跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1282 号

美的置业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

美的置业集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

美的置业集团有限公司发行的“18 美置 01”、“19 美置 01”和“19 美置 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

美的置业集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 美置 01	10 亿元	3 年（2+1）	AA+	AA+	2018 年 8 月 1 日
19 美置 01	10 亿元	3 年（2+1）	AA+	AA+	2018 年 11 月 16 日
19 美置 02	10 亿元	3 年（2+1）	AA+	AA+	2019 年 2 月 14 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项　目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	558.08	1,143.46	1,875.63
所有者权益（亿元）	66.11	149.69	296.67
长期债务（亿元）	109.51	245.60	274.41
全部债务（亿元）	206.35	394.54	643.32
营业收入（亿元）	108.73	163.78	300.72
净利润（亿元）	9.64	19.20	30.86
EBITDA（亿元）	15.77	27.03	44.49
经营性净现金流（亿元）	-53.99	-18.28	-117.57
营业利润率（%）	20.76	21.83	26.78
净资产收益率（%）	19.75	17.80	13.83
资产负债率（%）	88.15	86.91	84.18
全部债务资本化比率（%）	75.74	72.49	68.44
流动比率（倍）	1.39	1.51	1.42
EBITDA全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.07
EBITDA利息倍数（倍）	2.21	1.72	1.75
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	0.90	1.48

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司其他应付款中暂借款已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，美的置业集团有限公司（以下简称“美的置业”或“公司”）作为华南地区知名的房地产开发企业，在“美的”品牌知名度、股东支持、资本实力等方面仍具有优势。公司土地储备充裕，土地成本较低，销售规模及结转收入大幅增长；受益于股东增资等因素，公司债务杠杆有所下降，货币资金较充裕，融资渠道多元且畅通。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司三线及强四线城市土地储备占比较高、在建项目尚需投资规模大、债务负担整体仍较重且短期债务占比高、现金流对筹资活动较为依赖等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司预收房款规模较大，拿地及开发速度保持较高水平；未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，公司收入及利润规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 美置 01”、“19 美置 01”和“19 美置 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．“美的”品牌知名度大，且股东对公司支持力度大；2018 年，股东对公司增资 68.00 亿元，公司资本实力进一步增强，债务杠杆有所下降。

2．截至 2018 年底，公司土地储备充裕，区域分布分散，土地成本整体较低，未来开发收益较有保障。2018 年，公司销售规模及结转收入大幅增长，毛利率进一步提升。

3．截至 2018 年底，公司货币资金较充裕；公司间接融资渠道畅通，母公司美的置业控股有限公司在香港联合交易所成功上市，融资渠道更趋多元化。

关注

1．截至 2018 年底，公司三线及强四线城市土地储备占比较高，部分项目可能会面临一定去化压力；公司在建项目数量多且分布于全国各区域，对公司运营管理要求高。

2．2018 年，公司在建规模大幅增长，未来资本支出压力较大。

3．截至 2018 年底，公司债务规模大，且短期债务占比高；公司经营活动及投资活动现金持续净流出，且净流出规模大，公司现金流对筹资活动较为依赖。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

王　彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

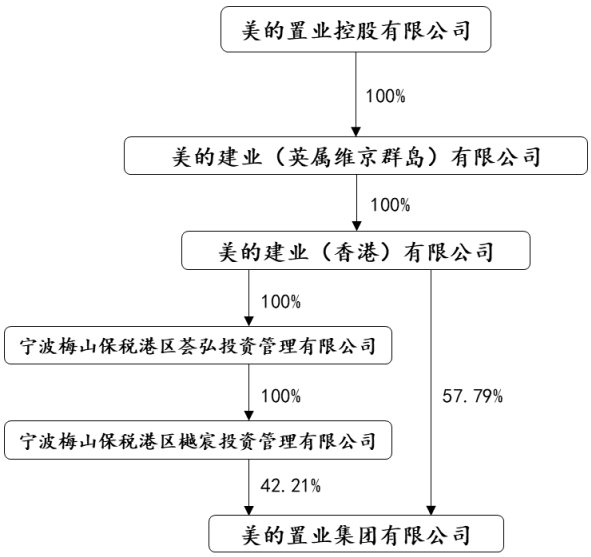
联合信用评级有限公司

一、主体概况

美的置业集团有限公司（以下简称“公司”或“美的置业”）前身为顺德威灵房产有限公司（以下简称“威灵房产公司”），于 1995 年 1 月由顺德市美的房产有限公司和威灵（香港）有限公司共同出资设立，注册资本 1,120 万美元，持股比例分别为 34.50%和 65.50%。2018 年 1 月，公司名称变更为现名。2018 年 10 月 11 日，公司母公司美的置业控股有限公司在香港联合交易所成功上市（股份代码：3990.HK），全球发行 180,000,000 股股份，发行价格为每股 17.00 港元。2018 年 12 月 10 日，公司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”）以货币形式对公司增资 680,000.00 万元，其中注册资本 91,207.09 万元，资本公积金 588,792.91 万元，增资完成后，注册资本由 289,542.27 万元增至 380,749.37 万元。

截至 2018 年底，公司注册资本 380,749.37 万元，实收资本 319,149.47 万元，余下 61,599.90 万元拟于 2025 年 1 月 10 日前缴足。公司控股股东为美的建业（香港）有限公司（以下简称“美的建业”），直接持股比例 57.79%，间接持股比例 42.21%；公司实际控制人为何享健先生和卢德燕女士（卢德燕女士为何享健先生之儿媳）。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司共 217 家，较 2018 年初净增加 77 家，公司总部在职员工合计 626 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,875.63 亿元，负债合计 1,578.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 296.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益 218.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，净利润（含少数股东损益）30.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额-117.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.26 亿元。

公司住所：佛山市顺德区北滘镇美的大道 6 号美的总部大楼 D 区 10 楼 A 区；法定代表人：郝恒乐。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2018〕493 号”文核准，公司可面向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券。公司分别于 2018 年 9 月 17 日、2019 年 1 月 2 日和 2019 年 2 月 27 日成功发行三期公司债券（以下简称“本次债券”），均已在深圳证券交易所上市交易，具体情况见下表。其中，“18 美置 01”（证券代码：112767.SZ）于 2018 年 11 月 21 日上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 7.50%，每年付息一次；“19 美置 01”（证券代码：112838.SZ）于 2019 年 1 月 18 日上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 7.00%，每年付息一次；“19 美置 02”（证券代码：112856.SZ）于 2019 年 3 月 18 日上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次。截至本报告出具日，本次债券均未到第一个付息日。

表 1　公司债券发行情况

债券简称	证券代码	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	期限（年）	发行票面利率（%）
18 美置 01	112767.SZ	10.00	10.00	3 年（2+1）	7.50
19 美置 01	112838.SZ	10.00	10.00	3 年（2+1）	7.00
19 美置 02	112856.SZ	10.00	10.00	3 年（2+1）	6.50

资料来源：Wind

本次债券均无担保。截至 2019 年 5 月 31 日，本次债券募集资金扣除发行费用已全部用于偿还有息债务。

三、行业分析

2018 年，公司主营业务仍以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.80 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以

来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

集中度方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

行业政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2019 年 2 月，公司监事由张子良变更为刘建勤；董事和高管未发生变化。

刘建勤，女，本科学历。1999 年 5 月至 2005 年 8 月任公司财务资金部造价经理；2005 年 8 月至 2015 年 3 月任公司成本管理部总监；2015 年 3 月至今任公司成本合约中心总经理。现任公司监事、成本合约中心总经理。

总体看，公司核心管理团队稳定，管理制度延续，管理运作情况良好。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2018 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，同比增长 83.62%，主要系房地产项目结转规模增加所致；公司实现净利润 30.86 亿元，同比增长 60.71%。2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重仍维持在 99%以上，主营业务仍很突出。

收入构成方面，2018 年，公司房地产开发与销售收入同比增长 85.12%，主要系公司位于广东、浙江及西南等区域的结转项目大幅增加所致；房地产开发与销售仍为公司最主要的收入来源，收入占比较 2017 年有小幅提升；公司物业管理及其他业务收入规模占比仍较小，其他业务主要包含文化旅游、酒店及材料销售等。

毛利率方面，2018 年，公司主营业务毛利率 35.39%，同比增长 4.40 个百分点，主要系公司房地产开发与销售盈利能力提升所致；其中，房地产开发与销售毛利率同比增长 4.11 个百分点，主要系广东、西南及江西区域的结转项目毛利率较高所致；公司物业管理及其他收入规模均较小，其毛利率变动对公司毛利率影响仍有限。

表 2　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	157.42	96.97	31.46	291.42	97.87	35.57
物业管理	2.24	1.38	12.30	2.33	0.78	-25.27
其他	2.68	1.65	18.48	4.01	1.35	57.97
合计	**162.34**	**100.00**	**30.99**	**297.76**	**100.00**	**35.39**

注：公司于 2018 年对主营业务进行重新分类，并对 2017 年进行追溯调整。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，房地产开发与销售仍为公司最主要的收入来源，结转项目增加驱动公司主营业务收入和利润大幅增长；公司综合毛利率处于较高水平。

2．房地产开发与销售业务

公司继续坚持区域核心城市布局战略和“区域深耕”战略，且以独立开发、独立操盘为主。

土地获取方面，2018 年，公司新增土地储备土地面积及计容建筑面积均有小幅减少，分别同比下降 3.93%和 6.58%，新增土地储备分布较为分散，可适当减轻区域房地产调控政策冲击；其中，梧州、阳江、佛山、邯郸及株洲等城市新增土地储备较多，计容建筑面积合计占比达 33.53%。公司权益土地价款与 2017 年基本持平，楼面均价同比小幅增长 9.00%，公司土地储备成本变动较小，其中，

苏州、舟山及常州等区域楼面均价较高，考虑到其城市区位较好，公司新增土地储备成本整体仍属较低。具体情况见下表。

表 3　公司土地获取情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
项目个数	81	71
土地面积	619.55	595.21
计容建筑面积	1,459.47	1,363.43
权益计容建筑面积	1,005.07	920.73
权益土地价款	316.72	316.26
楼面均价	3,151.20	3,434.82

注：土地储备包含并表及非并表项目，楼面均价=权益土地价款/权益计容建筑面积。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司尚未开发土地储备权益可售建筑面积 1,504.84 万平方米，土地储备充裕，可满足公司 2~3 年开发；从城市能级分布看，公司土地储备主要分布在二线、三线及强四线城市，权益可售建筑面积分别占比 42.37%、30.84%和 26.40%，三线及强四线城市土地储备占比较高，需关注该等区域后续去化情况；从土地储备成本看，公司土地储备成本整体较低，可保证未来开发收益，三线与四线城市土地储备楼面均价相差较小，主要系所布局的四线城市具备一定的产业或人口基础、区域房地产市场发展良好所致。具体情况见下表。

表 4　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

城市能级	一线	二线	三线	四线	合计
土地面积	4.49	661.04	360.39	225.42	**1,251.34**
计容建筑面积	9.88	1,062.51	908.89	563.49	**2,544.76**
权益可售建筑面积	5.92	637.65	464.04	397.23	**1,504.84**
楼面均价	11,226.47	2,938.90	2,075.86	1,806.67	**2,437.14**

注：土地储备为未开发的项目。
一线：广州；
二线：成都、佛山、贵阳、南昌、南宁、宁波、泉州、沈阳、苏州、泰州、无锡、长沙、郑州、重庆；
三线：常州、赣州、邯郸、邢台、徐州、岳阳、肇庆、镇江、株洲；
四线：常德、郴州、大理、河源、开封、乐山、眉山、梧州、湘潭、阳江、遵义。
资料来源：公司提供

项目建设方面，2018 年，公司加大新开工力度，新开工面积同比大幅增长 118.03%；竣工面积同比增长 83.48%，竣工项目主要位于佛山、宁波、无锡、株洲及徐州等城市；期末在建面积较年初增长 104.67%，期末在建规模大，且在建项目城市分布较为分散，对公司管理能力要求较高。具体情况见下表。

表 5　公司项目建设情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	786.75	1,715.36
竣工面积	201.66	370.01
期末在建面积	1,285.27	2,630.62

注：数据为并表范围的全口径数据。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建及拟建项目计划总投资 3,216.18 亿元，计划权益总投资 2,421.04 亿元，尚需权益投资 529.48 亿元，其中，2019 年计划权益投资 358.74 亿元，考虑到公司近年的房地产签约销售和购地支出，以及目前债务规模等因素，公司资本支出压力较大。

从销售情况看，2018 年，公司加快项目销售，全口径销售面积和销售金额分别同比增长 44.38%和 67.63%，销售金额主要来自广东（占比 22.03%）、沪苏（占比 16.71%）、湖南（占比 13.41%）、浙江（占比 11.31%）及冀豫（占比 10.62%）等区域；销售均价同比增长 16.11%，主要系销售均价较高的浙江、广东、沪苏等区域销售占比较高所致；销售回款率同比下降 3 个百分点，主要系部分区域贷款政策趋严、按揭贷款审批放缓所致；公司销售金额增长可为公司未来结转收入提供良好支撑。受益于竣工项目增加，2018 年，公司房地产结转收入同比增长 85.12%。具体情况见下表。

表 6　公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2017 年全口径	2018 年全口径	2018 年权益口径
协议销售面积	530.53	765.96	557.98
协议销售金额	459.46	770.20	554.69
协议销售均价	8,660.34	10,055.29	10,055.29
销售回款率	85	82	82
结转收入	157.42	291.42	291.42

注：全口径统计数据包含并表项目及非并表项目，公司未统计 2017 年权益口径数据。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售项目剩余可售项目主要分布在广一、冀豫及湖南等区域，合计占比 48.69%；去化率方面，沪苏、安徽、广东（广二区域）及湖南等区域去化率较好，均超 78%。此外，公司已竣工未售权益可售面积 83.91 万平方米，主要分布在佛山（占比 43.43%）、株洲（占比 11.71%）和贵阳（占比 10.36%）等城市，需关注后续去化情况。具体情况见下表。

表 7　截至 2018 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

区域	可售建筑面积	签约销售建筑面积	剩余可售建筑面积	去化率
安徽	18.68	14.68	4.00	78.57
川渝	34.86	18.20	16.66	52.20
广二	83.93	65.86	18.08	78.46
广一	113.26	44.21	69.05	39.03
湖南	155.86	121.57	34.29	78.00
沪苏	120.89	100.43	20.46	83.08
冀豫	121.86	83.73	38.13	68.71
江西	75.10	53.27	21.83	70.93
辽宁	47.89	31.83	16.06	66.47
西南	108.62	82.29	26.33	75.76
浙江	76.04	50.37	25.67	66.24
总计	**956.99**	**666.43**	**290.56**	**69.64**

注：1、统计数据仅包含并表项目，且未按照权益比例折算；2、广一区域含佛山主要区域，广二区域含佛山部分区域、江门、肇庆、河源、阳江。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司继续积极拿地，土地储备充裕，主要分布于二线、三线及强四线城市，土地成本整体较低；在建规模大，仍有一定的资金支出压力；销售面积及销售金额大幅增长，为未

来收入结转提供良好支撑，整体去化率尚可；但部分城市已竣工未售规模较大，且三线及强四线城市土地储备占比较高，需关注后续去化情况。

3．经营关注

（1）三线及强四线城市土地储备占比较高，公司部分项目未来可能面临一定的去化压力。

（2）在建项目资金需求大，公司面临一定的资金支出压力。

（3）公司在建项目数量多且分布于全国区域，对公司管理能力要求高。

4．未来发展

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和核心环节，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。

总体看，公司未来发展规划较为明确，随着公司自身能力的提升以及各业务板块之间的协同，公司整体竞争实力有望增强。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年度合并财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2018 年，公司合并范围公司合并范围新增子公司 80 家，不再纳入合并范围子公司 3 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 217 家。公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,875.63 亿元，负债合计 1,578.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 296.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益 218.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，净利润（含少数股东损益）30.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额-117.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.26 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,875.63 亿元，较年初增长 64.03%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致；其中流动资产占 97.57%，非流动资产占 2.43%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。由于非流动资产占比很小，下文主要分析流动资产。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1,830.03 亿元，较年初增长 64.04%，主要系存货增加所致；公司流动资产以货币资金（占 13.09%）、其他应收款（占 11.70%）、存货（65.79%）和其他流动资产（占 7.89%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 239.47 亿元，较年初增长 33.99%，主要系销售回款增长及发行公司债券等筹资活动收到的现金净额增加所致；公司货币资金主要为银行存款，占比 84.32%；作为各类保证金受限 2.16 亿元，占比 0.90%，受限比例低。

截至 2018 年底，公司其他应收款 214.18 亿元，较年初增长 31.13%，主要系关联公司拆借与往来款、参与土地拍卖所交付的保证金增加所致；公司共计提坏账准备 2.58 亿元，计提比例 1.19%，计提比例较低，存在一定减值风险，其中，对保定市中能房地产开发有限公司全额计提 1.58 亿元坏账准备；公司前五大客户其他应收款金额 54.24 亿元，占比 25.02%，未计提坏账准备；其他应收款规模大，对公司资金形成一定占用。

截至 2018 年底，公司存货 1,203.99 亿元，较年初增长 78.13%，主要系土地购置及开工规模增长所致；存货主要由开发成本（占比 82.63%）和拟开发土地（占比 14.78%）构成，开发产品 31.00 亿元，较年初有小幅增长；公司计提存货跌价准备 3.49 亿元，主要分布于佛山、贵阳等区域；公司位于三线及强四线城市存货占比较高，可能存在减值风险；用于债务担保受限的存货 351.43 亿元，占比 29.19%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 144.41 亿元，较年初增长 73.49%，主要为待转税项，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 45.60 亿元，较年初增长 63.59%，主要系长期股权投资及递延所得税资产增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产规模 383.82 亿元，占资产总额的 20.46%，受限比例一般；公司受限资产主要为用于债务担保的存货，占总受限资产的 91.56%。

总体看，2018 年，公司资产规模增长较快，且仍以流动资产为主；货币资金较为充裕；随着公司拿地规模增长和项目开发的推进，公司存货规模快速增长，且位于三线及强四线城市占比较高，可能存在减值风险；其他应收款规模大，对公司资金形成一定占用；资产受限比例一般；公司整体资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1,578.96 亿元，较年初增长 58.89%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 81.78%，非流动负债占 18.22%，流动负债占比较年初提高 7.31 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债 1,291.35 亿元，较年初增长 74.48%，主要系预收款项增长所致；流动负债构成以应付账款（占 10.88%）、预收款项（占 51.54%）、其他应付款（占 16.83%）和一年内到期的非流动负债（占 9.13%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款 140.45 亿元，较年初增长 127.61%，主要系在建项目规模增长所致；应付账款以一年以内为主，占比 95.47%。

截至 2018 年底，公司预收款项 665.58 亿元，较年初增长 53.77%，主要系预收售房款增长所致；预收款项以一年以内为主，占比 78.11%。

截至 2018 年底，公司其他应付款 217.32 亿元，较年初增长 85.59%，主要系合作方往来款或关联方往来款增加导致暂借款大幅增长所致；其他应付款主要为暂借款，占比 78.50%，为合作开发项目中少数股东借款，已计入公司短期债务；账龄一年以上大额其他应付款 10.98 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 117.93 亿元，较年初增长 123.51%，主要系长期借款及应付债券临近到期转入所致；其中一年内到期的应付债券 35.00 亿元，为“16 美的债”（2019 年 1 月 5 日到期，5 亿元）、“16 美的 01”（2019 年 3 月 30 日到期，10 亿元）和“16 美的 02”（2019 年 6 月 1 日到期，20 亿元）。

截至 2018 年底，公司非流动负债 287.61 亿元，较年初增长 13.38%，主要系长期借款增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 83.07%）和应付债券（占 12.35%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 238.91 亿元，较年初增长 13.41%，主要系公司业务规模扩大，资金需求增长所致；长期借款主要由第三方保证借款（占 46.37%）和抵押+第三方保证借款（占 34.81%）构成；2020 年和 2021 年到期的长期借款分别为 97.20 亿元和 117.02 亿元，集中偿付压力较大。

截至 2018 年底，公司应付债券 35.51 亿元，较年初变动较小；应付债券含 24.34 亿元公司债券和 11.17 亿元资产支持专项计划。此外，公司于 2019 年 1 月发行“19 美置 01”（10.00 亿元）和“19 美的 01”（30.60 亿元），于 2019 年 2 月发行“19 美置 02”（10.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司全部债务 643.32 亿元，较年初增长 63.06%，随着业务规模的扩张，债务规模增长较快；其中短期债务和长期债务占比分别为 57.34%和 42.66%，短期债务占比快速提升，公司短期偿债压力较大，债务结构有待优化。截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 84.18%和 68.44%，较年初分别下降 2.73 个百分点和 4.06 个百分点，但仍处较高水平；长期债务资本化比率为 48.05%，较年初下降 14.08 个百分点；公司债务规模较大，债务负担仍较重。

总体看，2018 年，随着预收款项及短期债务的增长，公司负债规模进一步扩大；公司短期债务占比快速提升，短期偿债压力较大；债务负担仍较重，且偿还期限较为集中。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 296.67 亿元，较年初增长 98.19%，主要系股东增资及少数股东权益增加所致。2018 年 12 月 10 日，公司股东樾宸投资以货币形式对公司增资 68.00 亿元，其中注册资本 9.12 亿元，资本公积金 58.88 亿元；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 218.45 亿元，占比 73.64%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.61%，资本公积占 61.03%，未分配利润占 23.41%；公司少数股东权益 78.22 亿元，较年初增长 308.24%，主要系合作开发规模扩大所致；少数股东权益占所有者权益的 26.36%，较年初提升 13.57 个百分点；公司权益稳定性一般。

总体看，2018 年，股东增资后，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力有所增强；随着合作开发规模增长，公司少数股东权益规模及占比均快速增长。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，同比增长 83.62%，主要系房地产项目结转规模增加所致；公司实现净利润 30.86 亿元，同比增长 60.71%；归属于母公司所有者的净利润 30.05 亿元。

2018 年，公司费用总额 32.73 亿元，同比增长 100.62%，主要系公司业务规模扩大，带动销售费用、管理费用和财务费用增加所致；公司销售费用同比增长 56.32%，主要系公司房地产销售规模增长所致；公司管理费用同比增长 133.92%，主要系职工薪酬和其他费用增加所致；公司财务费用 2.11 亿元，主要系融资规模扩大，融资相关费用增加所致；公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 52.36%、41.19%和 6.45%。

从利润构成看，2018 年，公司资产减值损失 6.05 亿元，同比增长 14.94 倍，占当期营业利润的 14.29%；其中，坏账损失 2.56 亿元，同比增长 3.25 倍，主要为其他应收款坏账损失；存货跌价损失 3.49 亿元，上年为-0.22 亿元。其他非经常性损益对公司利润影响较小。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.20%、2.88%和 13.83%，指标较 2017 年均有所下降，主要系公司房地产业务规模快速扩大而利润结转周期长，以及公司股东于 2018 年底增资 68.00 亿元所致，公司盈利指标一般。

总体看，2018 年，公司房地产业务结转收入大幅增长，营业收入及利润水平明显提高；其他应收款及存货坏账损失对公司利润形成一定侵蚀；受益于房地产业务利润结转周期长及公司股东增资，公司盈利指标有所下降。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 506.45 亿元，同比增长 14.97%，主要系房地产预售规模增长、回款增加所致；其中，收到其他与经营活动有关的现金 21.31 亿元，主要为往来款及暂收款，规模较 2017 年有所缩小；经营活动现金流出 624.03 亿元，同比增长 36.01%，主要系当年购地支出规模大且新开工力度加大所致；综上，公司经营活动现金流净额-117.57 亿元，净流出规模同比大幅扩大。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 33.72 亿元，同比下降 47.56%，主要系收回联合营公司的借款减少所致；公司投资活动现金流出 40.97 亿元，同比下降 57.28%，主要系支付的非经营性往来款减少所致；综上，公司投资活动现金流净额-7.25 亿元，净流出规模有所缩小。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 460.25 亿元，同比增长 34.27%，主要系股东增资及借款增加所致；筹资活动现金流出 303.16 亿元，同比增长 85.16%；综上，公司筹资活动现金流量净额为 157.09 亿元，同比下降 12.27%，筹资规模仍较大。

总体看，销售增长带动公司经营活动回款规模较大，但受购地支出大且新开工力度加大影响，公司经营活动现金流呈净流出且规模有所扩大；投资活动现金流规模相对较小，且主要为联合营企业往来款；筹资活动现金流继续维持较大规模净流入，公司现金流对筹资活动仍较为依赖。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 1.51 倍和 0.59 倍下降至 1.42 倍和 0.48 倍，处于一般水平；公司现金短期债务比由年初的 1.20 倍下降至 0.65 倍，现金类资产对短期债务的保护能力一般；公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 44.49 亿元，同比增长 64.62%，主要系利润总额增加所致；EBITDA 中利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出占比分别为 96.81%、

1.62%、0.80%和 0.77%，仍以利润总额为主。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.72 倍提升至 1.75 倍，EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，较上年变动不大，EBITDA 对利息和全部债务保障程度尚可；公司长期偿债能力仍偏弱。

截至 2018 年底，公司银行及金融机构已批复未使用额度 340.19 亿元；公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 32.78 亿元，占净资产的 11.05%，公司对外担保比例一般。其中，为联营企业重庆美科房地产开发有限公司（重庆金科房地产开发有限公司和公司子公司美的西南房地产发展有限公司各持股 50.00%）提供担保余额 13.01 亿元，占公司总对外担保余额的 37.69%。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼事项。

根据中国人民银行出具的征信报告（机构信用代码：G1044060600171250G），截至 2019 年 4 月 16 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息，已结清信贷信息中有一笔发生于 2011 年 7 月 22 日的欠息记录，为系统操作失误造成，公司已按照合同约定按时支付利息和本金。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力仍属偏弱，考虑到公司“美的”品牌知名度高、股东支持力度大、土地储备较充足、销售规模大且回款较好等因素，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 239.49 亿元，约为本次债券待偿本金 30.00 亿元的 7.98 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 296.67 亿元，约为债券待偿本金 30.00 亿元的 9.89 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 美置 01”、“19 美置 01”和“19 美置 02”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 44.49 亿元，约为债券待偿本金 30.00 亿元的 1.48 倍，公司 EBITDA 对公司债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 506.45 亿元，约为债券待偿本金 30.00 亿元的 16.88 倍，公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在在综合实力、开发规模、品牌影响力等方面具有优势，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司作为华南地区知名的房地产开发企业，在“美的”品牌知名度、股东支持、资本实力等方面仍具有优势。公司土地储备充裕，土地成本较低，销售规模及结转收入大幅增长；受益于股东增资等因素，公司债务杠杆有所下降，货币资金较充裕，融资渠道多元且畅通。同时联合评级也关注到公司三线及强四线城市土地储备占比较高、在建项目尚需投资规模大、债务负担整体仍较重且短期债务占比高、现金流对筹资活动较为依赖等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司预收房款规模较大，拿地及开发速度保持较高水平；未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，公司收入及利润规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 美置 01”、“19 美置 01”和“19 美置 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　美的置业集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	558.08	1,143.46	1,875.63
所有者权益（亿元）	66.11	149.69	296.67
短期债务（亿元）	96.84	148.93	368.90
长期债务（亿元）	109.51	245.60	274.41
全部债务（亿元）	206.35	394.54	643.32
营业收入（亿元）	108.73	163.78	300.72
净利润（亿元）	9.64	19.20	30.86
EBITDA（亿元）	15.77	27.03	44.49
经营性净现金流（亿元）	-53.99	-18.28	-117.57
流动资产周转次数（次）	0.27	0.20	0.20
存货周转次数（次）	0.26	0.22	0.21
总资产周转次数（次）	0.24	0.19	0.20
现金收入比率（%）	173.11	216.06	161.33
总资本收益率（%）	5.32	4.82	4.20
总资产报酬率（%）	3.29	3.00	2.88
净资产收益率（%）	19.75	17.80	13.83
营业利润率（%）	20.76	21.83	26.78
费用收入比（%）	9.67	9.96	10.88
资产负债率（%）	88.15	86.91	84.18
全部债务资本化比率（%）	75.74	72.49	68.44
长期债务资本化比率（%）	62.36	62.13	48.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	1.72	1.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.07
流动比率（倍）	1.39	1.51	1.42
速动比率（倍）	0.51	0.59	0.48
现金短期债务比（倍）	0.45	1.20	0.65
经营现金流动负债比率（%）	-14.22	-2.47	-9.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	0.90	1.48

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司其他应付款中暂借款已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。