

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（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2020）

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 6 月 17 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]跟踪 0802 号

美的置业集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 美置 01”、“20 美置 02”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

二零二零年六月十七日

评级观点：中诚信国际维持美的置业集团有限公司（以下简称“美的置业”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20美置01”、“20美置02”的信用等级为**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”）综合实力雄厚、能够持续为公司提供品牌及资金支持，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
总资产（亿元）	1,143.46	1,875.63	2,643.80
所有者权益（亿元）	149.69	296.67	378.97
总负债（亿元）	993.77	1,578.96	2,264.82
总债务（亿元）	343.98	472.73	567.35
营业总收入（亿元）	163.78	300.72	384.72
净利润（亿元）	19.20	30.86	36.11
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
营业毛利率（%）	31.15	35.80	33.29
净负债率（%）	110.40	78.63	81.08
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2017年~2019年审计报告整理。

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，能够为公司持续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持续给予美的置业较大支持。

■ **区域深耕优势持续保持，土地储备布局亦有所分散优化。**公司房地产开发业务坚持区域聚焦，适时面向全国的发展战略，在佛山、贵阳、邯郸和株洲等深耕区域建立了很强的品牌影响力和竞争优势。同时，公司亦加大了对广东、沪苏、浙江、川渝、湖南等区域内具有经济发展潜力的城市拓展，土地储备规模得到扩充且区域布局有所分散优化。

■ **销售业绩快速增长。**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于跟踪期内同比增长30.75%。

■ **流动性来源充足。得益于销售业绩的提升和良好的回款表现，**2019年公司销售回款对债务的覆盖程度进一步向好，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。**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。

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	1.83	0.18

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

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
20美置01	AAA	AAA	14.4	14.4	2020/2/25~2024/2/25
20美置02	AAA	AAA	9.84	9.84	2020/3/26~2025/3/26

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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（第一期）（债券简称：“20 美置 01”、债券代码：“SH163171”）于 2020 年 2 月 25 日发行，发行规模 14.4 亿元，发行年限为 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，发行票面利率为 4.00%，截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

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（第二期）（债券简称：“20 美置 02”、债券代码：“SH163310”）于 2020 年 3 月 26 日发行，发行规模 9.84 亿元，发行年限为 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，发行票面利率为 4.20%，截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近

乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，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府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降

息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城

市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，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，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

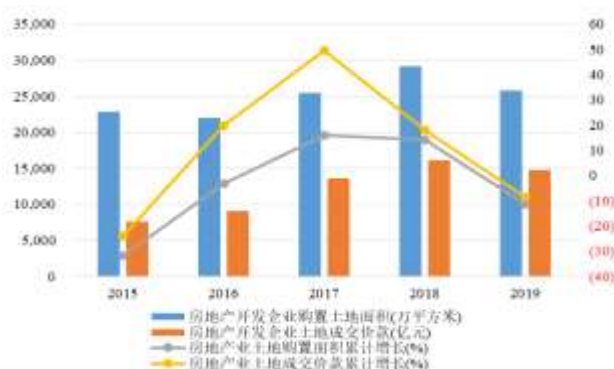


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：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¹，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 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑

¹ 5 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。

战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解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增大，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的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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。

具体来看，2019 年 TOP3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP4~10、TOP11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。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，具有较为明显的竞争优势；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，2019 年 TOP31~50 和 TOP51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

跟踪期内，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

房地产项目运作方面，公司新开工面积同比小幅下降 8.9%，竣工面积同比增长 57.65%。截至 2019 年末，公司在建建筑面积约 3,610.05 万平方米，同比增长 37.23%，公司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 2：2017~2019 年公司开竣工情况（万平方米）

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

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，房地产销售面积和销售金额同比增长 29.95% 和 30.75%。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，公司销售均价同比小幅增长 0.62%。2020 年 1~5 月公司分别实现签约销售金额及签约销售面积 365.0 亿元和 341.1 万平方米，同比分别下降 1.62% 和 4.16%，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 3：2017~2019 年公司业务运营情况（亿元、万平方米、元/平方米）

	2017	2018	2019
销售面积（全口径）	530.53	765.96	995.40
销售金额（全口径）	459.46	770.20	1,007.05
销售均价（全口径）	8,660	10,055	10,117
销售金额（权益口径）	380.82	554.69	693.57
结算金额	157.42	291.42	369.73

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。2019 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，同比下降 9.50 个百分点至 46.14%，沪苏及皖苏北区域销售金额占比同比增长 9.11 个百分点至 27.48%，同期浙江区域销售金额占比同比下降 3.54 个百分点至 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%。

表 4：2019 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
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

浙江区域	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
	金华	15.86	26.56
	宁波	21.10	24.92
川渝区域	舟山	11.11	15.93
	台州	7.01	10.87
	重庆	36.04	38.45
	成都	27.28	20.40
西南区域	眉山	4.02	3.61
	乐山	3.84	2.76
	贵阳	15.91	17.66
辽宁区域	遵义	21.71	12.89
	昆明	10.25	11.94
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支撑，2019 年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%，公司新获取项目速度加快，新增土地储备金额同比增长 32.01%，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²，新增项目于三四线城市的占比小幅下降 6.54 个百分点至 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响。

² 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南

昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

表 5：2017~2019 年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
新增项目数量	81	71	73
新增计容建筑面积(全口径)	1,459.47	1,363.43	1,253.19
新增计容建筑面积(权益)	1,005.07	920.73	809.45
新增拿地金额(全口径)	464.02	488.59	648.85
新增拿地金额(权益)	316.72	316.26	397.50
新增土储平均楼面地价(全口径)	3,179.37	3,583.54	5,177.57
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 59 个城市的土地储备总建筑面积³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活力的二线城市的土地储备，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 6：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
	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

粤桂区域	常德	20.20	0.56
	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
沪苏区域	柳州	6.99	0.19
	镇江	78.21	2.16
	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
珠三角区域	泰州	3.49	0.10
	佛山（除高明区）	278.76	7.71
	惠州	35.38	0.98
	广州	32.94	0.91
	东莞	15.47	0.43
华北区域	中山	12.15	0.34
	邯郸	226.87	6.27
	邢台	76.97	2.13
	天津	43.29	1.20
	开封	11.06	0.31
	郑州	11.00	0.30
川渝区域	石家庄	0.17	0.00
	重庆	179.13	4.95
	成都	48.07	1.33
	乐山	26.86	0.74
西南区域	眉山	14.06	0.39
	贵阳	117.14	3.24
	遵义	107.93	2.98
	大理	28.36	0.78
皖苏北区域	昆明	10.14	0.28
	徐州	212.42	5.87
	阜阳	23.73	0.66
	合肥	25.55	0.71

³ 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。

赣闽区域	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
辽宁区域	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

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，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。

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，跟踪期内，营业毛利率小幅下降，但仍维持在较高水平，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

公司收入在房地产板块收入的带动下同比增长 27.93%，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，公司毛利率水平同比下降 2.51 个百分点至 33.29%，但仍维持在较高水平。截至 2019 年末，公司预收款项为 983.33 亿元，同比增长 47.74%，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 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
房地产销售	31.46	35.57	33.47
其他	15.66	27.33	15.95
合计	31.15	35.80	33.29

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分别同比增长 24.99% 和 60.85%，整体期间费用同比上升 40.23%，三费控制能力有待提升。在营业收入规模扩大的带动下，2019 年公司经营性业务利润同比增长 13.08%。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，2019 年同比大幅增长 395.45%。资产减值损失同比增长 145.49%，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。公司利润总额同比增长 6.82%，净利润及 EBITDA 规模同比增长 17.00% 和 6.90%，但由于净资产规模增加，公司净资产收益率同比下降 3.14 个百分点，整体盈利能力指标表现尚可。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，净负债率控制在合理水平

资产构成方面，公司资产同比增长 40.96%，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，货币资金余额同比增长 8.60%，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，公司存货规模同比增长 33.45%。公司合作开

发项目规模有所扩大，其他应收款同比大幅增长 84.21%，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%。公司其他流动资产同比增长 37.92%，主要包括待转税项 188.22 亿元、理财产品 9.66 亿元。2019 年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 508.20%。

公司负债总额同比增长 43.44%，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，公司预收款项同比增长 47.74%。随着合作项目的增多，公司其他应付款余额同比增长 60.85%，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，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，公司债务同比增长 20.02%，短期债务规模 2019 年同比下降 29.72%，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，其未分配利润同比增长 58.99%；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，少数股东权益亦大幅提升 66.69%。资本公积方面，公司资本公积规模同比小幅下降 1.64%。

财务杠杆方面，2019 年末公司净负债率水平同比小幅增长 2.46 个百分点，财务杠杆处于较合理水平。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	1,143.46	1,875.63	2,643.80
货币资金	178.72	239.47	260.07
其他应收款	163.33	214.18	394.37
存货	675.90	1,203.99	1,606.69
其他流动资产	83.24	144.41	199.18
长期股权投资	8.33	16.75	101.90
总负债	993.77	1,578.96	2,264.82
其他应付款	118.82	231.29	372.03

预收款项	432.84	665.58	983.33
短期债务	98.37	198.32	139.38
长期债务	245.60	274.41	427.98
总债务	343.98	472.73	567.35
所有者权益	149.69	296.67	378.97
未分配利润	30.94	51.13	81.29
少数股东权益	19.16	78.22	130.38
资本公积	75.16	133.32	131.13
资产负债率（%）	86.91	84.18	85.67
净负债率（%）	110.40	78.63	81.08

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，受公司存货增长较快影响，其周转效率有所下滑，同时后续开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 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	97.56	97.57	94.25
存货/流动资产	60.59	65.79	64.48
货币资产/流动资产	16.02	13.09	10.44
其他应收款/流动资产	14.64	11.70	15.83
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	91.25	90.58	90.75
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11：近年来公司周转率相关指标

币种	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

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

跟踪期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 56.78%，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 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-18.28	-117.57	30.14
销售商品、提供劳务收到的现金	353.85	485.14	760.59
货币资金/短期债务	1.82	1.21	1.87
总债务	343.98	472.73	567.35
短期债务/总债务	28.60	41.95	24.57

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
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.97	0.97	0.75

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 2019 年末公司共获得银行授信额度 1,303 亿元，其中未使用额度为 832 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 2019 年末，公司及其子公司对外担保余额合计约为 71.11 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 18.76%。此外，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 12 月 31 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。

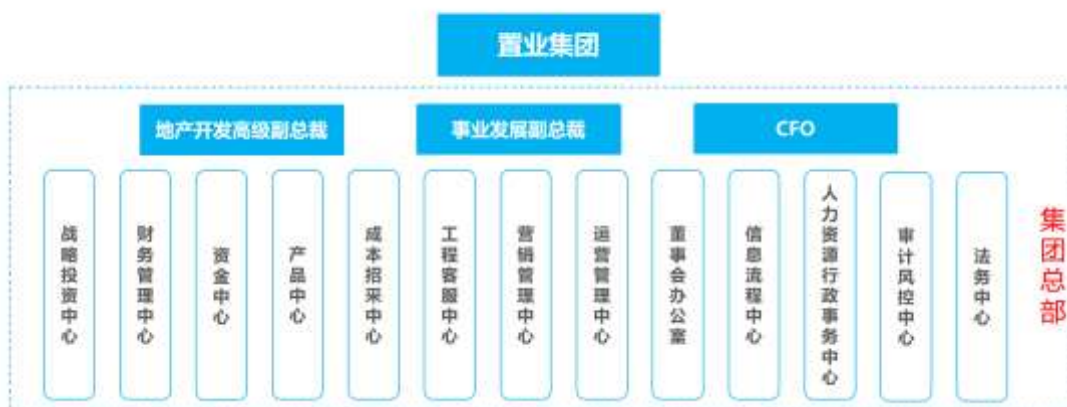
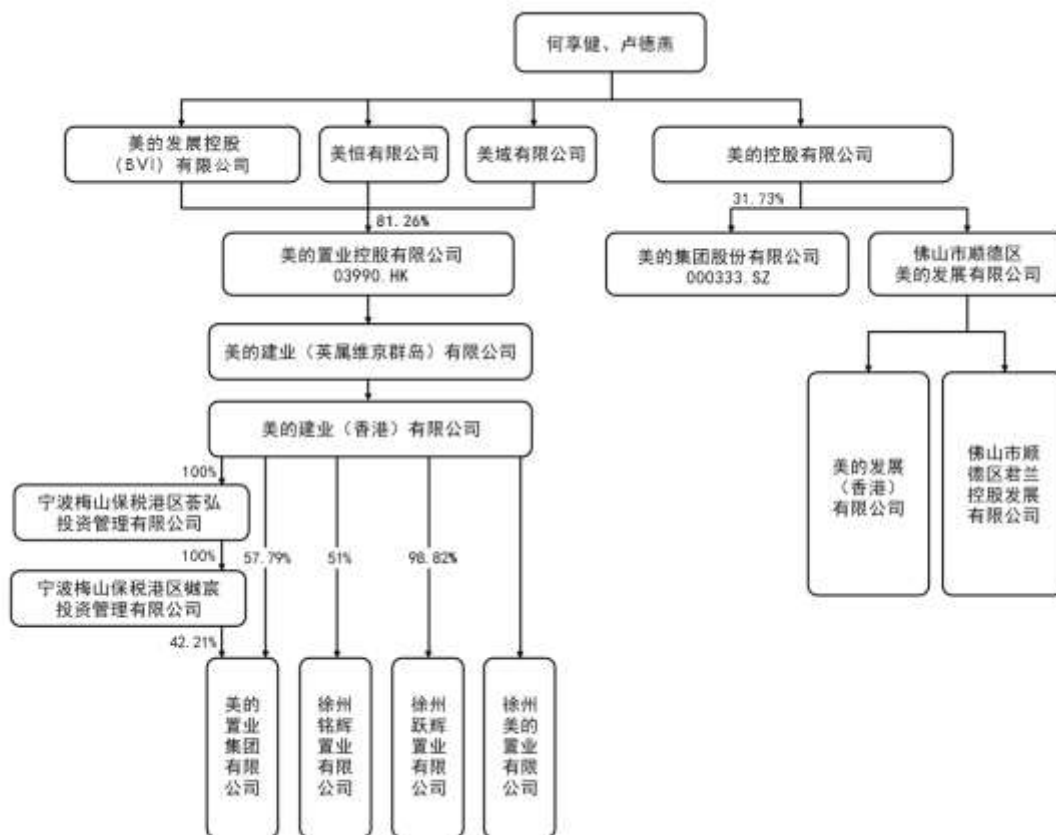
资金支持方面，美的控股及其子公司主要通过增资、借贷、担保等方式对其提供资金支持；2016年公司发行35亿元的公司债券，美的控股以其持有的美的集团人民币普通股股票为其提供股票质押担保。2017年9月及2018年12月，公司实际控制人通过樾宸投资以货币资金的方式向公司先后增资84.00亿元和68.00亿元，公司自有资本实力进一步增强。此外，2018年10月，公司母公司美的置业控股在香港联交所上市，为美的控股旗下的房地产业务提升了市场知名度并进一步拓宽了公司在资本市场的融资渠道。

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，中诚信国际维持美的置业集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20美置01”、“20美置02”的信用等级为**AAA**。

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 2019 年末）



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
货币资金	1,787,213.72	2,394,688.42	2,600,661.22
其他应收款	1,633,320.24	2,141,774.07	3,945,314.62
存货净额	6,759,016.02	12,039,861.70	16,066,923.64
长期投资	83,390.74	167,567.31	1,019,010.17
固定资产	32,853.24	68,728.61	74,171.17
在建工程	7,806.66	6,482.36	2,669.84
无形资产	19,413.20	20,128.32	26,562.49
投资性房地产	53,474.99	51,122.91	141,309.70
总资产	11,434,627.38	18,756,294.17	26,437,950.67
预收款项	4,328,415.93	6,655,820.59	9,833,291.35
其他应付款	1,188,202.73	2,312,934.95	3,720,287.22
短期债务	983,704.22	1,983,152.15	1,393,772.33
长期债务	2,456,048.63	2,744,147.11	4,279,770.22
总债务	3,439,752.85	4,727,299.27	5,673,542.55
净债务	1,652,539.13	2,332,610.84	3,072,881.33
总负债	9,937,703.66	15,789,598.48	22,648,216.15
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
营业总收入	1,637,754.33	3,007,194.69	3,847,193.94
经营性业务利润	229,711.00	476,052.55	538,299.22
投资收益	21,884.78	8,054.25	39,905.09
净利润	192,033.65	308,616.63	361,086.71
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
经营活动产生现金净流量	-182,790.95	-1,175,749.27	301,400.97
投资活动产生现金净流量	-316,056.13	-72,509.54	-1,481,907.61
筹资活动产生现金净流量	1,790,551.75	1,570,901.89	1,662,437.77
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	31.15	35.80	33.29
期间费用率（%）	9.96	10.96	12.02
EBITDA 利润率（%）	16.50	14.80	12.36
净利润率（%）	11.73	10.26	9.39
总资产收益率（%）	17.80	13.83	10.69
存货周转率(X)	0.22	0.21	0.18
资产负债率（%）	86.91	84.18	85.67
总资本化比率（%）	69.68	61.44	59.95
净负债率（%）	110.40	78.63	81.08
短期债务/总债务（%）	28.60	41.95	24.57
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.05	-0.25	0.05
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.19	-0.59	0.22
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
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

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
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	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
盈利能力	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
	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
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	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
偿债能力	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
	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。