

# 信用等级公告

联合[2018]501 号

---

美的置业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对美的置业集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债（第一期）券进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月 一日



---

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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次债券发行规模：不超过 30 亿元

本期债券发行规模：不超过 20 亿元

本期债券期限：不超过 3 年

还本付息方式：分期付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 8 月 1 日

### 主要财务数据

| 项 目              | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   | 18 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 331.50 | 558.08 | 1,107.76 | 1,174.22 |
| 所有者权益（亿元）        | 31.53  | 66.11  | 148.59   | 156.98   |
| 长期债务（亿元）         | 54.12  | 109.51 | 239.81   | 286.13   |
| 全部债务（亿元）         | 125.01 | 206.35 | 387.61   | 443.23   |
| 营业收入（亿元）         | 67.63  | 108.73 | 154.69   | 24.99    |
| 净利润（亿元）          | 5.38   | 9.64   | 17.58    | 2.58     |
| EBITDA（亿元）       | 8.89   | 15.77  | 25.79    | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 25.62  | -53.99 | -22.44   | -59.70   |
| 营业利润率（%）         | 18.51  | 20.76  | 22.00    | 23.78    |
| 净资产收益率（%）        | 17.94  | 19.75  | 16.37    | --       |
| 资产负债率（%）         | 90.49  | 88.15  | 86.59    | 86.63    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 79.86  | 75.74  | 72.29    | 73.85    |
| 流动比率（倍）          | 1.27   | 1.39   | 1.52     | 1.57     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.07   | 0.08   | 0.07     | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.47   | 2.21   | 1.61     | --       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.30   | 0.53   | 0.86     | --       |

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、已将其他应付款中暂借款调整入短期债务，长期应付款中关联方借款调整入长期债务。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对美的置业集团有限公司（以下简称“公司”或“美的置业”）的评级反映了公司作为华南地区知名的房地产开发企业，在综合实力、拿地规模与成本、资本实力、物业创新、等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业调控政策频繁；公司加大在珠三角和长三角地拿地规模，公司加快开发节奏，在建规模较大，项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金压力，债务规模显著增加；经营性净现金流为负等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，随着在建项目的陆续竣工，预计未来 1~2 年公司收入规模或将有一定程度增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司是华南地区知名房地产开发企业，业务分布国内 10 余省 30 余个二线及强三、四线城市，经过多年发展现已形成珠江三角洲经济区、长江三角洲经济区、中国西南经济区、长江中游经济区、环渤海经济区等重点区域战略布局。

2. 公司产品结构较为完善，可满足不同收入水平、不同需求的客户，有助于公司提高市场份额和客户粘性，有助于提高公司市场风险抵抗能力；公司物业管理板块收入稳定增长，物业费收缴率维持在较高水平，5M 智慧健康社区，有助于公司未来的业务拓展。

3. 公司土地储备规模适中，价格相对合理，未来利润空间有较高保证；2016 年以来受

益于房地产市场回暖，多个区域项目开盘，公司协议销售金额大幅增长。

4. 2017年，公司控股股东现金方式增加公司注册资本，公司资本实力进一步增强。

#### 关注

1. 房地产调控政策趋紧，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

2. 近年，公司加大在珠三角和长三角地拿地规模，加快开发节奏，在建规模较大，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资本支出压力。

3. 公司在珠三角区域的存货较多，考虑到珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，可能对公司未来销售及回款产生不利影响。

4. 公司债务负担较重且有一定集中偿付压力；经营性净现金流近两年持续为负；对外担保比重较高，被担保企业若经营业绩下滑，公司存在或有负债风险。

#### 分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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.unitedrating.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：刘薇 李楠



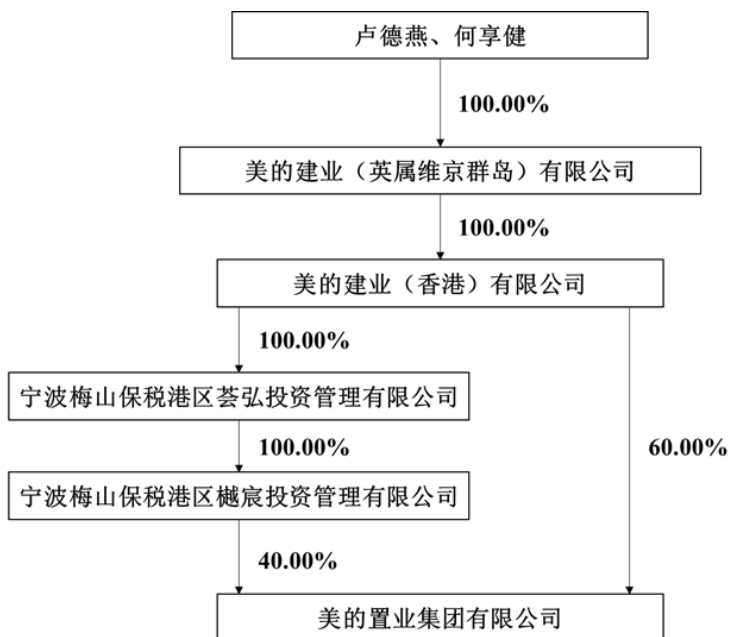
联合信用评级有限公司

## 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%。2010年3月24日，经佛山市顺德区市场安全监管局以顺德核变通外字（2010）第1000134958号核准书同意，威灵房产公司名称变更为广东美的置业有限公司。2017年9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”）通过旗下孙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”）以现金方式对公司完成增资。2018年1月，经佛山市顺德区市场监督管理局以顺监核变通外字[2018]第1800005077号核准书同意，公司名称变更为现名。

截至2018年3月底，公司注册资本289,542.27万元，实收资本227,942.37万元。公司控股股东为美的建业，直接持股比例60%，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子何剑锋先生的妻子）。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：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。截至2018年3月底，公司设立战略发展中心、运营管理中心、设计管理中心、成本合约中心、营销管理中心、品牌客服中心、财务资金中心、资本运营中心、人力资源中心、信息流程中心、风险管理中心11个职能部门（详见附件1）。截至2018年3月底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计149家，地产集团总部拥有在职员工339人。

截至2017年底，公司合并资产总额1,107.76亿元，负债合计959.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计148.59亿元，其中归属于母公司所有者权益130.32亿元。2017年，公司实现营业收入154.69亿元，净利润（含少数股东损益）17.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润18.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-22.44亿元，现金及现金等价物净增加额130.75亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1,174.22亿元，负债合计1,017.24亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计156.98亿元,其中归属于母公司所有者权益133.07亿元。2018年1~3月,公司实现营业收入24.99亿元,净利润(含少数股东损益)2.58亿元,其中归属于母公司所有者的净利润2.75亿元;经营活动产生的现金流量净额-59.70亿元,现金及现金等价物净增加额-33.33亿元。

注册地址: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、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本次债券名称为“美的置业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券”,发行规模不超过30亿元,期限为3年。本期债券名称为“美的置业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”,本期发行规模为不超过人民币20亿元(含20亿元),期限为3年。本期债券为固定利率债券,票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券面向合格投资者公开发行;采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计息。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。本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还有息债务。

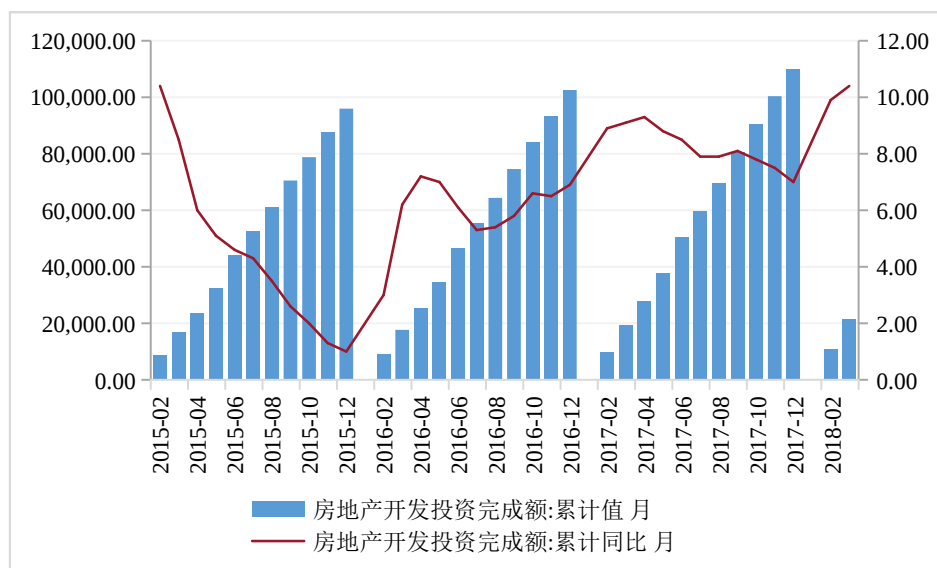
## 三、行业分析

### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业,在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展,中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作,房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看,2015年,我国房地产开发投资95,978.84亿元,较上年名义增长1.00%,增速继续同比下滑9.50个百分点;受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施,2016年全国房地产开发投资102,581.00亿元,名义同比增长6.88%;2017年,我国房地产开发投资109,799亿元,同比增长7.04%,增速较上年同期上升0.16个百分点。其中,住宅投资75,148亿元(占比为68.44%),同比增长9.38%,增速提高3.02个百分点;办公楼投资6,761亿元(占比6.16%),同比增长3.49%,增速降低2.87个百分点;商业营业用房投资15,639亿元(占比14.24%),同比减少1.26%。2018年一季度,全国房地产开发投资21,291.29亿元,同比增长10.40%,为近三年最高水平,整体投资热情仍旧较高,主要系房地产企业拿地积极性较高所致。

图 2 2015~2018 年一季度全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind资讯

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓;2016 年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2015 年,土地市场整体下行,成交量及出让金均低于上年,但楼面均价上涨幅度较大。其中,各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金上升 1%外,二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降 16%外,二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地,二线城市涨幅较大,地王频出。

2017 年,全国 300 个城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉升成交量及出

让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

| 项目          | 2015 年    | 2016 年     | 2017 年     |
|-------------|-----------|------------|------------|
| 推出面积（万平方米）  | 113,235   | 103,212    | 111,907    |
| 同比（%）       | -18       | -9         | 8          |
| 成交面积（万平方米）  | 85,671    | 85,885     | 95,036     |
| 同比（%）       | -21       | -3         | 8          |
| 出让金（亿元）     | 21,793    | 29,047     | 40,623     |
| 同比（%）       | -10       | 31         | 38         |
| 楼面均价（元/平方米） | 1,384     | 1,904      | 2,374      |
| 同比（%）       | 14        | 40         | 26         |
| 土地平均溢价率（%）  | 16        | 43         | 29         |
| 同比          | 上升 6 个百分点 | 上升 27 个百分点 | 下降 14 个百分点 |

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

## （2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

2018年一季度，房地产开发企业到位资金36,770亿元，同比增长3.1%，增速比1~2月份回落1.7个百分点。其中，国内贷款6,957亿元，同比增长0.90%；利用外资16亿元，同比下降78.40%；自筹资金11,449亿元，同比增长5.10%；定金及预收款11,130亿元，同比增长11.20%；个人按揭贷款5,160亿元，同比下降6.80%。

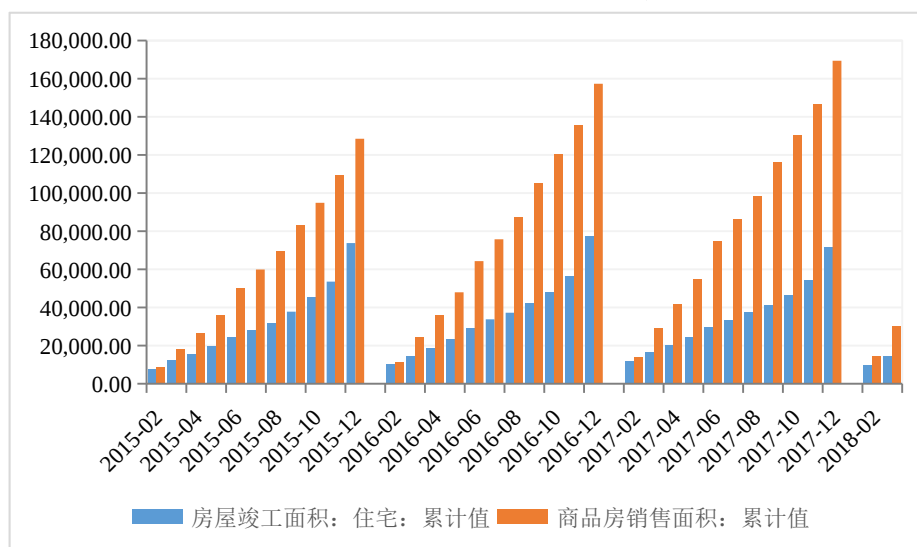
进入2018年以来，在楼市调控和去杠杆以及“防范系统性金融风险”的背景下，金融监管力度逐渐增强，房地产企业融资渠道全面收紧，融资成本不断上升。金融去杠杆持续深入、信用风险集中暴露等问题加剧分化了各类型房企的融资能力，龙头房企、国有背景的房企和区域龙头优势显著；中小型、民营背景房企在取得借款上存在一定难度。融资成本方面，2018年中期票据融资成本较2017年上升0.2个百分点至6.1%；公司债利率上升0.3个百分点至6.7%；ABS融资成本上升0.6个百分点至6.5%；短期融资券上升0.3个百分点至5.7%。债务集中偿付方面，房地产企业在2015~2016年大规模发行公司债，期限上看大多数是3-5年期的还本付息债，将在2018年下半年逐步到期。随着偿付高峰的临近，再叠加金融去杠杆导致的债券市场出现的集中债务偿付压力，违约风险上升。

总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，进入2018年以来，房地产企业融资渠道趋紧和融资成本上升，且存在债务集中偿付的压力。

### （3）市场供需情况

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

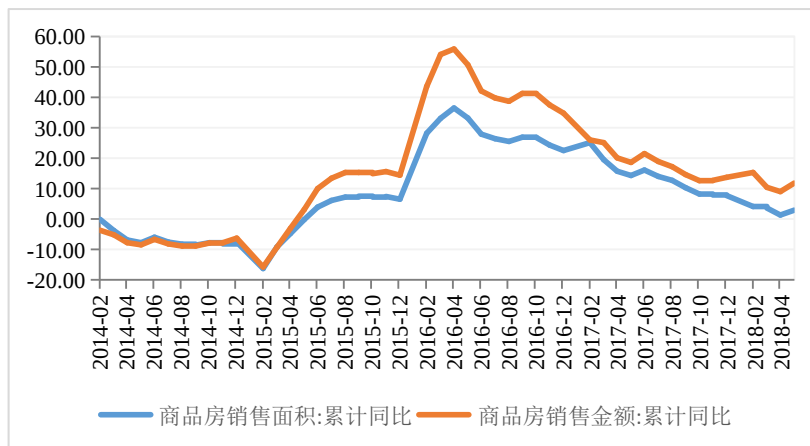
图3 2015~2018年一季度全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年一季度，全国房地产销售面积 44,721.00 万平方米，同比增长 3.79%，与 1~2 月增速基本持平；全国房地产销售金额 38,051.00 亿元，同比增长 11.95%，较 1~2 月下降 3.3 个百分点。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

#### （4）销售价格情况

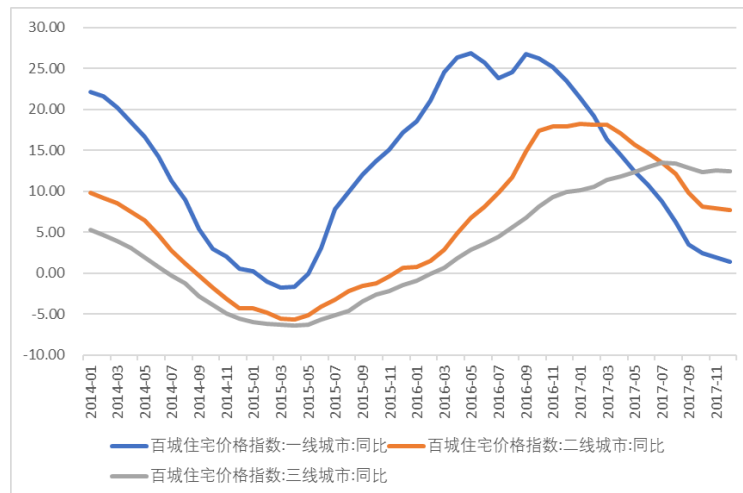
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年

初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

### 3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2015~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目             | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 22.82  | 25.33  | 32.50  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 11.31  | 12.19  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1  | 中国恒大 | 6  | 保利地产 |
| 2  | 碧桂园  | 7  | 中海地产 |
| 3  | 万科地产 | 8  | 华夏幸福 |
| 4  | 绿地控股 | 9  | 华润置地 |
| 5  | 融创中国 | 10 | 龙湖地产 |

资料来源：CRIC

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份           | 调控政策                                                                |
|--------------|---------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 3 月   | 国务院《不动产登记暂行条例》                                                      |
| 2015 年 3 月   | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例                                             |
| 2015 年 9 月   | 央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%    |
| 2015 年 9 月   | 住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》                                          |
| 2016 年 2 月   | 央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例                             |
| 2016 年 6 月   | 国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》                                       |
| 2016 年“十一假期” | 2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整 |
| 2016 年 11 月  | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                        |
| 2017 年 3 月   | 2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大        |
| 2017 年 4 月   | 住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期           |
| 2017 年 7 月   | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”           |

|          |                                                                                                                                                 |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2017年8月  | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见                                                                                  |
| 2017年10月 | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居                                                                                          |
| 2017年12月 | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控                                                            |
| 2018年3月  | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

## 5. 行业关注

### （1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增。进入2018年以来，房地产企业融资渠道趋紧，融资成本上升，前期大规模发行的债务集中到期或者到达回售期，房地产企业存在集中偿付的压力。

### （2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

### （3）市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

### （4）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 6. 未来发展

### （1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

### （2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

### （4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司主营业务为房地产开发与销售，涵盖包括城系列、郡系列和峰系列三大产品线，覆盖普通住宅、高端住宅、公寓、别墅多种产品形态，对应不同需求和不同的收入群体，产品结构比较完善。公司坚持“区域深耕”战略，在深耕早期拓展城市之外，积极布局长三角区域（包括无锡、扬州、宁波、徐州、金华、镇江、南京等城市）和珠三角区域（佛山、江门、中山、肇庆等城市），以合理价格补充城区优质地块，提升优质项目在土地储备中的占比。公司聚焦项目容量丰富且自身经营团队已成熟。

### 房地产开发业务

公司房地产开发与经营项目主要分布在广东、贵州、河北、江西、云南、江苏、浙江、辽宁、湖南、安徽、四川、重庆等省内30余个二线及强三、四线城市，经过多年发展现已形成珠江三角洲经济区、长江三角洲经济区、中国西南经济区、长江中游经济区、环渤海经济区等重点区域战略布局。截至2018年3月底，公司权益土地储备总面积325.60万平方米；权益计容建筑面积759.38万平方米。公司具备国家房地产一级开发资质，2018年在中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合颁发的中国房地产开发企业500强中，位列第45位。

### 5M（Multifunctional System of 5）智慧健康社区

基于美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）的家电产品群、产品研发优势以及M-SMART智慧家居战略，公司于2015年开发了5M（Multifunctional System of 5）智慧健康社区，形成产业联动。5M智慧健康社区分为“云智慧管理、多功能健康园林、超人性化家居、全方位社区服务、全系统精工品质”5大构成系统，分别诉求“功能住宅、健康园林、配套服务、智慧管理、精工品质”。2016年以来，公司推出的5M智慧健康社区在邯郸、佛山、贵阳、南昌、宁波、镇江、株洲等全国6省8地相继落地，其中包括9个5M智慧健康社区体验馆和9个5M智能样板房的建设和开放，同时公司在2016博鳌房地产论坛上获得了“最具价值智慧地产品牌”。5M智慧健康社区是公司最新的产品系列，具有标准的价值集成化模式，有助于公司未来的业务拓展。此外，公司旗下公司子公司广东美的物业管理股份有限公司（以下简称“美的物业”）具有国家物业管理一级资质，较好的物业服务也可以为公司项目销售提供支持。

总体看，公司具有丰富的房地产开发经验，开发规模适中，有一定的区域品牌知名度和影响力，在产品设计、开发以及创新方面具有一定竞争优势。

### 2. 人员素质

截至2018年3月底，公司董事、监事及高层管理人员共11名，其中董事4名，监事1名。

公司董事长兼总裁郝恒乐先生，1969年5月出生，本科学历。郝恒乐先生于1998年7月加入美的集团，曾先后担任法务部法律管理科科长、法务部部长助理及美的电器股份有限公司法务部部长、广东美的电器股份有限公司监事会召集人，2007年起任美的置业董事长兼任总裁及法定代表人。

公司董事兼副总裁姚嵬先生，1970年4月出生，研究生学历。姚嵬先生于1997年中加入美的集团，曾任集团总部企划投资部企划科科长、厨房电器事业部部长、副总经理，主要从事企划、战略投资工作。2012年起任美的置业董事、副总裁兼战略发展中心总经理。

截至2018年3月底，公司总部拥有在职员工339人，其中研究生及其以上学历占比17%，本

科学历占比 71%，本科以下学历占比 12%；从年龄结构来看，30 岁以下人数占比 42%，30~40 岁占比 48%，40~50 岁占比 9%，50 岁以上占比 1%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工素质能够满足目前经营需要，年龄结构合理。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司依据《公司法》和《公司章程》的相关规定，设立董事会和监事会，不设股东会。

公司设董事会，董事会成员 4 人，由股东委派产生，任期 3 年，经委派可以连任，公司设董事长 1 人，副董事长 1 人；董事会行使决定和批准总经理提出的重要报告，批准年度财务报表、收支预算、年度利润分配方案和通过公司的重要规章制度等职权。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东委派产生，任期 3 年，任期届满可以连任。监事行使检查公司财务，对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任，任期 3 年，经董事会聘任可连任；负责主持公司生产经营管理工作、拟定公司内部管理机构设置方案以及决定聘任除董事会决定聘任或者解聘以外的管理人员等工作。

总体看，目前公司治理结构基本健全，能适应公司的发展现状。

### 2. 管理体制

公司设立战略发展中心、运营管理中心、设计管理中心、成本合约中心、营销管理中心、品牌客服中心、财务资金中心、资本运营中心、人力资源中心、信息流程中心、风险管理中心 11 个职能部门，各个部门分工明确，规范运作，公司同时建立一系列制度流程，确保业务规范运营。

在财务管理方面，公司制定并发布《财务组织管理制度》，清晰公司各层级财务组织之间的管理关系，明确各级财务组织的职责和权限，加强财务组织管理作用。公司总部财务管理部负责统一规划和实施会计核算管理、合并报表编制、制定和修订财务管理制度及相关业务流程梳理、编制公司年度经营预算方案和会计预算方案。项目公司和经营单位财务部负责编制本单位会计、资金、税务、预算等财务报表，保证资金安全、及时回笼，合理安排公司各项资金支出，参与完善本单位经营绩效考评体系。

在预算管理方面，公司制定《房地产项目预算管理办法》，规范公司各房地产项目预算编制的流程、内容，明确公司各职能部门对项目预算审核的责任和要求，达到编制方法的规范、统一，提高房地产项目预算编制的准确性和编制效率，及时有效地把握项目过程中的风险，保障项目预期经济目标。

在成本管理方面，为了增强成本控制力度，降低成本费用，提高市场竞争力，公司制定《成本管理制度》，明确公司本部各职能部门以及各项目公司职责。公司总部成立“集团成本管理委员会”根据项目产品定位和营销需求，对开发项目目标成本进行审议，参与项目公司规划方案及施工图设计的评审，对影响成本的关键因素进行重点控制。同时，各项目公司根据本单位业务发展规划、开发能力和市场情况，确定项目开发计划，组织立项调研和前期策划，提出立项建议和开发设想，组织项目开发成本费用核算，及时、全面、准确、动态地反映项目成本费用情况，按规定编报成本会计报表等有关资料。

在工程项目管理方面，公司制定《工程管理办法》，强化公司的工程建设管理。公司总部设

立工程管理部，对公司建设项目质量控制、进度控制、安全文明施工实行动态监控，对各项目工程部进行检查监督和技术指导；工程管理部对建设项目进行月度检查、半月度巡检和不定期巡检及抽查主要原材料的质量（其中异地项目的半月巡查由项目公司组织项目工程部、项目设计部、监理单位参加，检查结果报工程管理部备案）。项目工程部负责本项目建设工程的生产管理，对本项目实施质量控制、进度控制、投资控制、安全文明施工管理、合同管理、信息管理及组织协调工作。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务以房地产开发及销售为主。房地产开发主要以住宅地产为主，辅以少量商业地产等。

从营业收入看，2015~2017年，公司实现营业收入分别为67.63亿元、108.73亿元和154.69亿元，呈持续增长态势。其中，2015~2017年，公司实现主营业务收入分别为67.32亿元、108.16亿元和153.25亿元，在营业收入中占比均在99%以上，主营业务十分突出。2017年，受房地产结转项目面积同比大幅增加影响，公司营业收入同比上年增长42.27%；2015~2017年，公司实现营业利润分别为6.30亿元、12.77亿元和23.69亿元，呈持续增长态势，其中，2017年公司营业利润同比增长85.57%，主要系受结转项目毛利率相对较高、投资收益和其他收益同比大幅增长所致。

表5 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目       | 2015 年 |        |       | 2016 年 |        |       | 2017 年       |        |       |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------------|--------|-------|
|          | 营业收入   | 占比     | 毛利率   | 营业收入   | 占比     | 毛利率   | 营业收入         | 占比     | 毛利率   |
| 房地产开发    | 65.11  | 96.28  | 26.56 | 104.41 | 96.03  | 28.54 | 1,482,879.55 | 95.86  | 31.28 |
| 物业管理     | 1.12   | 1.65   | -4.95 | 1.72   | 1.58   | 27.02 | 24,234.32    | 1.57   | 19.02 |
| 主营业务收入合计 | 67.32  | 99.55  | 25.44 | 108.16 | 99.48  | 28.29 | 1,532,515.68 | 99.07  | 30.86 |
| 其他业务     | 0.31   | 0.45   | 61.32 | 0.57   | 0.52   | 71.90 | 14,380.22    | 0.93   | 49.53 |
| 合计       | 67.63  | 100.00 | 25.61 | 108.73 | 100.00 | 28.52 | 1,546,895.90 | 100.00 | 31.04 |

资料来源：公司提供

从收入构成来看，公司主营业务收入以房产销售为主，占比均在96%以上。近三年公司房地产收入呈持续增长态势。2017年公司房产销售收入达148.29亿元，较上年增长42.03%，占主营业务收入比重为96.76%，增长主要系结转项目规模同比大幅增加所致；公司物业管理收入占比较小，近三年虽有所增长，对公司整体收入构成影响不大。

从毛利率水平来看，由于房地产开发业务在公司主营业务中的占比很高，因此房地产开发的毛利率水平对公司盈利规模的影响较大。近三年，公司房产销售毛利率呈持续增长态势，主要系受结转均价增长所致；2017年公司房地产开发毛利率在30%以上，较上年有所增长，主要系受结转项目毛利率相对较高所致。公司物业管理主要为住宅配套商业物业经营及住宅物业管理，物业经营毛利率呈波动上升态势，其中，2015年毛利率为负，主要系2015年公司部分物业服务处于优惠期，收费较少所致。2016年~2017年，公司物业管理毛利率有所下降，主要系2016年物业公司物业管理项目及商铺、车位销售等增值服务收入占比较大，提升了毛利率水平所致。受房地产开发

项目毛利率持续增长影响，2015~2017年，公司主营业务毛利率呈持续上升态势，2017年处于较好水平。

2018年1~3月，公司实现营业收入24.99亿元，较上年同期增长87.50%，主要系公司业务规模扩大，业绩持续稳定增长所致；主营业务毛利率为34.52%，较上年增加6.22个百分点，主要系结转房产项目毛利率提升所致；实现净利润2.58亿元，同比增长105.02%。

总体看，公司房地产开发业务收入占比很高，受公司房产收入大幅增长影响，公司营业收入持续增长；近年来受结转房产项目价格持续增长影响，公司房地产业务毛利率水平持续增长带动主营业务毛利率不断增长。

## 2. 房地产开发与销售

### (1) 土地储备情况

2016年以前公司开发用地主要通过“招、拍、挂”方式获得，2016年以后股权收购、合作开发等方式占比增加。公司所取得土地以独立开发，独立操盘为主。2017年，公司获取66宗土地，按照购地支出金额来看，合作开发占比约42.67%，独立获取占比约57.33%。对于合作项目公司以获取控股权为先导，合作项目的后续收益按双方所占权益分配。

从土地获取的目标区域来看，近三年，公司坚持二线、强三线和强四线的区域核心城市布局战略和“区域深耕”战略，继续深耕公司本部所在城市佛山市，以及为重点甄选和持续开发区域核心城市，公司具有较为明确的战略规划。公司经过多年发展现已形成珠江三角洲经济区、长江三角洲经济区、中国西南经济区、长江中游经济区、环渤海经济区等重点区域战略布局，包括广东、贵州、河北、江西、云南、江苏、浙江、辽宁、湖南、安徽、四川、重庆等10余省30余个二线及强三、四线城市。

土地区域的选择、土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小，公司高度重视土地选取决策，谨慎为先导，绝不做地王。公司土地项目主要由战略发展中心和各地区子公司投资部进行土地市场调研，通过预审后上报项目评审委员会审核，同时总裁、成本合约中心、产品管理中心、风险管理中心、财务资金中心等职能中心领导参会，进行土地定位、项目定位、市场调研、方案拟定等各项工作。在土地选取过程中，投资决策委员会每个成员基于市场数据进行论证，并进行背对背投票，采用多数通过的方式进行决策。2015~2017年，公司取得土地情况如下表所示。

表6 2015~2017年公司取得土地情况（单位：万平方米）

| 土地获取时间 | 区域 | 计容建筑面积 | 土地面积  |
|--------|----|--------|-------|
| 2015年  | 粤中 | 29.27  | 9.76  |
|        | 粤西 | 26.22  | 8.2   |
|        | 河北 | 36.12  | 14.45 |
|        | 浙江 | 11.07  | 6.15  |
|        | 湖南 | 17.29  | 6.18  |
| 小计     |    | 119.97 | 44.74 |
| 2016年  | 粤中 | 51.62  | 20.76 |
|        | 粤西 | 36.67  | 12.40 |
|        | 西南 | 123.51 | 56.54 |
|        | 江西 | 36.13  | 20.09 |
|        | 河北 | 35.66  | 16.02 |

|        |    |          |        |
|--------|----|----------|--------|
|        | 苏皖 | 117.68   | 55.45  |
|        | 辽宁 | 20.72    | 10.36  |
|        | 浙江 | 20.66    | 12.68  |
|        | 湖南 | 92.70    | 33.66  |
| 小计     |    | 533.35   | 237.96 |
| 2017 年 | 粤中 | 144.78   | 48.25  |
|        | 粤西 | 106.38   | 39.28  |
|        | 西南 | 122.32   | 66.78  |
|        | 江西 | 65.89    | 26.12  |
|        | 河北 | 165.96   | 62.93  |
|        | 苏皖 | 113.24   | 65.51  |
|        | 辽宁 | 14.07    | 7.03   |
|        | 浙江 | 71.27    | 35.28  |
|        | 湖南 | 306.92   | 109.06 |
| 小计     |    | 1,110.83 | 460.24 |
| 合计     |    | 1,766.15 | 742.94 |

资料来源：公司提供

公司近三年土地储备战略布局为二线、强三线和强四线城市。2016 年以来公司加快土地获取节奏，增强在珠三角、长三角、西南区域、河北省、湖南省地区的土地获取。2015 年新增 5 宗，2016 年新增 26 宗，2017 年新增 66 宗。2015~2017 年，公司土地获取面积和计容建筑面积大幅增长，相应购地支出分别为 30.12 亿元、156.48 亿元和 343.35 亿元，楼面价分别为 2,510 元/平方米、2,934 元/平方米和 3,091 元/平方米，拿地价格较为合理。

2018 年 1~3 月，全国各地土地价格仍在高位运行，公司新增土地 10 宗，计容建筑面积 159.52 万平方米，地块仍主要集中在珠三角经济区、长三角经济区、长江中游经济区、环渤海经济区、中国西南经济区等经济增长较好的地区，购地支出为 92.73 亿元，楼面价 5,813 元/平方米。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

|           | 一线城市      | 二线城市     | 三线城市     | 四线城市     | 合计       |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 权益土地储备总面积 | 1.93      | 124.34   | 127.60   | 71.73    | 325.60   |
| 权益计容建筑面积  | 6.20      | 247.80   | 292.19   | 213.19   | 759.38   |
| 权益计容面积占比  | 0.82      | 32.63    | 38.48    | 28.07    | 100.00   |
| 土地储备楼面均价  | 11,226.47 | 4,854.51 | 2,474.33 | 1,446.76 | 3,023.35 |

注：土地储备指未开发的项目。

一线：广州；

二线：成都 佛山 合肥 昆明 南昌 宁波 沈阳 苏州 长沙；

三线：贵阳 邯郸 江门 九江 上饶 邢台 徐州 肇庆 镇江；

四线：郴州 河源 湘潭 岳阳 株洲 遵义。

截至2018年3月底，公司权益土地储备总面积325.60万平方米；权益计容建筑面积759.38万平方米，其中一线城市权益计容面积占比0.82%，拿地楼面均价为11,226.47元/平方米，二线城市权益计容面积占比32.63%，拿地楼面均价为4,854.51元/平方米，三线城市权益计容面积占比38.48%，拿地楼面均价2,474.33元/平方米，四线城市权益计容面积占比28.07%，拿地楼面均价为1,446.76元/平方米。公司在2016年以来加快土地获取节奏，土地成本处于相对合理水平。

从具体区域分布来看，公司土地储备主要集中二线城市佛山、宁波，三线城市邯郸、贵阳、镇江，以及四线城市湘潭、郴州等地核心区域，但仍有部分三、四线城市地块受当地经济和人口

影响对地产市场支撑有限，且受政府调控政策影响较大。随着公司全国化的战略调整，后续将在长三角以及珠三角区域增加土地储备。

总体看，公司土地储备尚可，土地成本在相对合理范围内，未来项目开发盈利空间有较高保证。但仍有部分三、四线城市地块受当地经济和人口对地产市场支撑有限，若政府出台调控政策，则该区域有一定去化风险。

## （2）项目开发

公司房地产开发业务集中于住宅业务，包括城系列、郡系列和峰系列三大产品线，覆盖普通住宅、高端住宅、公寓、别墅多种产品形态，产品系列清晰。其中城系列为公司最主要的销售产品系列。公司城系列业态特点为城区便捷生活产品线，产品结构丰富，周边学校生活服务配套齐全，交通便利，主要为城区综合大盘；郡系列业态特点为舒适自然生活产品线，崇尚自然景观，生态资源大盘，多别墅；峰系列业态特点为城中央高端生活产品线，交通商务商业配套纯熟，以高层洋房为主。公司已开发代表产品有顺德·美的翰城、贵阳·美的林城时代、株洲·美的城顺德·君兰国际高尔夫别墅、宁波·美的蝴蝶海、顺德·美的君兰江山、顺德·美的擎峰等。总体看，公司产品结构较为完善，涵盖低端、中端和高端产品，可满足不同收入群体的不同住房需求。

目前，公司房地产开发涉及佛山、宁波、株洲、江苏、贵州、邯郸、辽宁和南昌等多个省、市地区。在项目开发方面，公司在项目开发前对项目定位、目标客户、商业配套定位等进行研究，对项目开发节点控制方面，公司在获取土地后，要求在9个月内项目示范区开放，10个月内开盘，开盘后半年内实现现金流回正，两年内实现项目清盘。为了实现公司项目高周转运行模式，公司将项目开发过程细分为3级计划，通过各级计划节点对各项目开发进度进行实时掌控；公司工程管理中心通过对项目所在区域房地产市场的去化分析及周边主要竞争者销售情况分析，结合公司项目指标要求，确定每周房源供给数量，并每周对相关计划进行修订，以确保公司产品去化速度及财务目标的实现。2015~2017年公司主要开发数据如下表所示。

表8 2015~2017年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

| 项目     | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |
|--------|--------|--------|----------|
| 新开工面积  | 137.74 | 494.29 | 786.75   |
| 竣工面积   | 108.44 | 226.66 | 201.66   |
| 期末在建面积 | 442.01 | 709.64 | 1,285.27 |

资料来源：公司提供

近三年，公司以大盘滚动开发、逐步推盘为主。从项目开发数据来看，公司同时处于建设阶段的项目数量较稳定。2015~2016年，公司竣工面积波动增长，期末在建面积和新开工面积持续增长。2017年，公司新开工项目47个，分布于11个省份。

项目风险管理方面，公司运营管理支线负责项目开发过程中的风险管控，规定项目开发过程中的重大信息及时上报，同时重点关注项目计划偏离、经营指标偏离和项目交付等风险，以及项目开发过程中各项指标的完成情况。另外，公司建立会议管理体系，通过标准化会议模式及时了解各个项目进展情况，从而进行项目风险管理。

表9 截至2017年底公司在建项目情况<sup>1</sup> (单位: 万平方米、元/平方米)

| 区域        | 土地面积          | 计容建筑面积          | 权益计容建筑面积        | 在建面积<br>(未按照权益折算) | 未开发建筑面积<br>(未按照权益折算) | 已开发建筑面积<br>(未按照权益折算) | 楼面价格            |
|-----------|---------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------------|----------------------|-----------------|
| 粤中        | 118.94        | 292.74          | 273.19          | 208.90            | 22.24                | 270.50               | 4,094.00        |
| 西南        | 170.80        | 388.38          | 362.90          | 238.19            | 76.40                | 311.98               | 1,684.00        |
| 苏皖        | 96.84         | 209.17          | 195.57          | 144.66            | 57.32                | 151.85               | 3,041.00        |
| 湖南        | 137.04        | 389.30          | 338.55          | 177.75            | 188.64               | 200.65               | 1,441.00        |
| 粤西        | 37.10         | 114.68          | 102.06          | 108.59            | 9.41                 | 105.27               | 2,028.00        |
| 辽宁        | 57.00         | 119.80          | 119.45          | 78.32             | 13.27                | 106.53               | 2,357.00        |
| 河北        | 55.67         | 145.51          | 110.27          | 165.43            | 27.02                | 118.49               | 1,548.00        |
| 浙江        | 85.75         | 108.51          | 107.96          | 108.75            | 28.49                | 77.78                | 4,950.00        |
| 江西        | 37.63         | 83.22           | 54.09           | 54.68             | 5.14                 | 78.08                | 1,938.00        |
| <b>合计</b> | <b>796.77</b> | <b>1,851.30</b> | <b>1,664.04</b> | <b>1,285.27</b>   | <b>427.94</b>        | <b>1,421.12</b>      | <b>2,425.00</b> |

资料来源: 公司提供

从公司在建、拟建项目来看, 截至2017年底, 公司在建项目计容建筑面积1,851.30万平方米, 在建未开发计容建筑面积427.94万平方米, 拟建项目计容建筑面积527.91万平方米, 公司在建未开发及拟建项目按照权益折算后的建筑面积合计803.35万平方米。

表10 截至2017年底公司拟建项目情况 (单位: 万平方米)

| 区域        | 土地面积          | 计容建筑面积        | 权益计容建筑面积      |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 粤中        | 13.82         | 37.55         | 32.70         |
| 西南        | 26.38         | 64.04         | 57.20         |
| 苏皖        | 34.34         | 50.39         | 40.08         |
| 粤西        | 34.76         | 90.55         | 64.96         |
| 浙江        | 32.25         | 63.82         | 59.11         |
| 江西        | 8.58          | 18.8          | 13.89         |
| 湖南        | 47.33         | 93.69         | 75.31         |
| 河北        | 42.16         | 109.08        | 81.60         |
| <b>合计</b> | <b>239.62</b> | <b>527.92</b> | <b>424.85</b> |

资料来源: 公司提供

从投资情况来看, 截至2017年底, 公司在建项目计划总投资1,251.97亿元, 已投资766.81亿元, 尚需投资485.16亿元; 拟建项目计划总投资447.78亿元, 已投资104.60亿元, 尚需投资343.18亿元。公司拟通过自筹和外部市场融资来解决资金问题。公司在建项目总建筑面积较大, 未来面临一定的资本支出压力; 另一方面, 公司未来可售面积较大, 预期可以为公司带来较为可观的销售收入, 根据公司销售计划及测算的销售价格, 公司预计2018~2020年可实现销售约2,700亿元。

总体看, 公司开发产品结构比较完善; 随着房地产市场回暖, 公司加大开工力度, 2017年竣工面积较大; 公司期末在建和拟建项目规模较大, 未来面临一定的资本支出压力。

<sup>1</sup>未完全竣工的项目归类为在建项目

### （3）房屋销售

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自行销售为主，代理销售和分销为辅的销售模式。营销方面，公司充分利用媒体进行宣传，并通过报纸、网络、平台发布会等多种方式全方位营销，提升公司品牌知名度。

公司产品定价、销售策略的确定主要由营销管理中心负责，营销中心在公司拿地决策时介入，与公司其他相关职能部门合作，通过对市场容量、区划、客户构成、产品区间等进行分析，与历史数据对比，并进行客户描摹后，初步拟定项目前期定位和产品定位，经公司投资决策委员会通过后确定具体方案。公司根据项目产品定位、目标市场分析等确定营销策略，参考项目当地历年成交数据、标杆房产定价、当地二手房定价等，由营销管理中心、财务资金中心等多个职能中心进行综合规划，初步拟定产品价格，最终由董事会决策通过。

经过十多年的发展，公司房地产开发业务已从佛山拓展至长三角、珠三角区域 30 多个二线及强三、四线城市。近三年公司签约金额主要来自佛山、宁波、贵阳、邯郸、徐州、镇江、株洲等城市地区。

从具体销售数据来看，2015~2017 年，随着房地产市场回暖及公司战略规划得当，公司签约销售金额和签约销售面积均呈持续增长态势，签约销售均价持续增长。2016 年公司销售金额增长主要系佛山、邯郸、贵阳、株洲、徐州销售面积占比较大，且销售单价普遍上升所致。2017 年实现签约销售金额 407.25 亿元，超过 2016 年的两倍，主要系 2017 年公司项目所属区域房地产市场销售良好，签约销售均价有所上涨所致。其中销售金额占比较大的城市主要包括徐州、邯郸、株洲、贵阳、佛山、宁波。近三年回款率波动下降，受 2017 年底政策趋严，以及前期一些分期付款购房（个人房贷放款慢）的影响，2017 年公司回款率相对较低。

表 11 2015~2017 年公司房地产销售数据

| 项目            | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   |
|---------------|----------|----------|----------|
| 协议销售面积（万平方米）  | 132.78   | 278.56   | 482.86   |
| 协议销售金额（亿元）    | 87.04    | 189.73   | 407.25   |
| 销售回款率（%）      | 89       | 90       | 85       |
| 协议销售均价（元/平方米） | 6,555.20 | 6,811.10 | 8,434.00 |
| 结转收入（亿元）      | 65.11    | 104.41   | 148.29   |

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司主要销售项目分布在 9 个区域，包括粤中、粤西、西南、湖南、江西、浙江、苏皖、河北、辽宁 9 个区域，其中辽宁、江西区域项目去化一般，但区域销售金额占总销售金额的比重较低均在 6%以下；其余区域签约销售金额占比均在 9%~16%间，去化情况良好。随着公司在其他城市项目的陆续开盘，粤中区域佛山项目占比有所下降。

从 2015 年新开盘的美的时代城，以及 2016 年新开盘的美的花湾城、金阳项目、徐州明湖项目、株洲东部美的城、明湖、鄞州公园天下项目、南部美的城的销售进度来看，公司整体去库存压力一般。2017 年公司新开盘项目为无锡先锋项目、株洲美的翰城、邯郸罗兰春天、邯郸东部美的城、美的明州院子等多个项目，去化情况良好。考虑到珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，可能对公司该区域的未来销售及回款产生不利影响。

总体看，近年来，公司销售面积和金额不断增长，销售状况良好且去化状况良好；同时，考虑到珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，可能对公司未来销售及回款产生不利影响。

#### （4）物业管理

公司物业管理业务由美的物业运营，美的物业具有国家物业管理一级资质，优质的物业服务也为公司项目销售提供了支持。公司物业管理主要系公司所开发的住宅地产配套的物业管理，目前公司物业管理项目规模为 3,000 万平方米。

随着公司物业费收缴率提高及年均新增项目较多，公司物业收入逐年增长，公司物业费收缴率总体维持在 85.00%~100.00% 的较高水平。2015~2017 年公司物业经营毛利率呈波动上升态势，其中，2015 年毛利率为负，主要系 2015 年部分物业服务处于优惠期，收费较少所致，2016 年物业管理毛利率较高主要系公司物业管理项目及商铺、车位销售等增值服务规模不断扩大，管理效率逐步提升，毛利率也相应提高所致。

公司于 2015 年成功开发了 5M（Multifunctional System of 5）智慧健康社区，以形成产业联动。2016 年以来，公司推出的 5M 智慧健康社区在邯郸、佛山、贵阳、南昌、宁波、镇江、株洲等全国 6 省 8 地相继落地，其中包括 9 个 5M 智慧健康社区体验馆和 9 个 5M 智能样板房的建设和开放。5M 智慧健康社区是公司最新的产品系列，具有标准的价值集成化模式，有助于公司未来的业务拓展。

总体看，公司物业管理板块收入稳定增长，物业费收缴率维持在较高水平，毛利率波动增长。5M 智慧健康社区，有助于公司未来的业务拓展。

#### 3. 自持物业

目前公司自持商业物业包括深纺大厦、顺德新都荟商场、海岸花园会所、羊城商贸、株洲时代广场，主要分布于二、三线城市较为核心地段。公司自持物业出租率较高。其中，株洲时代广场位于较为成熟的商业地段，出租率较高；顺德新都荟商场于 2016 年底开业，目前处于免租金期，尚未产生租金收入。未来随着自持物业重点培育，公司整体物业出租率有望进一步提升。

表 12 截至 2017 年底公司主要持有物业情况（单位：平方米、万元、%）

| 项目     | 地理位置            | 业态 | 可租面积      | 租金收入   |        |          | 出租率    |
|--------|-----------------|----|-----------|--------|--------|----------|--------|
|        |                 |    |           | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |        |
| 深纺大厦   | 广东省深圳市福田区华强北路   | 商铺 | 635.59    | 48.13  | 49.33  | 50.50    | 100.00 |
| 海岸花园会所 | 广东省佛山市顺德北滘镇海岸花园 | 会所 | 6163.90   | 62.52  | 60.53  | 59.54    | 100.00 |
| 羊城商贸   | 广东省广州市天河区体育东路   | 商铺 | 947.90    | 108.30 | 115.67 | 103.56   | 100.00 |
| 新都荟商场  | 广东省佛山市顺德区北滘镇怡福路 | 商场 | 16,636.83 | --     | --     | 324.40   | 100.00 |
| 株洲时代广场 | 湖南株洲天元区栗雨工业园隆兴路 | 商场 | 56,261.05 | 429.34 | 571.22 | 809.70   | 93.00  |
| 合计     |                 |    | 80,645.27 | 648.29 | 796.75 | 1,347.70 | --     |

资料来源：公司提供

随着公司自持物业的陆续建成开业，公司租金收入呈现稳定增长态势。未来，随着公司逐步对商业物业相关流程予以模式化，提升商业物业运营效率，以及公司产业地产出租率的进一步提升，公司租金收入有望进一步提升。

公司自持物业多位于二、三线城市中较为核心地段，目前，公司自持物业均采用成本计量，自持物业存在较高的增值空间。

总体看，公司自持物业板块由于运营时间较短，体量较小，收入规模较小；未来，随着自持物业板块经营规模的增长，有望为公司带来较为稳定的现金流。

#### 4. 经营效率

2015~2017 年，随着项目结转规模的波动增加，公司营业收入和成本波动上升，资产规模持续增长，存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率呈波动下降态势，近三年存货周转率分别为 0.23 次、0.27 次和 0.22 次，受成本规模影响，有所波动；流动资产周转率分别为 0.24 次、0.26 次和 0.19 次；总资产周转率分别为 0.23 次、0.24 次和 0.19 次。

表13 2017年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

| 证券简称        | 存货周转率       | 流动资产周转率     | 总资产周转率      |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 荣安地产        | 0.42        | 0.39        | 0.35        |
| 新城控股        | 0.45        | 0.37        | 0.28        |
| 招商蛇口        | 0.34        | 0.30        | 0.26        |
| 世茂股份        | 0.34        | 0.36        | 0.22        |
| <b>美的置业</b> | <b>0.22</b> | <b>0.19</b> | <b>0.19</b> |

资料来源：Wind 资讯

注：本表数据除美的置业外均引自Wind，口径与本报告口径有一定差异。

从同行业比较来看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率指标在行业内处于中游水平。

总体看，公司经营效率尚可。

#### 5. 经营关注

（1）房地产调控政策趋紧，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

（2）公司在珠三角区域的存货较多，考虑到珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，可能对公司未来销售及回款产生不利影响。

（3）公司加大在珠三角和长三角地拿地规模，加快开发节奏，在建规模较大，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金支出压力。

#### 6. 未来发展

城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，未来公司将继续深耕珠三角、长三角区域，进入全国房企 30 强，致力于成为区域一流的综合性房地产企业。公司制定了总体发展战略、业态布局战略、资本运营战略。

总体发展战略方面，公司将从规模化发展，2020 年销售规模达到 1,000 亿元；区域化发展，立足现有 9 个平台，聚焦区域深耕；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：打造“一主两翼、协同发展”业态布局。公司将打造以住宅开发为主，以社区商业和文旅地产为翼的“一主两翼”业态布局，并探讨再教育地产、养老地产的布局方式。

资本运营战略：探索房地产金融领域布局：探索 ABS、房地产开发基金等新兴融资方式。

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015~2017年财务报表已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按财政部最新颁布的企业会计准则以及中国证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号-财务报告的一般规定》（2014年修订）的规定编制。

2015年，公司通过设立或投资等方式新增合并单位8家，主要为项目公司，转让股权方式处置子公司1家；2016年，公司通过设立或投资等方式新增合并单位21家，主要为项目公司，非同一控制下企业合并新增5家，同一控制下企业合并新增2家；因公司同一控制下合并盘锦美的置业有限公司（以下简称“盘锦置业”）和沈阳市美的房地产开发有限公司（以下简称“沈阳美的”），以及对前期差错进行更正，2016年财务报表对2015年数据进行追溯调整；2017年，公司通过非同一控制下企业合并、直接设立或投资等方式新增子公司82家（主要为项目公司），处置子公司2家；2018年1~3月，公司通过设立或投资等方式新增子公司12家，注销子公司1家，丧失控制权转为非并表子公司2家；截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司共149家；考虑到公司主营业务并未发生改变，财务数据仍具有一定的可比性。

截至2017年底，公司合并资产总额1,107.76亿元，负债合计959.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计148.59亿元，其中归属于母公司所有者权益130.32亿元。2017年，公司实现营业收入154.69亿元，净利润（含少数股东损益）17.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润18.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-22.44亿元，现金及现金等价物净增加额130.75亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1,174.22亿元，负债合计1,017.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计156.98亿元，其中归属于母公司所有者权益133.07亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入24.99亿元，净利润（含少数股东损益）2.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.75亿元；经营活动产生的现金流量净额-59.70亿元，现金及现金等价物净增加额-33.33亿元。

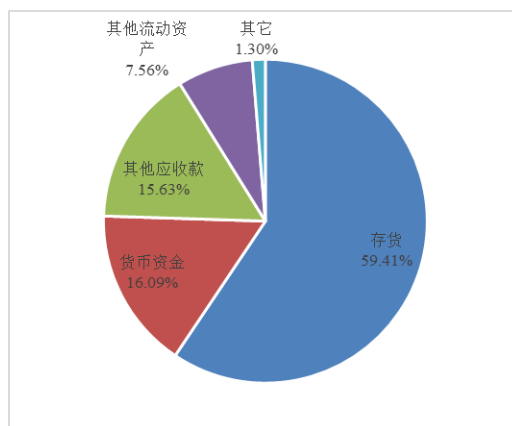
### 2. 资产质量

2015~2017年，随着公司业务规模扩大，资产规模快速增长，年均复合增长82.80%。截至2017年底，公司资产总额1,107.76亿元，较年初增长98.50%，主要系流动资产大幅增长所致；从资产构成看，流动资产占比97.85%，非流动资产占比2.15%，资产结构主要为流动资产。

#### 流动资产

2015~2017年，随着公司业务规模战略性扩张，项目投资开发以及拿地规模快速增长导致存货规模显著提高，拉动流动资产逐年大幅增加，近三年年均复合增长87.11%。截至2017年底，公司流动资产1,083.99亿元，较年初增长104.93%；公司流动资产构成主要以货币资金（占比16.09%）、其他应收款（占比15.63%）、存货（占比59.41%）以及其他流动资产（占比7.56%）为主，具体如下图所示。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，受益于项目签约销售规模不断扩大以及樾宸投资对公司货币增资的到位，公司货币资金逐年增长，年均复合增长164.40%。截至2017年底，公司货币资金174.45亿元，较年初增长299.45%；公司货币资金主要由银行存款构成，占比99.03%；受限货币资金为1.41亿元，规模较小。

2015~2017年，随着合作项目以及拍地规模的不断扩大，公司其他应收账款逐年增长，年均复合增长181.40%。截至2017年底，公司其他应收账款账面价值169.47亿元，较年初增长142.71%，主要系合作项目公司往来款以及拍地保证金增长所致。公司其他应收账款中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款余额5.32亿元，账龄以1年内为主，占比86.55%，累计计提坏账准备0.59亿元，计提比例0.35%。截至2017年底，余额前五名其他应收款合计39.38亿元，占其他应收款余额23.16%，集中度较低。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

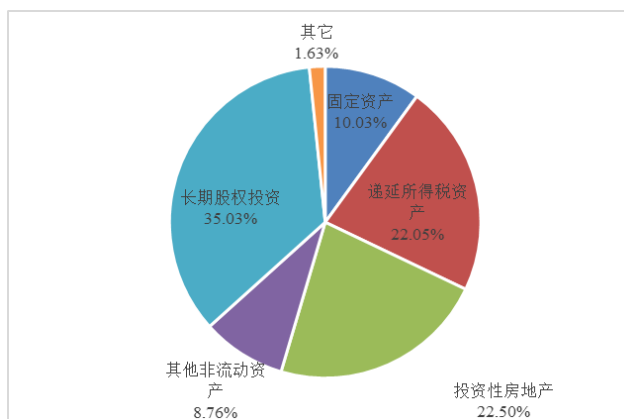
2015~2017年，公司存货规模逐年增加，年均复合增长67.15%，主要系随着业务扩张，在建项目持续推进，开发成本大幅增长所致。截至2017年底，公司存货账面价值644.02亿元，较年初增长91.79%；公司存货主要由开发成本构成，占比94.32%。2017年，受益于三、四线城市房地产市场回暖，公司转回、转销存货跌价准备0.47亿元，截至2017年底，公司未计提存货跌价准备，考虑到公司地产部分项目集中于三、四线城市，当地经济和人口对地产市场支撑有限，抗市场波动风险能力较低，存货面临一定的跌价风险。截至2017年，公司存货受限账面价值222.30亿元，占比34.52%，受限规模较大。

2015~2017年，其他流动资产逐年增长，年均复合增长59.31%。截至2016年底，公司其他流动资产78.89亿元，较年初增长144.23%，主要系公司大规模购买理财产品所致。截至2017年底，公司其他流动资产81.98亿元，受待转税项大幅增长影响，较年初增长3.91%。

#### 非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产有所波动，年均复合增长4.27%。截至2016年底，公司非流动资产29.11亿元，较年初增长33.15%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。截至2017年底，公司非流动资产23.77亿元，较年初减少18.35%，主要系固定资产和递延所得税资产减少所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比35.03%）、投资性房地产（占比22.50%）、固定资产（占比10.03%）、递延所得税资产（占比22.05%）以及其他非流动资产（占比8.76%）构成，具体如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司长期股权投资8.33亿元，较年初增长88.80%，主要系合作开发项目增长所致；公司合作开发项目主要集中在二、三线城市，由于项目公司成立时间较短，尚未开始盈利，2017年，公司权益法下确认的投资收益合计-0.33亿元，需关注合作项目后续销售情况。

公司投资性房地产采用成本模式计量，2015~2017年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长294.20%。截至2016年底，公司投资性房地产账面价值5.37亿元，较年初增长1,460.99%，主要系佛山新都荟商场和株洲时代广场由存货结转至投资性房地产所致；截至2017年底，公司投资性房地产5.35亿元，较年初变化不大。

2015~2017年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少57.52%。截至2016年底，公司固定资产6.68亿元，较年初减少49.44%，主要系处置佛山市顺德区君美酒店管理服务有限公司股权所致；截至2017年底，公司固定资产2.38亿元，比年初减少64.31%，主要系公司于2017年12月将持有的盘锦美的置业有限公司（以下简称“盘锦置业”）与株洲君美酒店服务有限公司（以下简称“株洲君美”）100%的股权受让所致；其中，房屋建筑物占比89.48%；公司累计计提折旧0.55亿元，固定资产成新率81.23%，成新率较高。

2015~2017年，受可抵扣暂时性差异项目波动影响，公司递延所得税资产有所波动，年均复合减少15.95%。截至2017年底，公司递延所得税资产5.24亿元，较年初减少52.13%，主要系预收款项的递延所得税资产减少所致。

截至2017年，公司其他非流动资产2.08亿元，较年初增长126.93%，主要系公司承接旧城改造项目导致未明确用途的土地及建筑物增长所致。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限资产账面价值合计223.71亿元，主要为存货（受限账面价值222.30亿元），占资产总额比重为20.07%，受限规模较大。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1,174.22亿元，较年初增长6.00%，主要系随着土储节奏加快、新开工及在建项目的持续推进，公司存货较年初大幅增长13.92%至733.68亿元所致。资产结构较年初变化不大，流动资产和非流动资产分别占比96.60%和3.40%。

总体看，随着公司战略扩张，公司资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，其中货币资金充裕但关联方往来款和拍地保证金规模较大，对资金形成一定占用；存货规模增长显著，受限比例较高，存在一定跌价风险。公司整体受限资产规模一般，资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

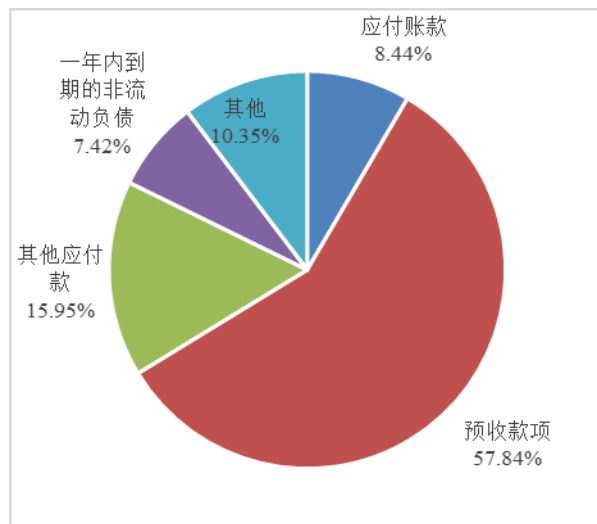
2015~2017年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长78.82%。截至2017年底，公司负债合计

959.17亿元，较年初增长94.97%，流动负债和非流动负债均大幅增长。公司流动负债占比74.17%，非流动负债占比25.83%，公司负债构成以流动负债为主。

### 流动负债

2015~2017年，受公司业务规模扩大、项目销售情况较好引起公司预收款项快速增长影响，公司流动负债逐年增长，年均复合增长70.95%。截至2017年底，公司流动负债711.37亿元，较年初增长87.44%；公司流动负债主要包括应付账款（占比8.44%）、预收款项（占比57.84%）、其他应付款（占比15.95%）以及一年内到期的非流动负债（占比7.42%），具体如下图。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司经营规模不断扩大，随着项目的持续推进，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 32.18%。截至 2017 年底，公司应付账款 60.04 亿元，较年初增长 30.15%，主要系公司应付工程款大幅增长所致；公司应付账款账龄主要在 1 年以内，占比 91.52%。

公司预收款项主要为预收房款。2015~2017年，公司地产项目销售规模持续增长，预收款项年均复合增长83.37%。截至2017年底，公司预收款项411.48亿元，较年初增长105.48%。公司较大规模的预收款项可为未来收入确认提供有力支撑。

2015~2017年，公司其他应付款有所波动，分别为59.02亿元、55.72亿元和113.49亿元，年均复合增长38.67%。截至2016年底，公司其他应付款较年初减少5.58%，主要系对关联方佛山市顺德区美的发展有限公司暂借款减少所致。截至2017年底，公司其他应付款较年初增长103.68%，主要系关联公司往来增加导致暂收应付款大幅增长所致；其中，暂借款<sup>2</sup>占比44.55%，暂收应付款占比26.15%。

2015~2017 年，随着公司融资规模的扩大，一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 84.80%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 52.76 亿元，较年初增长 56.11%；其构成全部为一年内到期的长期借款。

### 非流动负债

2015~2017年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长109.32%。截至2017年底，公司非流动负债247.79亿元，较年初增长120.37%，主要系为满足公司在建和拿地资金需求，扩大长期借款

<sup>2</sup> 公司关联方暂借款计息，已调整至短期债务中

规模所致。公司非流动负债主要由长期借款（占82.67%）和应付债券（占14.11%）构成。

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长108.77%。截至2017年底，公司长期借款204.86亿元，较年初增长182.07%，主要系公司开发规模逐步扩大使得对长期资金的需求增加所致。从到期期限分布来看，2019年到期84.36亿元，2020年到期106.26亿元，2021年及以后到期14.24亿元，公司长期借款主要集中在2019~2020年，有一定的集中兑付压力。

截至2017年底，公司应付债券34.95亿元，较年初变化不大，系2016年发行的一期5亿元的公开公司债券和两期共计30亿元的非公开公司债券，债券期限均为3年，公司2019年将面临一定的集中兑付压力，具体情况如下表所示。

表 14 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

| 债券名称     | 发行日期      | 债券期限 | 期末金额  |
|----------|-----------|------|-------|
| 16 美的债   | 2016/1/5  | 3 年  | 4.98  |
| 16 美的 01 | 2016/3/30 | 3 年  | 9.99  |
| 16 美的 02 | 2016/6/1  | 3 年  | 19.98 |
| 合计       | --        | --   | 34.95 |

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，随着公司经营规模扩大，全国热点城市布局加快，融资需求不断增长，公司全部债务规模年均复合增长 76.08%。截至 2017 年底，公司全部债务 387.61 亿元，较年初增长 87.84%，系一年内到期的非流动负债和长期借款大幅增长所致；其中，短期债务占比 38.13%，长期债务占比 61.87%，债务结构尚可。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 90.49%、88.15%和 86.59%，随着项目开发体量不断扩大，资产负债率逐年小幅下降，但仍处于高水平；全部债务资本化比率分别为 79.86%、75.74%和 72.29%，逐年下降；公司长期债务资本化比率分别为 63.19%、62.36%和 61.74%，相对稳定，公司债务负担很重。

截至 2017 年底，公司年初 30.00 亿元永续债已兑付还清。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 1,017.24 亿元，较年初增长 6.05%，主要系长期借款较年初增长 22.63%至 251.21 亿元所致；受此影响，公司流动负债占比较年初下滑 3.23 个百分点至 70.94%，非流动资产占比 29.06%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 443.23 亿元，受长期借款增长影响，较年初增长 14.35%；其中，短期债务占比 35.44%，长期债务占比 64.56%，长期债务占比有所提升；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.63%、73.85%和 64.57%，较年初分别提高 0.04 个百分点、1.56 个百分点以及 2.83 个百分点，公司债务负担进一步增长。

总体看，公司负债以流动负债为主，其中预收款项近年增长显著，为公司后续收入确认提供较好支撑；近三年，由于发行公司债券以及持续扩大借款规模，公司债务规模增长较快，债务负担很重，且面临一定集中偿付压力。进入2018年，公司债务负担进一步加重。

### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 117.09%。截至 2016 年底，公司所有者权益 66.11 亿元，较年初增长 109.68%，主要系未分配利润积累以及取得 30 亿元的可续期贷款（计入其他权益工具）所致；截至 2017 年底，公司所有者权益合计 148.59 亿元，较年初增长 124.77%，主要因为樾宸投资以现金方式对公司进行增资，导致公司股本和资本公积较年初分别增长 103.29%和 3,289.17%至 22.79 亿元和 74.62 亿元，公司年初 30.00 亿元永续债已兑付还清；归

属于母公司所有者权益合计 130.32 亿元（占所有者权益 87.70%），其中股本占 17.49%，资本公积占 57.26%，未分配利润占比 23.99%，公司权益结构以资本公积为主，稳定性较高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 156.98 亿元，较年初增长 5.65%，主要系未分配利润积累以及合作项目增加、合作方股权投入增长导致少数股东权益增长所致；公司归属于母公司所有者权益结构及规模较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益逐年增长，随着樾宸投资增资完成公司资本公积占比大幅提高，所有者权益稳定性较高。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，受益于结转项目的增加，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 51.24%；2017 年，公司实现营业收入 154.69 亿元，同比增长 42.27%；公司营业成本与收入变动趋势一致，年均复合增长 45.62%。2015~2017 年，公司实现营业利润分别为 6.30 亿元、12.77 亿元和 23.69 亿元，实现净利润分别为 5.38 亿元、9.64 亿元和 17.58 亿元，受益于经营规模不断扩大、品牌效应日趋明显，公司盈利水平增长较快。近三年，公司营业利润率分别为 18.51%、20.76%和 22.00%，受房地产结转项目毛利率影响，呈逐年小幅增长态势。

从期间费用来看，2015~2017 年，受公司业务规模扩大影响，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 48.07%；2017 年，公司发生期间费用 15.70 亿元，同比增长 49.21%，主要系销售费用和管理费用增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 64.77%、34.29%和 0.94%。2015~2017 年，随着公司销售规模逐步扩大以及公司对销售团队的持续投入，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 67.66%，2017 年，公司发生销售费用 10.17 亿元，同比增长 62.00%；受业务规模及工资上涨影响，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 31.89%，2017 年，公司发生管理费用 5.38 亿元，同比增长 66.23%；2017 年公司财务费用有所波动，2017 年发生财务费用 0.15 亿元，同比减少 85.28%，主要系本期资本化利息金额增长所致。

从利润构成情况来看，2015~2017 年，公司投资收益分别为 1.03 亿元、1.36 亿元和 2.19 亿元，逐年增长，主要系理财产品投资的不断增长；占营业利润比重分别为 16.39%、10.64%和 9.24%，投资收益对公司利润水平影响不大。

从各项盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所波动，2017 年分别为 4.53%、2.93%和 16.37%，较上年分别下滑 0.78 个百分点、0.36 个百分点以及 3.38 个百分点，主要系 2017 年公司资产、所有者权益以及债务规模大幅增长所致。与同行业上市公司相比，公司销售毛利率、净资产收益率处于中游水平，总资产报酬率处于中下游水平（见下表）。

表 15 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标（单位：%）

| 证券简称        | 销售毛利率        | 净资产收益率       | 总资产报酬率      |
|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 荣安地产        | 24.87        | 13.72        | 6.24        |
| 新城控股        | 35.56        | 33.99        | 6.07        |
| 招商蛇口        | 37.66        | 19.58        | 7.53        |
| 世茂股份        | 44.91        | 10.71        | 6.27        |
| <b>美地置业</b> | <b>31.04</b> | <b>16.37</b> | <b>2.93</b> |

资料来源：除美的置业外，其他数据均引自 Wind 资讯

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.99 亿元，同比增长 87.50%，主要系公司业务规模扩

大、业绩持续稳定增长所致；主营业务毛利率为 34.52%，较上年增加 6.22 个百分点，主要系结转房产项目毛利率提升所致；实现净利润 2.58 亿元，同比增长 105.02%。

总体看，近年公司营业收入规模和利润水平增长明显，整体盈利水平较好，考虑到目前公司储备土地较多，新布局区域较好，品牌效应日趋明显，未来公司预计可保持较好的盈利能力。

#### 5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，受益于业务扩张、去库存以及棚改货币化安置等政策支持，公司销售规模不断扩大，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 79.06%；2017 年，公司经营性现金流入 387.13 亿元，同比增长 95.49%。2015~2017 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 107.50%，主要系开发体量增长，建设支出扩大以及加快拿地节奏所致；2017 年，公司经营活动现金流出 409.57 亿元，同比增长 62.51%。2015~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 25.62 亿元、-53.99 亿元和 -22.44 亿元，近两年经营现金流持续为负。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入有所波动，分别为 2.55 亿元、1.68 亿元和 63.45 亿元；2016 年，公司无处置子公司利得，投资活动现金流入同比减少 34.08%。2017 年，公司投资活动现金流入同比增长 3,680.56%，主要系公司收回理财产品所致。2015~2017 年，随着公司持续购买短期理财产品以及非经营往来拆借规模增加，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 120.49%；2017 年，公司投资活动现金流出 95.21 亿元，同比增长 102.53%，主要系由于 2017 年公司业务扩张，支付的非经营性往来款增加所致。受以上综合影响，2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -17.04 亿元、-45.33 亿元和 -31.75 亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017 年，受公司融资规模扩大影响，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 149.99%；2017 年，公司筹资活动现金流入为 318.66 亿元，同比增长 85.59%。2015~2016 年，公司筹资活动现金流出相对稳定；2017 年筹资活动流出 133.72 亿元，同比增长 147.43%，主要系 2017 年融资金额增加。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -5.05 亿元、117.66 亿元和 184.94 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 -59.70 亿元，投资活动现金流量净额 -25.12 亿元，筹资活动现金流量净额 51.48 亿元。

总体看，近年，受益于业务扩张以及较好的销售表现，公司经营活动现金流入逐年增长，但随着在建项目的投入和购地支出的加快，公司近两年经营活动现金流持续为负。受购买大额理财产品影响，公司投资活动现金流呈持续净流出状态；近年为满足公司快速扩张资金需求，融资规模不断扩大，未来随着公司项目持续推进以及加快全国重点城市布局，公司筹资活动规模将进一步增加。进入 2018 年，公司经营活动与投资活动现金流延续净流出状态，筹资压力有所增加。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，受益于存货和货币资金大幅增长，公司流动比率和速动比率均逐年提高，2017 年分别为 1.52 倍和 0.62 倍。2017 年，公司现金短期债务比为 1.18 倍，较上年明显提高，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，受益于利润水平的不断提高，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 70.31%；2017 年，公司 EBITDA 为 25.79 元，同比增长 63.60%；其中利润总额占比 91.72%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比有所波动，2017 年分别为 1.61 倍和 0.07 倍，较上年均有所下滑；公司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对关联方无锡蓝光置地有限公司、张家港市美创房地产开发有限公司、佛山市皇朝房地产发展有限公司、佛山市高明区美玖房地产开发有限公司以及南昌建美房地产有限公司提供了合计 13.01 亿元保证担保，占净资产规模的 8.29%，对外担保规模一般，若未来被担保企业经营业绩下滑，公司存在或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行贷款授信总额度 506.07 亿元，未使用 146.72 亿元，公司间接融资渠道通畅。

根据公司提供的中国人民银行 2018 年 7 月 2 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1044060600171250G），公司已结清信贷信息中有一笔欠息，系误录所致，已于 2011 年 7 月还清，未结清的信贷信息中无不良或关注类信贷信息。

总体看，公司现金类资产较为充足，公司储备土地较多，项目整体去化能力较好，盈利能力具有较强的可持续性。公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司在建项目前景良好和预收款项规模较高等因素，未来公司偿债能力有望得到提升。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额为 443.23 亿元，本次拟发行债券规模为 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度一般，对公司负债结构影响不大。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.96%、75.09%和 66.82%，分别上升 0.33 个百分点、1.25 个百分点和 2.25 个百分点，考虑到公司募集资金拟全部用于偿还有息债务，实际债务负担会有所减轻。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 25.79 亿元，为本次公司债券发行额度（30.00 亿元）的 0.86 倍，EBITDA 对本次债券覆盖程度较好；经营活动产生的现金流入 387.13 亿元，为本次公司债券发行额度（30.00 亿元）的 12.90 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 174.77 亿元，为本次债券发行额度（30.00 亿元）的 5.83 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、开发规模、品牌影响力、物业创新等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

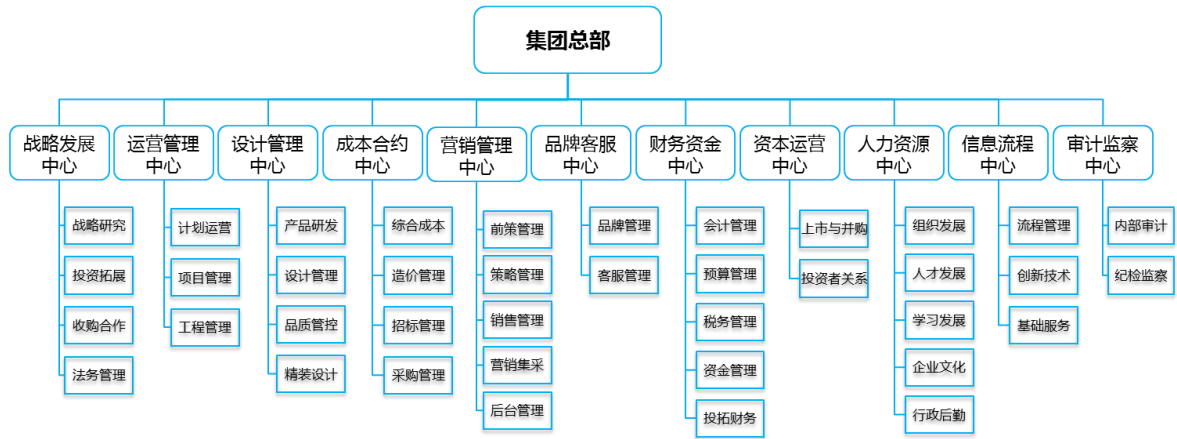
公司作为华南地区知名的房地产开发企业，在综合实力、资本实力、拿地规模、物业创新等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业调控政策频繁；公司加大在珠三角和长三角地拿地规模，加快开发节奏，在建规模较大，项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金压力，债务规模显著增加，经营性净现金流为负等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，随着在建项目的陆续竣工，预计未来 1~2 年公司收入规模或将

有一定程度增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 附件 1 美的置业集团有限公司 组织架构图



## 附件 2 美的置业集团有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   | 2018 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 331.50 | 558.08 | 1,107.76 | 1,174.22   |
| 所有者权益（亿元）        | 31.53  | 66.11  | 148.59   | 156.98     |
| 短期债务（亿元）         | 70.89  | 96.84  | 147.79   | 157.09     |
| 长期债务（亿元）         | 54.12  | 109.51 | 239.81   | 286.13     |
| 全部债务（亿元）         | 125.01 | 206.35 | 387.61   | 443.23     |
| 营业收入（亿元）         | 67.63  | 108.73 | 154.69   | 24.99      |
| 净利润（亿元）          | 5.38   | 9.64   | 17.58    | 2.58       |
| EBITDA（亿元）       | 8.89   | 15.77  | 25.79    | 4.02       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 25.62  | -53.99 | -22.44   | -59.70     |
| 存货周转次数（次）        | 0.23   | 0.27   | 0.22     | --         |
| 流动资产周转次数（次）      | 0.24   | 0.26   | 0.19     | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.23   | 0.24   | 0.19     | --         |
| 现金收入比率（%）        | 154.56 | 173.11 | 216.89   | 333.79     |
| 总资本收益率（%）        | 4.33   | 5.32   | 4.53     | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 2.72   | 3.29   | 2.93     | --         |
| 净资产收益率（%）        | 17.94  | 19.75  | 16.37    | --         |
| 营业利润率（%）         | 18.51  | 20.76  | 22.00    | 23.78      |
| 费用收入比（%）         | 10.59  | 9.67   | 10.15    | 13.83      |
| 资产负债率（%）         | 90.49  | 88.15  | 86.59    | 86.63      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 79.86  | 75.74  | 72.29    | 73.85      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 63.19  | 62.36  | 61.74    | 64.57      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.47   | 2.21   | 1.61     | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.07   | 0.08   | 0.07     | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.27   | 1.39   | 1.52     | 1.57       |
| 速动比率（倍）          | 0.33   | 0.51   | 0.62     | 0.56       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.35   | 0.45   | 1.18     | 0.90       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 10.53  | -14.22 | -3.15    | -8.27      |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.30   | 0.53   | 0.86     | --         |

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、已将其其他应付款中暂借款调整入短期债务，长期应付款中关联方借款调整入长期债务中。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]                                                             |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]                                                                 |
| 总资产周转率            | 营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 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 + 期末总资产) / 2] × 100%                                            |
| 净资产收益率            | 净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 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%                                                             |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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)                                                            |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次公司债券到期偿还额                                                                           |
| 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 / 本次公司债券到期偿还额                                                                     |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额                                                                       |

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  
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务  
 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 4 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（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 美的置业集团有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年美的置业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

美的置业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。美的置业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注美的置业集团有限公司的相关状况，如发现美的置业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如美的置业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至美的置业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送美的置业集团有限公司、监管部门等。

