

美的置业集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第五期）信用评级报告

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 9 月 2 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]3375D 号

美的置业集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“美的置业集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第五期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年九月二日

发行要素

| 发行主体 | 本期规模 | 发行期限 | 偿还方式 | 发行目的 |
|------------|-----------|------------------------|------------------|-------------|
| 美的置业集团有限公司 | 不超过 10 亿元 | 品种一为 3+2 年, 品种二为 2+2 年 | 每年付息一次, 到期一次还本付息 | 拟全部用于偿还公司债券 |

评级观点: 中诚信国际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**, 评级展望为稳定; 评定“美的置业集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第五期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际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, 中诚信国际关注到房地产行业政策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。

概况数据

| 美的置业 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产(亿元) | 1,143.46 | 1,875.63 | 2,643.80 | 2,661.51 |
| 所有者权益(亿元) | 149.69 | 296.67 | 378.97 | 394.95 |
| 总负债(亿元) | 993.77 | 1,578.96 | 2,264.82 | 2,266.56 |
| 总债务(亿元) | 343.98 | 472.73 | 567.35 | 626.92 |
| 营业总收入(亿元) | 163.78 | 300.72 | 384.72 | 49.17 |
| 净利润(亿元) | 19.20 | 30.86 | 36.11 | 2.27 |
| EBITDA(亿元) | 27.03 | 44.49 | 47.56 | - |
| 经营活动净现金流(亿元) | -18.28 | -117.57 | 30.14 | -75.74 |
| 营业毛利率(%) | 31.15 | 35.80 | 33.29 | 30.45 |
| 净负债率(%) | 110.40 | 78.63 | 81.08 | 93.42 |
| 总债务/EBITDA(X) | 12.73 | 10.62 | 11.93 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 1.72 | 1.75 | 1.44 | - |

注: 中诚信国际根据公司 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

正面

- 公司实际控制人及其同一控制下企业美的控股实力雄厚, 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。
- 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

同行业比较

| 2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表 | | | | | | | |
|------------------------|----------|---------------|-----------|---------|---------|--------------|----------|
| 公司名称 | 总资产(亿元) | 全口径签约销售金额(亿元) | 营业总收入(亿元) | 净负债率(%) | 净利润率(%) | 货币资金/短期债务(X) | 存货周转率(X) |
| 美的置业控股 | 2,497.14 | 1,012.3 | 411.39 | 89.01 | 10.52 | 2.95 | 0.21 |
| 龙光地产 | 2,060.10 | 960.22 | 574.80 | 67.39 | 20.12 | 1.38 | 0.56 |
| 时代中国 | 1,610.98 | 783.60 | 424.33 | 67.17 | 13.10 | 1.57 | 0.54 |
| 美的置业 | 2,643.80 | 1,007.04 | 384.72 | 81.08 | 9.39 | 1.87 | 0.18 |

注: 美的置业控股证券代码 03990.HK; “时代中国”为“时代中国控股有限公司”简称, 证券代码 01233.HK; “龙光地产”为“龙光地产控股有限公司”简称, 证券代码 03380.HK。

资料来源: 中诚信国际整理

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。**近年来公司项目获取力度及推盘节奏加快, 可售资源持续增加, 同时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品牌优势, 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 48.05%。

■ **流动性来源充足。**公司销售回款对债务的覆盖程度较好, 并具有较为充足的未使用授信额度, 同时其母公司美的置业控股有限公司(以下简称“美的置业控股”)为香港联交所上市公司, 公司内在及外在流动性来源均较为充足。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下, 因城施策等房地产行业调控政策仍在持续, 行业利润空间不断收窄, 环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **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。

评级展望

中诚信国际认为, 美的置业集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**美的控股财务实力及对公司支持力度大幅下降, 公司债务规模显著上升, 盈利能力大幅下滑, 现金流平衡能力大幅弱化。

发行主体概况

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。2018年10月，公司控股股东美的建业（香港）有限公司（以下简称“美的建业”）的股东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，公司母公司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”）向公司注资68.00亿元。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。

产权结构：截至2020年3月末，美的建业直接持有公司57.79%股权，通过全资孙公司樾宸投资间接持有公司42.21%股权，合计持有公司100%股权。美的置业控股间接持有美的建业100%股权，公司实际控制人为自然人卢德燕女士和何享健先生。

本期债券概况

公司本期拟发行金额不超过10亿元。本期债券分两个品种发行，品种一为3+2年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为2+2年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司和簿记管理人将根据申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付本期。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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续

复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国的挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政

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、美的控股有限公司及其下属公司。

府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

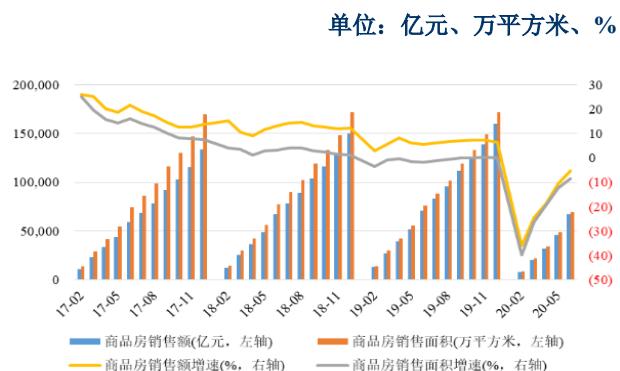
行业

在疫情影响下 2020 年第一季度全国商品房销售降至 2017 年以来的季度最低水平；4 月以来市场逐渐恢复，1~6 月全国商品房销售降幅明显收窄

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%至2.04万亿元和2.20亿平方米，均降至

2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，上半年全国房地产销售额虽呈下降态势，但降幅明显收窄；上半年商品房销售价格略有回升，70个大中城市价格指数环比涨幅从1月的0.3%小幅增至6月的0.6%。

图1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

4月以来，随着疫情影响逐步缓解，房企投资力度有所增加，6月末全国商品房待售面积同比小幅增长1.8%至5.11亿平方米。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年疫情对房地产销售产生不利影响，但疫情对销售影响已逐渐消减。考虑到调控政策持续的影响，下半年房地产企业整体内部流动性来源增速依然承压。

在疫情影响下，上半年房地产开发及土地投资呈先抑后扬的态势；偏紧的外部融资环境下房企外部现金流平衡能力面临挑战

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，1~6月全国新开工面积同比下降7.6%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额降幅

亦逐月收窄，1~6月房地产开发投资额同比增长1.9%至6.28万亿元，增速已由负转正。

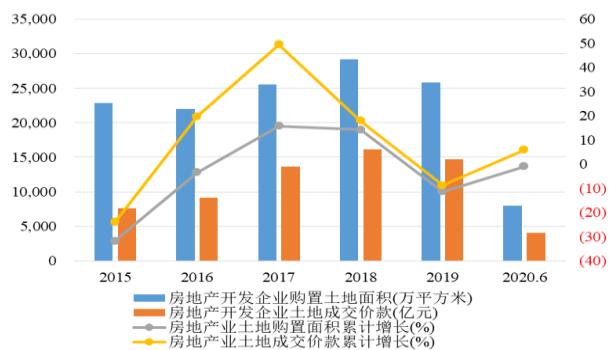
图2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年第一季度受疫情影响，国内土地市场购置价款同比增速为负，4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，国内土地市场购置价款增速由负转正，1~6月土地市场购置价款同比增长5.9%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台²，房地产企业外部融资难度有所增加；与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到

²5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具

期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，受疫情影响，房地产投资及开发规模短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，或将加剧内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力较大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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竞争优势

2020年上半年，房地产行业调控政策和融资环境依然偏紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

分梯队来看，2020年上半年TOP3房企销售规模增速回升，集中度上升1.2个百分点，头部企业集中度进一步上升；TOP4~30梯队规模企业集中度小幅波动，梯队内竞争加剧。总体而言，TOP30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2020年上半年TOP31~50和TOP51~100房企的集中度同比有所下降。

表1：近年来国内房企权益销售金额集中度

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~6 |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| TOP 3 | 9.4% | 9.8% | 9.5% | 11.8% |
| TOP 10 | 19.5% | 21.3% | 21.4% | 23.6% |
| TOP 30 | 31.0% | 35.1% | 35.7% | 38.1% |
| TOP 50 | 37.3% | 43.4% | 43.5% | 46.0% |
| TOP 100 | 46.1% | 53.7% | 53.0% | 54.9% |

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且叠加疫情影响的背景下，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

体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

公司主营业务包括房地产开发、物业管理 and 商业物业投资与运营等，其中，房地产销售系公司收入和利润的主要来源。

表 2：公司主营业务板块收入结构及占比（亿元、%）

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 房地产销售 | 157.42 | 291.42 | 369.73 | 46.02 |
| 其他 | 4.91 | 6.34 | 9.56 | 2.36 |
| 合计 | 162.34 | 297.76 | 379.29 | 48.38 |
| 占比 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 房地产销售 | 96.97 | 97.87 | 97.48 | 95.12 |
| 其他 | 3.02 | 2.13 | 2.52 | 4.88 |
| 合计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司加大了项目获取及开发力度，在保持传统区域竞争优势的同时积极向江苏、浙江、川渝等地扩张，签约销售规模快速增长

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 余省近 60 个城市的布局。根据克尔瑞数据显示，近年来公司均位列佛山市房地产业销售面积排名前 5 名，在株洲、邯郸、贵阳等城市亦排名靠前。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“璟睿系”、“君兰系”、“云筑系”和“未来系”等四大产品线，分别定位超高档、高档、中档和普通档，各产品系列在风格、户型、建材、装修及园林方面均有专为目标客户群量身打造的标准化规定。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，在具备品牌知名度的同时得以在

各区域建立良好口碑。

房地产项目运作方面，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，新开工面积波动增长，竣工面积持续增长。截至 2020 年 3 月末，公司在建建筑面积约 3,624.87 万平方米，近三年期末在建面积持续快速推升，在对公司未来经营业绩提供较好支撑的同时亦对其后续资本支出形成较大压力。

表 3：2017~2020.3 公司开竣工情况（万平方米）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 新开工面积 | 786.75 | 1,715.36 | 1,562.76 | 197.82 |
| 竣工面积 | 201.66 | 370.01 | 583.33 | 183.00 |
| 期末在建建筑面积 | 1,285.27 | 2,630.62 | 3,610.05 | 3,624.87 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来公司加快开工节奏，房地产业销售面积和销售金额均呈快速增长态势。销售均价方面，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，公司销售均价呈逐年上升趋势。2020 年 1~6 月，美的置业控股分别实现签约销售金额及签约销售面积 482.0 亿元和 437.9 万平方米，同比分别下降 2.12% 和 3.25%，中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情对公司销售情况的影响。

表 4：2017~2020.3 公司业务运营情况（亿元、万平方米、元/平方米）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|------------|--------|--------|----------|--------|
| 销售面积（全口径） | 530.53 | 765.96 | 995.41 | 145.00 |
| 销售金额（全口径） | 459.46 | 770.20 | 1,007.05 | 152.05 |
| 销售均价（全口径） | 8,660 | 10,055 | 10,117 | 10,487 |
| 销售金额（权益口径） | 380.82 | 554.69 | 693.57 | 101.69 |
| 结算金额 | 157.42 | 291.42 | 369.73 | 46.02 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，近年来随着公司在保持传统区域（以佛山为代表的粤桂及珠三角区域、贵阳为代表的西南区域、邯郸为代表的华北区域，株洲为代表的华中区域）竞争优势的同时，积极向沪苏、浙江、江西、川渝等地区拓展，销售区域分布有所分散，能有效降低业务对单一市场区域的依赖程度及区域集中度风险。近三年公司在粤桂及珠三

角区域、西南区域、华北区域和华中区域销售金额合计占比有所下降，分别为 53.45%、55.64% 和 46.14%，沪苏及皖苏北区域销售金额占比近年增长较快，分别为 17.22%、18.37% 和 27.48%，同期浙江区域销售金额占比分别为 13.64%、11.31% 和 7.77%。具体从城市销售情况来看，公司 2019 年签约销售来自全国 53 个城市，销售金额贡献前十大城市分别为佛山、邯郸、徐州、常州、苏州、无锡、重庆、沈阳、长沙和金华，上述城市的销售金额合计占比 55.71%。2020 年一季度公司于粤桂及珠三角区域、西南区域、华北区域和华中区域销售金额合计占比 42.79%，于沪苏及皖苏北区域销售金额占比 24.74%，于浙江区域的销售占比 9.72%。

表 5：2019 年公司房地产业务销售分布情况（万平方米、亿元）

| 区域 | 城市 | 销售面积 | 销售金额 |
|-------|----------|--------|-------|
| 沪苏区域 | 常州 | 31.37 | 50.48 |
| | 苏州 | 18.91 | 42.57 |
| | 无锡 | 29.24 | 41.84 |
| | 镇江 | 15.83 | 16.17 |
| | 泰州 | 9.29 | 11.30 |
| | 扬州 | 9.12 | 11.33 |
| | 南通 | 2.20 | 4.59 |
| | 南京 | 6.46 | 10.92 |
| | 上海 | 0.93 | 2.56 |
| 珠三角区域 | 佛山（除高明区） | 74.15 | 98.42 |
| | 中山 | 6.37 | 7.84 |
| | 广州 | 2.41 | 4.58 |
| | 惠州 | 0.98 | 1.44 |
| 华北区域 | 邯郸 | 114.26 | 90.54 |
| | 邢台 | 15.64 | 13.63 |
| | 郑州 | 5.23 | 6.36 |
| | 开封 | 3.52 | 3.19 |
| | 天津 | 0.40 | 0.86 |
| | 石家庄 | 0.90 | 0.67 |
| 华中区域 | 长沙 | 50.42 | 33.95 |
| | 株洲 | 41.39 | 24.95 |
| | 郴州 | 22.28 | 13.03 |
| | 岳阳 | 18.51 | 11.65 |
| | 常德 | 13.50 | 10.28 |
| | 湘潭 | 13.39 | 7.83 |
| | 衡阳 | 6.18 | 3.73 |

³ 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

| | | | |
|-----------|----------|---------------|-----------------|
| 赣闽区域 | 上饶 | 32.59 | 24.58 |
| | 九江 | 31.51 | 21.25 |
| | 南昌 | 19.72 | 21.26 |
| | 赣州 | 15.45 | 14.54 |
| | 泉州 | 3.35 | 4.06 |
| 皖苏北区域 | 徐州 | 56.76 | 64.97 |
| | 合肥 | 16.43 | 17.51 |
| | 阜阳 | 3.17 | 2.53 |
| 粤桂区域 | 佛山（高明） | 34.83 | 36.76 |
| | 肇庆 | 13.02 | 11.30 |
| | 南宁 | 9.65 | 10.34 |
| | 江门 | 9.05 | 9.31 |
| | 河源 | 12.84 | 9.60 |
| | 阳江 | 7.75 | 5.30 |
| | 梧州 | 6.79 | 4.66 |
| | 茂名 | 2.65 | 1.94 |
| 浙江区域 | 金华 | 15.86 | 26.56 |
| | 宁波 | 21.10 | 24.92 |
| | 舟山 | 11.11 | 15.93 |
| | 台州 | 7.01 | 10.87 |
| 川渝区域 | 重庆 | 36.04 | 38.45 |
| | 成都 | 27.28 | 20.40 |
| | 眉山 | 4.02 | 3.61 |
| | 乐山 | 3.84 | 2.76 |
| 西南区域 | 贵阳 | 15.91 | 17.66 |
| | 遵义 | 21.71 | 12.89 |
| | 昆明 | 10.25 | 11.94 |
| 辽宁区域 | 沈阳 | 32.87 | 36.46 |
| 合计 | - | 995.41 | 1,007.05 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司储备项目资源较为充足，区域布局日趋分散，可为其未来发展提供有力的支持，近年来公司保持了较大的拿地力度，未来资本支出压力值得关注

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。城市分布情况来看，2019 年公司新增土储面积前十的城市分别为徐州、佛山、邯郸、茂名、武汉、衡阳、遵义、常州、株洲和沈阳，合计占比 54%，近三年公司新获取项目速度加快，由此带来的资本支出压力值得关注。同时，公司新获取项目主要位于三四线城市³，占比分别为 76.07%、79.58% 和 73.04%，需关注能级偏低城市项目的后续去化及对公司盈利可能带来的影

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。

响。2020年一季度,受疫情影响公司拿地节奏放缓,分别获取了镇江、贵阳、南昌、沈阳和洛阳五幅土地,新增土储平均楼面地价较上年末小幅下滑。

表 6: 2017~2020.3 公司新增项目及土地储备情况 (个、万平方米、亿元、元/平方米)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 新增项目数量 | 81 | 71 | 73 | 5 |
| 新增计容建筑面积 (全口径) | 1,459.47 | 1,363.43 | 1,253.19 | 81.75 |
| 新增计容建筑面积 (权益) | 1,005.07 | 920.73 | 809.45 | 61.62 |
| 新增拿地金额 (全口径) | 464.02 | 488.59 | 648.85 | 37.36 |
| 新增拿地金额 (权益) | 316.72 | 316.26 | 397.50 | 28.70 |
| 新增土储平均楼面地价 (全口径) | 3,179.37 | 3,583.54 | 5,177.57 | 4,570.12 |
| 土地储备平均楼面地价 | 3,606.84 | 3,948.56 | 3,425.73 | - |

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至2019年末,公司于全国58个城市的土地储备总建筑面积⁴为3,616.60万平方米,其中权益口径土地储备面积为2,492.53万平方米。按公司2019年签约销售面积计算,可满足其未来3年以上的开发销售。从区域分布来看,公司在华中、粤桂、沪苏、珠三角、华北、川渝、西南、皖苏北、赣闽、浙江和辽宁区域项目储备占比分别为17.67%、16.23%、10.59%、10.36%、10.21%、7.41%、7.29%、7.24%、6.39%、5.31%和1.30%,区域分布更趋均衡。从分布城市来看,公司早期进入的深耕城市佛山、邯郸、株洲、贵阳的土地储备面积占比合计为23.68%,为其深耕区域竞争优势的保持奠定基础。其次,公司亦加大了对长沙、武汉、苏州、南京、宁波、重庆等经济具有较大发展潜力的二线城市的项目储备,公司于一二线城市的土地储备占比为24.79%,土地储备得到扩充的同时区域布局亦有所分散优化。

表 7: 截至 2019 年末公司土地储备分布情况 (万平方米、%)

| 城市 | 城市 | 土地储备建筑面积 | 占比 |
|------|----|----------|------|
| 华中区域 | 长沙 | 143.53 | 3.97 |

⁴ 土地储备的统计口径为已完工未售、在建未售及拟建部分建筑面积。

| | | | |
|-------|----------|--------|------|
| 粤桂区域 | 湘潭 | 111.44 | 3.08 |
| | 株洲 | 95.36 | 2.64 |
| | 武汉 | 83.93 | 2.32 |
| | 岳阳 | 70.49 | 1.95 |
| | 衡阳 | 66.91 | 1.85 |
| | 郴州 | 47.26 | 1.31 |
| | 常德 | 20.20 | 0.56 |
| 沪苏区域 | 佛山(高明区) | 138.35 | 3.83 |
| | 阳江 | 106.46 | 2.94 |
| | 茂名 | 97.01 | 2.68 |
| | 梧州 | 65.73 | 1.82 |
| | 江门 | 59.55 | 1.65 |
| | 河源 | 54.12 | 1.50 |
| | 肇庆 | 46.98 | 1.30 |
| | 南宁 | 11.87 | 0.33 |
| | 柳州 | 6.99 | 0.19 |
| | 镇江 | 78.21 | 2.16 |
| 珠三角区域 | 常州 | 72.55 | 2.01 |
| | 扬州 | 57.17 | 1.58 |
| | 无锡 | 51.10 | 1.41 |
| | 苏州 | 47.80 | 1.32 |
| | 南京 | 43.21 | 1.19 |
| | 上海 | 21.18 | 0.59 |
| | 南通 | 8.17 | 0.23 |
| | 泰州 | 3.49 | 0.10 |
| | 佛山(除高明区) | 278.76 | 7.71 |
| | 惠州 | 35.38 | 0.98 |
| 华北区域 | 广州 | 32.94 | 0.91 |
| | 东莞 | 15.47 | 0.43 |
| | 中山 | 12.15 | 0.34 |
| | 邯郸 | 226.87 | 6.27 |
| | 邢台 | 76.97 | 2.13 |
| | 天津 | 43.29 | 1.20 |
| 川渝区域 | 开封 | 11.06 | 0.31 |
| | 郑州 | 11.00 | 0.30 |
| | 石家庄 | 0.17 | 0.00 |
| | 重庆 | 179.13 | 4.95 |
| | 成都 | 48.07 | 1.33 |
| 西南区域 | 乐山 | 26.86 | 0.74 |
| | 眉山 | 14.06 | 0.39 |
| | 贵阳 | 117.14 | 3.24 |
| | 遵义 | 107.93 | 2.98 |
| 皖苏北区域 | 大理 | 28.36 | 0.78 |
| | 昆明 | 10.14 | 0.28 |
| | 徐州 | 212.42 | 5.87 |
| | 阜阳 | 23.73 | 0.66 |
| 赣闽区域 | 合肥 | 25.55 | 0.71 |
| | 泉州 | 96.91 | 2.68 |
| | 赣州 | 64.93 | 1.80 |
| | 南昌 | 47.37 | 1.31 |

| | | | |
|------|----|----------|--------|
| | 上饶 | 13.26 | 0.37 |
| | 九江 | 8.45 | 0.23 |
| 浙江区域 | 宁波 | 82.22 | 2.27 |
| | 杭州 | 40.11 | 1.11 |
| | 金华 | 34.82 | 0.96 |
| | 台州 | 25.73 | 0.71 |
| | 舟山 | 9.26 | 0.26 |
| | 沈阳 | 47.05 | 1.30 |
| 合计 | - | 3,616.60 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

战略规划及管理

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

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，提升城市能级，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，公司计划未来于五大目标区域逐步开设装配式建筑工厂。通过打通上下游产业链，实现“一主两翼”纵向一体化发展。

法人治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

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。

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，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，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。

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。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的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2017~2019年度审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，其中，2017年财务数据为2018年审计报告期初数，2018年财务数据为2019年审计报告期初数，2019年财务数据为审计报告期末数，2020年3月末财务数据为财务报表期末数。

盈利能力

得益于不断扩大的开发规模和丰富的待结算资源，公司营业收入持续增长，初始获利空间维持在较高水平，受到期间费用及存货跌价损失的侵蚀，公司整体盈利能力表现尚可

近年来，公司收入在房地产板块收入的带动下持续增长，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，以及差异化产品定位产生的溢价能力，公司毛利率水平维持在较高

水平。截至 2020 年 3 月末,公司预收款项为 1,060.53 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。

表 8: 近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 房地产销售 | 31.46 | 35.57 | 33.47 | 30.89 |
| 其他 | 15.66 | 27.33 | 15.95 | 9.57 |
| 合计 | 31.15 | 35.80 | 33.29 | 30.45 |

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

受业务规模扩大及销售金额上升的影响, 公司的管理费用和销售费用逐年增长, 整体期间费用有所上升, 三费控制能力有待提升。在营业收入规模扩大的带动下, 近三年公司经营性业务利润持续增长。公司投资收益主要系对合联营公司的投资以及理财产品的投资取得的收益, 近年来有所波动。资产减值损失主要系存货跌价损失和坏账损失, 其中 2019 年公司计提了 14.95 亿元存货跌价损失, 主要系中山、眉山、成都、镇江、佛山、徐州、舟山、合肥、株洲、南宁和九江项目的减值损失。公司近年利润总额持续增长, 净利润及 EBITDA 规模相应提升, 但由于净资产规模增加, 公司净资产收益率整体呈下行趋势, 整体盈利能力指标表现尚可。2020 年一季度受疫情影响, 公司盈利指标有所减弱。

表 9: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|---------|-------|-------|-------|--------|
| 销售费用 | 10.96 | 17.14 | 27.56 | 5.92 |
| 管理费用 | 5.76 | 13.72 | 17.15 | 2.98 |
| 财务费用 | -0.41 | 2.11 | 1.51 | 0.13 |
| 期间费用率 | 9.96 | 10.96 | 12.02 | 18.34 |
| 经营性业务利润 | 22.97 | 47.61 | 53.83 | 2.45 |
| 资产减值损失 | 0.38 | 6.05 | 14.86 | -0.30 |
| 投资收益 | 2.19 | 0.81 | 3.99 | 0.08 |
| 营业外损益 | 0.27 | 0.72 | 2.98 | 0.34 |
| 利润总额 | 25.05 | 43.07 | 46.01 | 3.17 |
| 净利润 | 19.20 | 30.86 | 36.11 | 2.27 |
| 净资产收益率 | 17.80 | 13.83 | 10.69 | 2.35 |

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

资本结构

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, 但其对于财务杠杆的控制较为得

当, 净负债率有所下降

资产构成方面, 公司资产主要由货币资金、存货、其他应收款、其他流动资产和长期股权投资构成。具体来看, 货币资金余额持续上升, 2019 年末受限资金 2.30 亿元, 占同期末货币资金余额的 0.88%。随着公司业务规模的扩张, 公司近三年存货规模持续增长。近年来公司合作开发项目规模有所扩张, 其他应收款增长快速, 2019 年末, 公司其他应收款账期对关联方的应收余额为 252.30 亿元, 占期末余额的 63.98%。公司其他流动资产主要包括待转税项 188.22 亿元、理财产品 9.66 亿元。公司的长期股权投资主要为对合联营企业的投资, 2019 年由于公司经营规模扩大, 对合联营企业的投资也有较大幅度增加, 期末余额大幅增长。

公司负债总额亦呈增长态势, 主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的快速增加, 公司预收款项不断增长。随着合作项目的增多, 公司其他应付款余额增长较快, 其中对关联方的应付余额 123.72 亿元, 占期末余额的 33.26%。随着合作开发项目增多, 近年来公司关联方往来款规模呈快速增长趋势, 对其项目管理及资金调配能力提出更高要求。此外, 公司债务逐年增长, 短期债务规模 2019 年有所下降, 同期末长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.33 倍, 债务期限结构较为合理。

所有者权益构成方面, 得益于公司业务较强的盈利能力, 其利润积累不断增长; 此外, 受公司近年加大合作开发力度, 同时并表项目少数股东持续投入, 少数股东权益亦有大幅提升。资本公积方面, 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, 剩余部分金额计入资本公积。得益于股东增资, 近年公司资本公积规模上升速度较快。

财务杠杆方面, 受益于货币资金及净资产的增

长，近年来公司净负债率水平呈下降趋势，财务杠杆处于较合理水平。

表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 1,143.46 | 1,875.63 | 2,643.80 | 2,661.51 |
| 货币资金 | 178.72 | 239.47 | 260.07 | 257.94 |
| 其他应收款 | 163.33 | 214.18 | 394.37 | 348.68 |
| 存货 | 675.90 | 1,203.99 | 1,606.69 | 1,640.02 |
| 其他流动资产 | 83.24 | 144.41 | 199.18 | 209.68 |
| 长期股权投资 | 8.33 | 16.75 | 101.90 | 112.32 |
| 总负债 | 993.77 | 1,578.96 | 2,264.82 | 2,266.56 |
| 其他应付款 | 118.82 | 231.29 | 372.03 | 271.72 |
| 预收款项 | 432.84 | 665.58 | 983.33 | 1,060.53 |
| 短期债务 | 98.37 | 198.32 | 139.38 | 162.64 |
| 长期债务 | 245.60 | 274.41 | 427.98 | 464.28 |
| 总债务 | 343.98 | 472.73 | 567.35 | 626.92 |
| 所有者权益 | 149.69 | 296.67 | 378.97 | 394.95 |
| 未分配利润 | 30.94 | 51.13 | 81.29 | 84.38 |
| 少数股东权益 | 19.16 | 78.22 | 130.38 | 143.27 |
| 资本公积 | 75.16 | 133.32 | 131.13 | 131.13 |
| 资产负债率（%） | 86.91 | 84.18 | 85.67 | 85.16 |
| 净负债率（%） | 110.40 | 78.63 | 81.08 | 93.42 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产主要由存货、货币资金以及其他应收款为主的流动资产构成，受近年公司存货增长较快影响，其周转效率有所下滑，同时后续研发投入亦对流动性提出更高要求

流动资产一直为公司资产的主要构成，其占总资产的比重保持在 94%以上。截至 2019 年末存货、其他应收款和货币资金合计占流动资产比重达 90.75%。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------------|--------|--------|----------|--------|
| 流动资产/总资产 | 97.56 | 97.57 | 94.25 | 93.37 |
| 存货/流动资产 | 60.59 | 65.79 | 64.48 | 65.99 |
| 货币资产/流动资产 | 16.02 | 13.09 | 10.44 | 10.38 |
| 其他应收款/流动资产 | 14.64 | 11.70 | 15.83 | 14.03 |
| （存货+货币资金+其他应收款）/流动资产 | 91.25 | 90.58 | 90.75 | 90.40 |
| 开发产品 | 23.23 | 30.60 | 86.56 | - |
| 开发产品/存货 | 3.44 | 2.54 | 5.39 | - |
| 开发成本 | 638.63 | 994.69 | 1,348.51 | - |
| 开发成本/存货 | 94.49 | 82.62 | 83.93 | - |

| | | | | |
|----------|-------|--------|--------|---|
| 拟开发土地 | 13.89 | 178.43 | 171.35 | - |
| 拟开发土地/存货 | 2.05 | 14.82 | 10.66 | - |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，2019 年末货币资金中受限货币资金占比为 0.88%。

公司其他应收款主要由应付关联方款项构成，其中 2019 年末其他应收款前五大单位分别为徐州跃辉置业有限公司、徐州美的置业有限公司、邯郸市恒嘉房地产开发有限公司、常州市美茂房地产发展有限公司和河北兆基房地产开发有限公司，期末余额合计占比为 35.59%。

公司存货主要由开发成本构成，较大规模的在建和拟建项目为公司持续经营提供保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。受存货规模快速增加的影响，公司存货周转率有所下降。

表12：近年来公司周转率相关指标

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年） | 0.22 | 0.21 | 0.18 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.19 | 0.20 | 0.17 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司货币资金可对短期债务提供充足的保障，2019 年受益于销售回款大幅增长，经营性活动净现金流转为净流入，销售回款可对债务本息提供较为充足的保障作用

公司销售商品、提供劳务收到的现金保持较快的增长速度，近三年均可对总债务形成覆盖，同时，公司经营活动净现金流亦由净流出转成净流入状态。

2019 年公司总债务规模进一步上升，其中短期债务在总债务中占比为 24.57%，其债务期限结构较为合理。此外，从债务资金来源来看，公司债务以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为公司重要的融资手段，有助于公司优化债务结构、降低融资成本。2019 年公司综合融资成本为 5.87%，同比小幅下降 0.04 个百分点。受益于较强的盈利能力，

公司EBITDA对债务的保障能力呈上升趋势；同时，受益于销售回款的快速增长，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强，其经营活动净现金流对债务本息保障能力亦进一步增强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------------|--------|---------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | -18.28 | -117.57 | 30.14 | -75.74 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 353.85 | 485.14 | 760.59 | 130.94 |
| 货币资金/短期债务 | 1.82 | 1.21 | 1.87 | 1.59 |
| 总债务 | 343.98 | 472.73 | 567.35 | 626.92 |
| 短期债务/总债务 | 28.60 | 41.95 | 24.57 | 25.94 |
| 总债务/EBITDA | 12.73 | 10.62 | 11.93 | - |
| 经营活动净现金流/总债务 | -0.05 | -0.25 | 0.05 | -0.48 |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 | 0.97 | 0.97 | 0.75 | 1.20 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信较为充足，公司间接控股股东有力的资金支持进一步提升了公司财务弹性

财务弹性方面，截至2020年3月末公司共获得银行授信额度1,516亿元，其中未使用额度为610亿元，与此同时，公司间接控股股东美的置业控股于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。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产合计为464.11亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为2.30亿元、458.78亿元和3.04亿元，受限资产占当期末总资产的17.55%。

或有负债方面，截至2020年3月末，公司及其子公司对外担保余额合计约为79.47亿元，均为对关联公司提供担保，占当期末所有者权益的比重为20.12%。此外，截至2019年末公司为商品房承购人因银行抵押贷款提供的阶段性担保余额为623.63亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2019年4月24日，公

司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

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

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。2019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312名。截至2019年末，美的集团总资产3,019.55亿元，所有者权益1,074.96亿元，资产负债率64.40%。2019年，美的集团实现营业收入2,793.81亿元，净利润242.11亿元，经营活动净现金流净额385.90亿元。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；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。

评级结论

综上所述，中诚信国际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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第五期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于美的置业集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第五期）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起（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。

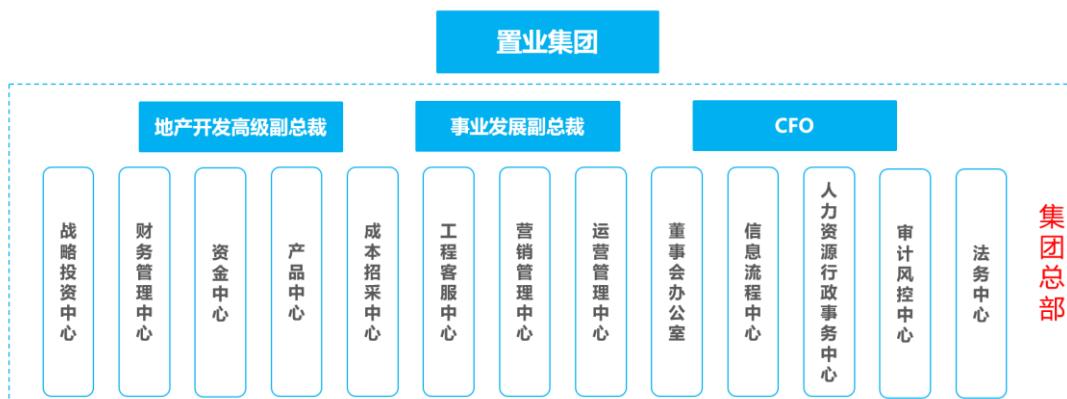
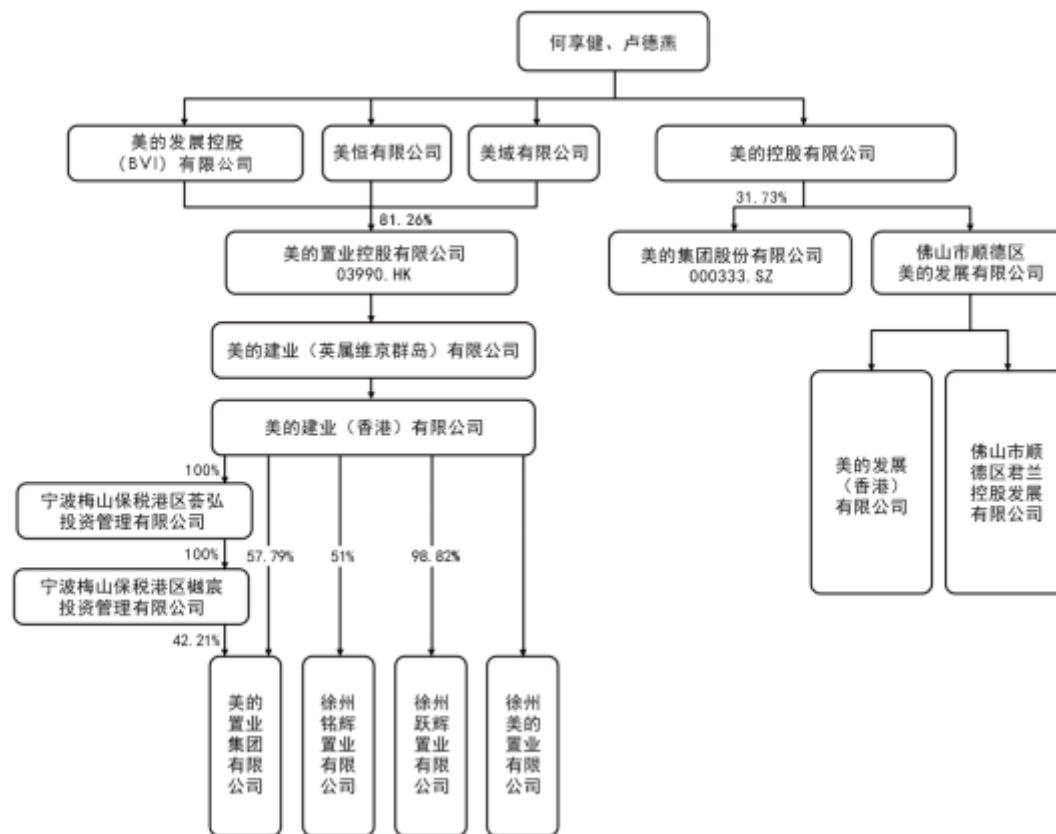
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 9 月 2 日

附一：美的置业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：美的置业集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据 (单位: 万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,787,213.72 | 2,394,688.42 | 2,600,661.22 | 2,579,424.11 |
| 其他应收款 | 1,633,320.24 | 2,141,774.07 | 3,945,314.62 | 3,486,773.02 |
| 存货净额 | 6,759,016.02 | 12,039,861.70 | 16,066,923.64 | 16,400,248.19 |
| 长期投资 | 83,390.74 | 167,567.31 | 1,019,010.17 | 1,123,229.49 |
| 固定资产 | 32,853.24 | 68,728.61 | 74,171.17 | 73,248.34 |
| 在建工程 | 7,806.66 | 6,482.36 | 2,669.84 | 4,322.96 |
| 无形资产 | 19,413.20 | 20,128.32 | 26,562.49 | 26,206.44 |
| 投资性房地产 | 53,474.99 | 51,122.91 | 141,309.70 | 139,080.11 |
| 总资产 | 11,434,627.38 | 18,756,294.17 | 26,437,950.67 | 26,615,069.48 |
| 预收款项 | 4,328,415.93 | 6,655,820.59 | 9,833,291.35 | 10,605,295.66 |
| 其他应付款 | 1,188,202.73 | 2,312,934.95 | 3,720,287.22 | 2,717,224.26 |
| 短期债务 | 983,704.22 | 1,983,152.15 | 1,393,772.33 | 1,626,386.06 |
| 长期债务 | 2,456,048.63 | 2,744,147.11 | 4,279,770.22 | 4,642,786.50 |
| 总债务 | 3,439,752.85 | 4,727,299.27 | 5,673,542.55 | 6,269,172.57 |
| 净债务 | 1,652,539.13 | 2,332,610.84 | 3,072,881.33 | 3,689,748.46 |
| 总负债 | 9,937,703.66 | 15,789,598.48 | 22,648,216.15 | 22,665,607.77 |
| 费用化利息支出 | 4,599.06 | 3,437.12 | 0.00 | - |
| 资本化利息支出 | 152,809.75 | 251,337.79 | 329,421.88 | - |
| 所有者权益合计（含非控股股东权益） | 1,496,923.72 | 2,966,695.68 | 3,789,734.52 | 3,949,461.71 |
| 营业总收入 | 1,637,754.33 | 3,007,194.69 | 3,847,193.94 | 491,688.78 |
| 经营性业务利润 | 229,711.00 | 476,052.55 | 538,299.22 | 24,477.53 |
| 投资收益 | 21,884.78 | 8,054.25 | 39,905.09 | 804.11 |
| 净利润 | 192,033.65 | 308,616.63 | 361,086.71 | 22,707.20 |
| EBIT | 255,137.19 | 434,162.61 | 460,108.26 | - |
| EBITDA | 270,276.80 | 444,925.66 | 475,639.50 | - |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 3,538,512.28 | 4,851,449.23 | 7,605,944.42 | 1,309,440.74 |
| 经营活动产生现金净流量 | -182,790.95 | -1,175,749.27 | 301,400.97 | -757,350.85 |
| 投资活动产生现金净流量 | -316,056.13 | -72,509.54 | -1,481,907.61 | -59,660.72 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 1,790,551.75 | 1,570,901.89 | 1,662,437.77 | 795,774.46 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率 (%) | 31.15 | 35.80 | 33.29 | 30.45 |
| 期间费用率 (%) | 9.96 | 10.96 | 12.02 | 18.34 |
| EBITDA 利润率 (%) | 16.50 | 14.80 | 12.36 | - |
| 净利润率 (%) | 11.73 | 10.26 | 9.39 | 4.62 |
| 总资产收益率 (%) | 17.80 | 13.83 | 10.69 | 2.35* |
| 存货周转率(X) | 0.22 | 0.21 | 0.18 | - |
| 资产负债率 (%) | 86.91 | 84.18 | 85.67 | 85.16 |
| 总资本化比率 (%) | 69.68 | 61.44 | 59.95 | 61.35 |
| 净负债率 (%) | 110.40 | 78.63 | 81.08 | 93.42 |
| 短期债务/总债务 (%) | 28.60 | 41.95 | 24.57 | 25.94 |
| 经营活动净现金流/总债务 (X) | -0.05 | -0.25 | 0.05 | -0.48* |
| 经营活动净现金流/短期债务 (X) | -0.19 | -0.59 | 0.22 | -1.86* |
| 经营活动净现金流/利息支出 (X) | -1.16 | -4.61 | 0.91 | - |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (X) | 0.97 | 0.97 | 0.75 | 1.20* |
| 总债务/EBITDA (X) | 12.73 | 10.62 | 11.93 | - |
| EBITDA/短期债务 (X) | 0.27 | 0.22 | 0.34 | - |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 1.72 | 1.75 | 1.44 | - |
| 经调整 EBIT 利息保障倍数 (X) | 2.59 | 2.69 | 2.40 | - |

注：1、中诚信国际根据公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理；2、带*指标经过年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------|-------------------|--|
| 资本结构 | 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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债 +应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 净负债率 | =净债务/所有者权益合计 |
| 经营效率 | 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+所有者权益合计) |
| | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业总收入/应收账款平均净额 |
| | 营业毛利率 | = (营业总收入-营业成本)/营业总收入 |
| | 期间费用率 | = (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用) /营业总收入 |
| 盈利能力 | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT (息税前盈余) | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 经调整 EBIT | =EBIT+资本化利息支出 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| 现金流 | 净利润率 | =净利润/营业总收入 |
| | 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 |
| | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| 偿债能力 | 经调整 EBIT 利息保障倍数 | =经调整 EBIT/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 中长期债券等级符号 | 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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。