2018年货币资金继续上升，但受短期债务增加的影响，当年货币资金对短期债务的保障程度有所下降，总体来看公司货币资金对其短期债务可形成较好的覆盖。

表 13: 2016~2018 年公司部分流动性指标

指标	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	43.67	178.72	239.47
经营活动现金流净额（亿元）	-53.99	-18.28	-117.57
经营净现金流/短期债务（X）	-0.89	-0.19	-0.59
货币资金/短期债务（X）	0.72	1.82	1.21

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，由于近年来公司房地产业务规模扩张较快，工程费用支出较大，使得其经营性现金呈现净流出状态，但考虑到其房地产销售规模大幅提升，且销售回笼情况良好，加之连续两年的股东增资，其年末手持现金充裕，可对其流动性形成一定支撑。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产销售，2016~2018 年公司营业总收入分别为 108.73 亿元、163.78 亿元和 300.72 亿元，其中房地产业务收入占比分别为 96.03%、96.12%和 96.91%。从毛利率水平看，受益于公司在深耕城市土地成本优势及销售均价上涨较快，以及差异化产品定位产生的溢价能力，公司毛利率逐年增长，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 28.52%、31.15%和 35.80%。此外，截至 2018 年末公司预收账款余额为 665.58 亿元，为其未来经营业绩的增长提供了保障。

期间费用方面，主要系由销售费用及管理费用构成。受公司业务规模的不断扩大，公司销售及管理费用规模快速上升，2016~2018 年，公司销售费用分别为 6.28 亿元、10.96 亿元和 17.14 亿元，其中 2017 及 2018 年销售费用增幅较大主要系公司加大了项目推盘量使得当期销售费用增加所致；管理费用分别为 3.24 亿元、5.76 亿元和 13.72 亿元，其中 2018 年管理费用大幅上涨主要系当期任职员工人数及薪资增长所致。综上，公司三费合计分别为 10.52 亿元、16.31 亿元和 32.96 亿元，同期三费收入占比分别为 9.67%、9.96%和 10.96%，公司期间费用控制能力一般。

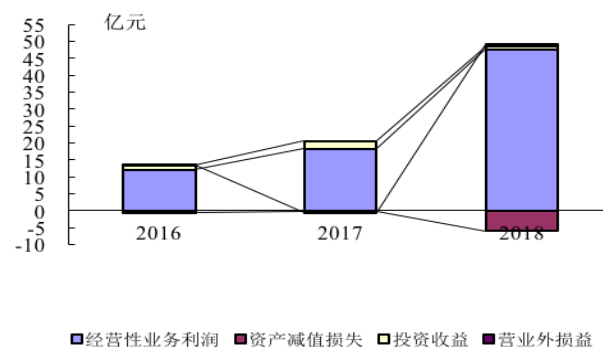
表 14: 2016~2018 年公司三费分析

	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	6.28	10.96	17.14
管理费用（亿元）	3.24	5.76	13.72
财务费用（亿元）	1.01	-0.41	2.11
三费合计（亿元）	10.52	16.31	32.96
营业总收入（亿元）	108.73	163.78	300.72
三费收入占比（%）	9.67	9.96	10.96

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、其他收益和资产减值损失构成。在营业收入规模扩大的带动下，公司经营性业务利润同步提升，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 12.06 亿元、19.43 亿元和 47.58 亿元；同期投资收益分别为 1.36 亿元、2.19 亿元和 0.81 亿元，主要系理财产品产生的收益；2017 年公司新增其他收益 3.54 亿元，主要系项目所在地政府的招商引资奖励款，为遵义市新蒲新区财政局等房地产开发奖励款项。2016~2018 年公司资产减值损失分别为 0.65 亿元、0.38 亿元和 6.05 亿元，其中 2018 年资产减值损失的主要来源为 2.56 亿元的坏账损失和 3.49 亿元的存货跌价损失。综上，2016~2018 年公司利润总额分别为 12.88 亿元、25.05 亿元和 43.07 亿元；净利润分别为 9.64 亿元、19.20 亿元和 30.86 亿元，但受净资产快速扩充影响，其所有者权益收益率分别为 14.58%、12.83%和 10.40%。

图 9: 2016~2018 年公司利润总额构成图



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于不断扩大的开发规模和丰富的待结算资源，公司营业收入大幅增长，初始获利空间逐年提升，其整体盈利水平稳步提高。此外，公司较大规模的期末待结算资源亦对其未来业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，随着近年土地支出及项目开发投入的增加，公司外部融资规模快速上升。2016~2018 年末，公司总债务规模分别为 170.40 亿元、343.98 亿元和 472.73 亿元，长短期债务比分别为 0.56 倍、0.40 倍和 0.72 倍。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 15.77 亿元、27.03 亿元和 44.49 亿元，获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 10.81 倍、12.73 倍和 10.62 倍，EBITDA 对债务本金的覆盖能力有所增强；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.21 倍、1.72 倍和 1.75 倍，EBITDA 可对公司债务利息形成覆盖。

表 15：2016~2018 年公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	60.89	98.37	198.32
总债务（亿元）	170.40	343.98	472.73
资产负债率（%）	88.15	86.91	84.18
总资本化比率（%）	72.05	69.68	61.44
EBITDA（亿元）	15.77	27.03	44.49
经营活动净现金流（亿元）	-53.99	-18.28	-117.57
经营活动净现金流利息倍数（X）	-7.56	-1.16	-4.61
经营净现金流/总债务（X）	-0.32	-0.05	-0.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	1.72	1.75
总债务/EBITDA（X）	10.81	12.73	10.62

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额共计 32.78 亿元，均为对非并表关联方的担保，占同期末净资产比重为 11.05%。

财务弹性方面，公司与各大金融机构保持较好关系，截至 2018 年末，公司获得银行等金融机构授信额度 865.51 亿元，未使用额度 340.19 亿元，备用流动性充足。与此同时，公司间接控股股东美地置业控股于 2018 年 10 月在香港联交所上市，加之美的控股有力的资金支持，进一步提升了其财务弹性。

总体而言，随着近年公司业务规模快速扩张，其对外融资需求不断增加，持续推升其债务水平，加之较大规模的在建拟建项目，公司未来或面临较

大的资本支出压力。但得益于公司差异化的产品定位和精细化管理、在深耕区域内建立的竞争优势，近年其销售业绩快速增长、土地储备规模持续扩充且区域布局日趋分散优化，同时考虑到公司股东及美的控股在品牌及资金方面支持力度较大，以及多元化的外部资金补充渠道可为其未来经营业绩的保持和债务的偿还提供极强保障。

结 论

综上，中诚信证评评定美的置业集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“美的置业集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”信用级别为 **AAA**。

关于美的置业集团有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）的跟踪评级安排

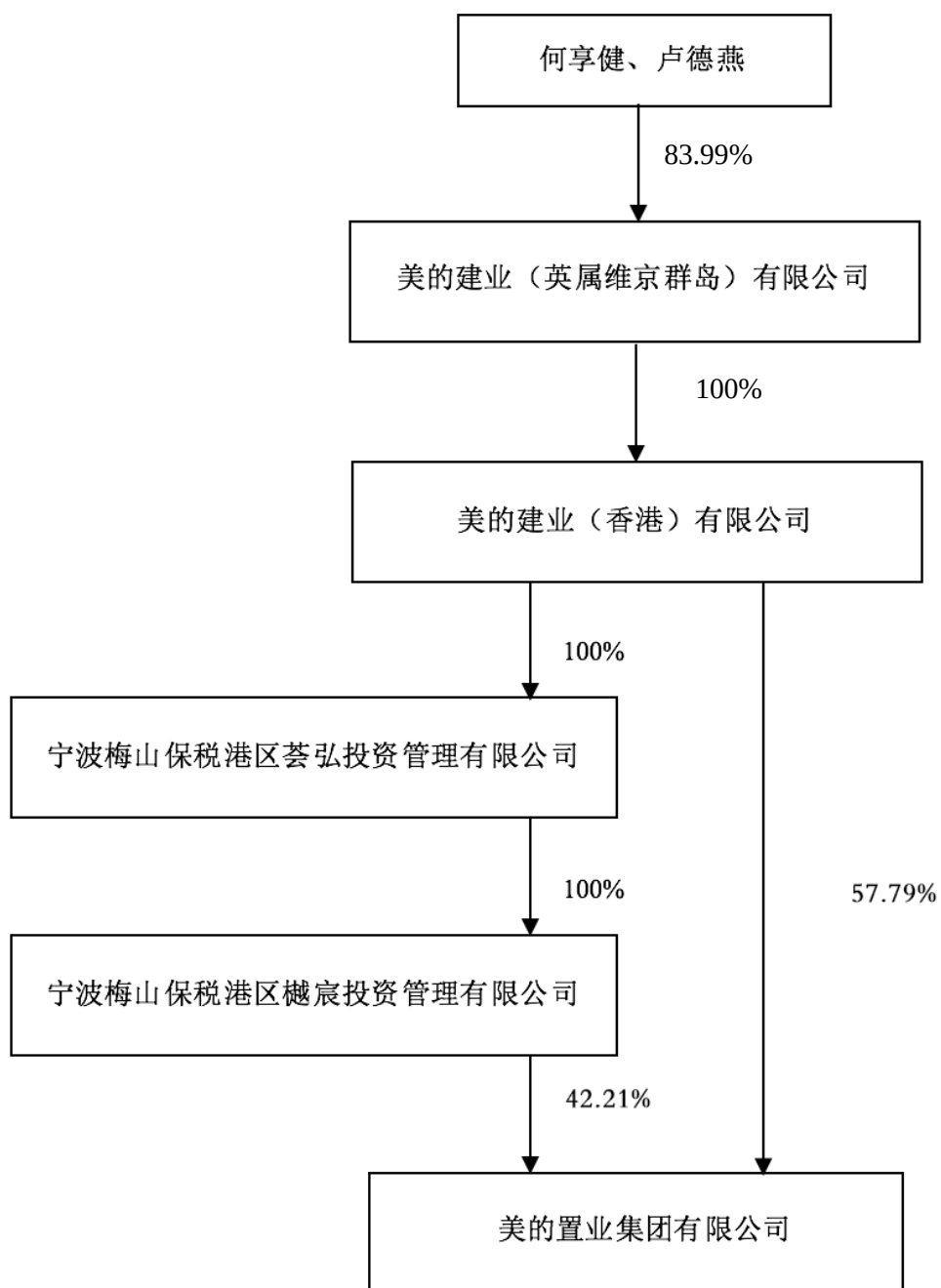
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

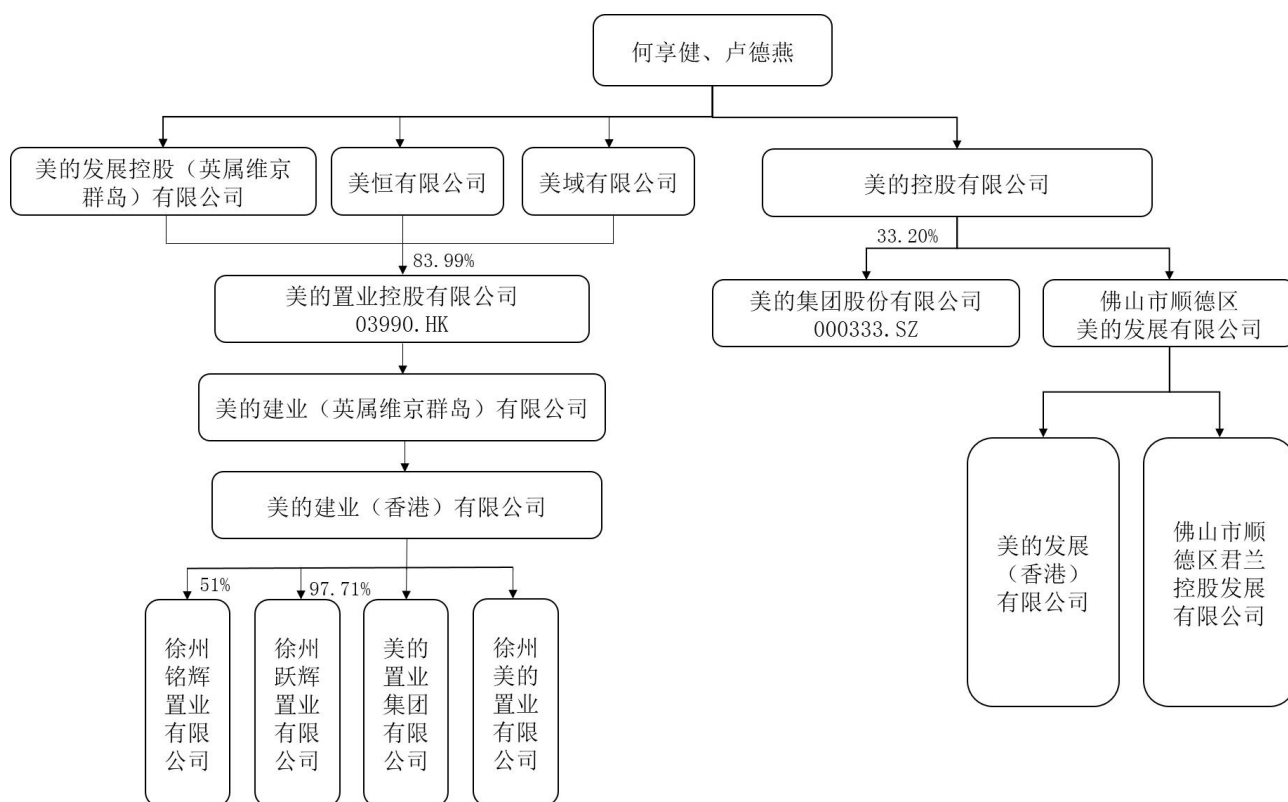
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：美的置业集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）

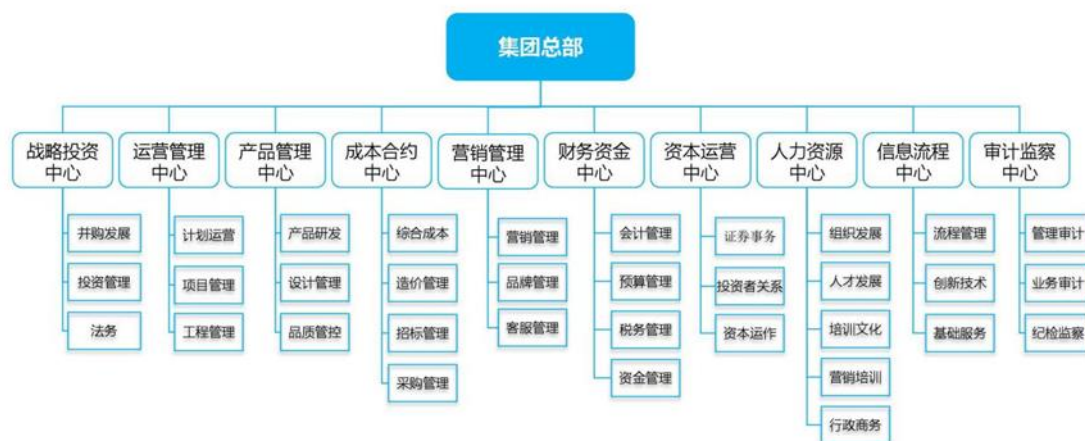


附二：美的置业集团有限公司实际控制人其他投资情况（截至 2018 年 12 月 31 日）



注：未注明持股比例的均为 100%

附三：美的置业集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附四：美的置业集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	436,712.62	1,787,213.72	2,394,688.42
应收账款净额	7,162.28	36,310.86	255,269.47
存货净额	3,357,974.13	6,759,016.02	12,039,861.70
流动资产	5,289,664.56	11,155,880.67	18,300,303.88
长期投资	44,290.54	83,390.74	167,567.31
固定资产合计	120,521.99	94,134.89	126,333.87
总资产	5,580,771.01	11,434,627.38	18,756,294.17
短期债务	608,869.91	983,704.22	1,983,152.15
长期债务	1,095,115.59	2,456,048.63	2,744,147.11
总债务（短期债务+长期债务）	1,703,985.50	3,439,752.85	4,727,299.27
总负债	4,919,672.71	9,937,703.66	15,789,598.48
所有者权益（含少数股东权益）	661,098.31	1,496,923.72	2,966,695.68
营业总收入	1,087,269.71	1,637,754.33	3,007,194.69
三费前利润	225,756.96	357,464.67	805,420.47
投资收益	13,580.00	21,884.78	8,054.25
净利润	96,414.73	192,033.65	308,616.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	157,657.53	270,276.80	444,925.66
经营活动产生现金净流量	-539,853.89	-182,790.95	-1,175,749.27
投资活动产生现金净流量	-453,287.58	-316,056.13	-72,509.54
筹资活动产生现金净流量	1,176,582.97	1,790,551.75	1,570,901.89
现金及现金等价物净增加额	183,441.51	1,291,704.68	322,643.08
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	28.52	31.15	35.80
所有者权益收益率（%）	14.58	12.83	10.40
EBITDA/营业总收入（%）	14.50	16.50	14.80
速动比率（X）	0.51	0.59	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	-0.32	-0.05	-0.25
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.89	-0.19	-0.59
经营活动净现金/利息支出（X）	-7.56	-1.16	-4.61
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	1.72	1.75
总债务/EBITDA（X）	10.81	12.73	10.62
资产负债率（%）	88.15	86.91	84.18
总债务/总资本（%）	72.05	69.68	61.44
长期资本化比率（%）	62.36	62.13	48.05
净负债率（%）	191.69	110.40	78.63

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016~2018年末长期应付款中计息部分已调整至长期债务；

3、因2018年发生同一控制下企业合并，2017年数据采用2018年期初调整数，2016年数据未经追溯调整。

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+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。