

强烈推荐（首次）

千亿队列秀新貌，投融资产销齐开花

美的置业 03990.HK

目标股价：29.40 港元
当前股价：18.92 港元

基础数据

| | |
|-------------------|-----------|
| 流通市值 (百万港元) | 23,282.33 |
| 发行股份 (百万股) | 1,230.57 |
| 每股净资产 (港元) | 16.16 |
| 近 3 月平均日交易量(百万港元) | 50.44 |
| 主要股东持股比例 (%) | |
| 卢德燕 | 81.26 |
| 何享健 | 81.26 |

股价表现 (%)

| | 1M | 3M | 12M |
|---------------|----------|-------|-------|
| 相对表现 | -0.91 | -0.49 | 11.92 |
| 绝对表现 | -2.27 | -1.22 | 4.04 |
| 近 12 月最高价(港元) | 20-01-07 | 25.30 | |
| 近 12 月最低价(港元) | 20-03-19 | 15.90 | |

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

分析师 董浩

执业证号：BOI846

852-25105555

hao.dong@cricsec.com

联系人 陈雨桦

852-25105555

chenyuhua@cric.com

投资要点

- **迈入千亿队列，踏浪而奔、寻机而动。**公司 2010 年开启全国化，先后落子西南、长中游、长三角，深耕城市市占率居前。在国内对地产行业叠加多重调控背景下，先以高负债、继以高合作力度驱动自身发展，当下低融资成本、完善的产业链与优质的产品线成为后续持续发展的基础。
- **把控投销节奏，企稳增长、提前布局。**2020H1 销售额达 482 亿，同比 2.1%；销售均价亦保持上升。区域上，长三角销售金额占比在 2018、2019、2020H1 分别为 32%、36%、47%，二线与强二线占比大于 70%，土储结构与销售大体相近。2019H1 起调整区域布局，更多外拓长三角新城、下沉县级市；2020H1 总体补货力度降低明显。以往，公司在新进城市拿地具备较高溢价率，且项目权益要求高；2020 年以来，更注重利润率，通过多元激励机制着力提升员工积极性。
- **融资优势沉淀：渠道多开、成本稳定。**总体加权融资成本于 2020H1 下降 35BP 至 5.52%；持续调整负债的期限结构，一年以内债务控制在 20% 左右，形成负债端的良性循环。境内发债主体近期连获两大评级机构的 AAA 评级，债项期限多为 2+2、3+2，票息稳定在 4.5% 以下。融资创新上，2018 年至 2020 年 3 次 ABS 融资，2019H1 起 2 笔境外银团贷。
- **制造基因驱动：智慧社区落地、上游效率赋能。**首个自研智慧家居控制系统-智慧家居 3.0、首个 AI 社区-云朵智慧社区落地，营销、工地领域均有数字化助理；IPO 募资起实效，3.4 亿入装配式建筑领域，并在整装家居（卫浴）领域发力研发。
- **穿越周期新要点：产品条线完整、稳定长期利润率。**产品线应智慧社区需求升级，商旅长租齐发力，产品独具科技感。尽管归母净利增速下行、毛利回落，但利润率仍处于对比公司领先地位，数字化或助力控费提效。ROE 居于行业前列，2018 年起分红，以 2020 年 17.6% 的归母权益增长率、20% 的 ROE（摊薄）、30% 的派息率计算，持有可获得 8% 的股利、8.9% 的股息率。
- **风险提示：**行业销售下滑超预期，政策调控力度不及预期。

核心数据

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 17716.9 | 30119.8 | 41138.6 | 54755.4 | 70289.9 |
| 增长率(%) | 47.7% | 70.0% | 36.6% | 33.1% | 28.4% |
| 净利润(百万元) | 1912.4 | 3210.0 | 4305.2 | 5244.1 | 5998.7 |
| 增长率(%) | 89.8% | 67.8% | 34.1% | 21.8% | 14.4% |
| 每股收益 (EPS) | 2.54 | 3.08 | 3.61 | 4.29 | 4.93 |
| 市盈率 (P/E) | 6.6 | 5.4 | 4.6 | 3.9 | 3.4 |
| 市净率 (P/B) | 1.4 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 17,716.9 | 30,119.8 | 41,138.6 | 54,755.4 | 70,289.9 |
| 营业成本 | 12,819.9 | 20,265.9 | 28,131.1 | 38,871.2 | 51,733.3 |
| 毛利 | 4897.1 | 9853.9 | 13007.5 | 15884.2 | 18556.5 |
| 销售费用 | 807.9 | 1533.9 | 2540.7 | 2889.0 | 3655.1 |
| 管理费用 | 805.4 | 2285.2 | 3695.2 | 4106.7 | 4947.2 |
| 财务费用 | 262.5 | 0.0 | 0.0 | 270.5 | 115.7 |
| 其他费用/(-收入) | -586.8 | -622.4 | -1609.1 | -1695.6 | -2126.1 |
| 营业利润 | 3608.1 | 6657.2 | 8380.7 | 10313.7 | 11964.6 |
| 所得税费用 | 1714.6 | 3370.3 | 4054.1 | 5037.2 | 5896.2 |
| 净利润 | 1893.6 | 3286.9 | 4326.6 | 5276.5 | 6068.4 |
| 少数股东损益 | -18.9 | 76.9 | 21.4 | 32.3 | 69.7 |
| 归属于母公司净利润 | 1912.4 | 3210.0 | 4305.2 | 5244.1 | 5998.7 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 盈利能力 | | | | | |
| ROE | 15.6% | 13.9% | 13.9% | 15.2% | 15.4% |
| 毛利率 | 27.6% | 32.7% | 31.6% | 29.0% | 26.4% |
| 营业利润率 | 20.4% | 22.1% | 20.4% | 18.8% | 17.0% |
| 销售净利率 | 10.7% | 10.9% | 10.5% | 9.6% | 8.6% |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 47.7% | 70.0% | 36.6% | 33.1% | 28.4% |
| 营业利润增长率 | 109.2% | 84.5% | 25.9% | 23.1% | 16.0% |
| 净利润增长率 | 90.6% | 73.6% | 31.6% | 22.0% | 15.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 89.2% | 86.7% | 87.5% | 87.5% | 90.7% |
| 流动比 | 150.5% | 139.9% | 134.4% | 143.1% | 146.2% |
| 速动比 | 63.0% | 49.1% | 46.0% | 45.1% | 44.9% |
| 每股指标与估值 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 每股指标 | | | | | |
| EPS | 2.54 | 3.08 | 3.61 | 4.29 | 4.93 |
| BVPS | 12.2 | 22.5 | 27.9 | 28.1 | 32.0 |
| 估值 | | | | | |
| P/E | 6.6 | 5.4 | 4.6 | 3.9 | 3.4 |
| P/B | | | | | |
| P/S | | | | | |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 现金及现金等价物 | 19917.4 | 15439.2 | 19097.3 | 24639.9 | 31630.4 |
| 应收账款及其他应收款项 | 19245.8 | 29304.7 | 48450.2 | 43467.8 | 77915.4 |
| 存货 | 61896.0 | 108306.3 | 151514.0 | 173343.1 | 274870.7 |
| 其他流动资产 | 4818.6 | 9458.0 | 9194.0 | 9494.0 | 9794.0 |
| 流动资产合计 | 106397.1 | 166830.6 | 230310.0 | 253115.4 | 396487.1 |
| 固定资产及在建工程 | 3936.6 | 6522.5 | 3869.6 | 4160.0 | 4197.1 |
| 长期股权投资 | 709.8 | 690.7 | 1763.7 | 2963.7 | 4463.7 |
| 无形资产、商誉 | 16.0 | 35.1 | 676.4 | 1473.8 | 2468.1 |
| 其他非流动资产 | 567.3 | 918.6 | 2333.4 | 3533.4 | 4733.4 |
| 非流动资产合计 | 6581.8 | 10488.6 | 19403.8 | 24371.6 | 29173.0 |
| 资产总计 | 112978.9 | 177319.1 | 249713.8 | 277487.0 | 425660.1 |
| 短期借款 | 9070.6 | 16601.2 | 9136.2 | 27404.3 | 48939.4 |
| 应付账款及其他应付款项 | 8085.9 | 15793.8 | 32477.8 | 19091.1 | 53696.5 |
| 合同负债 | 36362.7 | 55929.4 | 84891.7 | 83937.6 | 111312.1 |
| 其他流动负债 | 13770.0 | 23991.6 | 34999.5 | 36999.5 | 38999.5 |
| 流动负债合计 | 70685.6 | 119265.7 | 171311.9 | 176868.9 | 271123.2 |
| 长期借款 | 3795.4 | 14422.9 | 21489.9 | 50893.7 | 90887.5 |
| 长期应付账款及其他应付款项 | 10079.2 | 6499.5 | 13003.5 | 12910.6 | 21578.3 |
| 其他长期负债 | 582.6 | 1733.5 | 1687.9 | 2187.9 | 2687.9 |
| 非流动负债合计 | 30128.5 | 34468.9 | 47263.6 | 65992.2 | 115153.7 |
| 负债合计 | 100814.1 | 153734.7 | 218575.6 | 242861.1 | 386276.9 |
| 股本 | 837.3 | 1005.4 | 1041.3 | 1041.3 | 1041.3 |
| 储备 | 9346.3 | 15151.5 | 18608.3 | 22063.6 | 26751.2 |
| 少数股东权益 | 1981.1 | 7427.6 | 11488.7 | 11521.0 | 11590.7 |
| 负债和股东权益总计 | 112978.9 | 177319.1 | 249713.8 | 277487.0 | 425660.1 |
| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 1912.4 | 3210.0 | 4305.2 | 5244.1 | 5998.7 |
| 折旧摊销 | 51.3 | 67.8 | 208.2 | 285.3 | 301.7 |
| 营运资本变动 | -7422.7 | -17925.6 | -591.2 | -31130.6 | -55608.5 |
| 利息净支出 | 186.7 | -183.1 | -206.0 | 60.3 | -183.4 |
| 其他 | -2084.9 | -1784.1 | -3120.5 | -1485.5 | -1827.0 |
| 经营活动现金流 | -7357.2 | -16615.0 | 595.6 | -27026.3 | -51318.6 |
| 资本支出 | 83.3 | 221.8 | 290.5 | 1373.1 | 1333.1 |
| 其他 | -4904.6 | 3677.1 | 3256.6 | 676.4 | 2536.7 |
| 投资活动现金流 | 713.0 | -1272.9 | -11809.9 | -3012.7 | 1203.6 |
| 债务融资 | 14213.5 | 11121.4 | 9672.4 | 47671.8 | 61529.1 |
| 权益融资 | 0.0 | 0.0 | -603.1 | -1788.9 | -1311.0 |
| 其它 | 9336.8 | 2085.1 | 5773.5 | -10287.8 | -3185.7 |
| 筹资活动现金流 | | | | | |
| 汇率变动 | | | | | |
| 现金净增加额 | | | | | |

内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、迈入千亿队列：踏浪而奔、寻机而动..... | 6 |
| 1.1 卅余年全国化布局之路：深耕与拓展平衡，TOD、地标均涉猎..... | 6 |
| 1.2 把握融资律动，奠定可持续性 | 7 |
| 二、投销节奏把控：企稳增长、提前布局..... | 10 |
| 2.1 长三角成销售中军，整体补货力度降低、去化储备丰厚 | 10 |
| 2.2 往昔高开高举扩版图，当前沉淀自身稳布局..... | 12 |
| 三、融资优势沉淀：渠道多开、成本稳定..... | 14 |
| 3.1 负债端良性循环、期限票息齐优化..... | 14 |
| 3.2 融资创新：购房尾款 ABS 及境外银团贷..... | 16 |
| 四、制造基因驱动：智慧社区落地、上游效率赋能..... | 17 |
| 4.1 构建智慧家居与社区，2020 年成功落地 | 17 |
| 4.2 推进装配式建筑应用，搭建家居、建筑研发体系 | 19 |
| 五、穿越周期新要点：产品条线完整、稳定长期利润率..... | 20 |
| 5.1 三类四系住宅线，商旅长租齐发力 | 20 |
| 5.2 毛利回落至历史平均区间，费用控制更为关键 | 21 |
| 5.3 ROE 居行业前列，当前股息率优厚 | 22 |
| 六、估值 | 24 |
| 七、投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级 | 25 |
| 八、风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：五十强房企三类指标及触及红线情况 | 5 |
| 图 2：千亿销售浪潮下，美的置业于 2019 年跨过门槛 | 7 |
| 图 3：2015-2018，国内销售、融资、购地增速依次见顶..... | 7 |
| 图 4：2018-2019 年，销售回款及上游占款更为重要 | 7 |
| 图 5：资产负债率保持下行 | 8 |
| 图 6：净负债率 5 年来显著下降 | 8 |
| 图 7：5 年间，公司少数股东权益占比提升 | 9 |
| 图 8：融资渠道，新开辟各类融资渠道 | 9 |
| 图 9：2020H1 销售金额同比 2.1% | 10 |
| 图 10：销售均价保持上升趋势 | 10 |
| 图 11：长三角销售金额占比提升至 46.5% | 10 |
| 图 12：二线与强二线构成销售的中坚力量 | 10 |
| 图 13：长三角与华北拿地占比呈上升趋势 | 11 |
| 图 14：二线拿地占比迅速上升 | 11 |
| 图 15：浙江区域项目 | 11 |
| 图 16：沪苏区域项目 | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 17: 近期公司补货力度降低 | 12 |
| 图 18: 2019 新进城市权益土储及总权益比例 | 13 |
| 图 19: 2019H1 深耕城市拿地高比例并表 | 13 |
| 图 20: 2020H1 融资成本下降 35BP 至 5.52% | 14 |
| 图 21: 一年内债务在 20%左右 | 14 |
| 图 22: 美的置业及对比公司扣除合约负债的资产负债率比较 | 14 |
| 图 23: 美的智慧家居系统设计 | 18 |
| 图 24: AI 社区首个落地美的领贤公馆 | 18 |
| 图 25: 智慧社区概念 | 18 |
| 图 26: 智慧工地五大功能 | 18 |
| 图 27: 茂名美的置业广场以海为元素 | 20 |
| 图 28: 徐州美的·天誉以光影为元素 | 20 |
| 图 29: 归母净利同比增速持续下行 | 21 |
| 图 30: 毛利下滑, 净利维持 | 21 |
| 图 31: 美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的毛利率 (%) | 21 |
| 图 32: 美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的两费率 (%) | 22 |
| 图 33: 申万二级行业、房地产开发的 ROE (TTM) 高位回落 | 22 |
| 图 34: 美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的 ROE (%) | 22 |
| 图 35: 美的置业 2020 年 9 月 7 日 PE-Band | 24 |
| 表 1: 美的置业发展轨迹 | 6 |
| 表 2: 美的置业首进城市项目示例 | 6 |
| 表 3: 2015-2020H1, 各项监管文件 | 8 |
| 表 4: 美的部分拿地项目表 | 12 |
| 表 5: 2020 年徐州市场部分企业拿地简况 | 13 |
| 表 6: 美的置业于交易所市场的债券发行 (以发行日期倒序) | 15 |
| 表 7: 美的集团于银行间市场的债券发行 (以发行日期倒序) | 15 |
| 表 8: 3 次购房尾款证券化 | 16 |
| 表 9: 公司 IPO 资金运用 | 17 |
| 表 10: 2018 年各国智慧家居营收预测 | 17 |
| 表 11: 美的置业 5M 智慧社区设计方案 | 17 |
| 表 12: 5 大装配式建筑基地 | 19 |
| 表 13: 美的三类五条住宅产品线 | 20 |
| 表 14: 行业龙头企业 PE、PB 估值情况 | 24 |
| 表 15: RNAV 测算结果 | 25 |

图 1：五十强房企三类指标及触及红线情况

| 五十强房企三类指标及触及红线情况 | | | | | |
|------------------|--------|-------------|--------|-------|--------|
| 销售排名 | 企业简称 | 剔除预收账款资产负债率 | 净负债率 | 现金短债比 | 触及红线个数 |
| 4 | 保利地产 | 67.42 | 57.11 | 2.10 | 0 |
| 6 | 中国海外发展 | 53.80 | 30.51 | 4.11 | 0 |
| 8 | 龙湖集团 | 66.00 | 51.13 | 4.36 | 0 |
| 9 | 华润置地 | 69.36 | 32.50 | 3.65 | 0 |
| 10 | 招商蛇口 | 56.27 | 29.78 | 1.37 | 0 |
| 13 | 金地集团 | 67.16 | 57.78 | 1.25 | 0 |
| 26 | 滨江集团 | 69.73 | 78.17 | 1.50 | 0 |
| 35 | 远洋集团 | 69.90 | 80.55 | 3.34 | 0 |
| 41 | 建发国际集团 | 69.20 | 61.80 | 1.19 | 0 |
| 55 | 路劲 | 65.20 | 68.85 | 1.74 | 0 |
| 1 | 碧桂园 | 82.65 | 55.30 | 2.14 | 1 |
| 3 | 万科A | 76.51 | 36.70 | 1.73 | 1 |
| 11 | 世茂集团 | 70.60 | 63.58 | 1.42 | 1 |
| 12 | 中国金茂 | 67.00 | 74.40 | 0.90 | 1 |
| 14 | 新城控股 | 76.53 | 14.21 | 2.62 | 1 |
| 18 | 旭辉控股集团 | 75.00 | 69.10 | 2.70 | 1 |
| 19 | 中梁控股 | 80.80 | 65.60 | 1.20 | 1 |
| 20 | 绿城中国 | 73.50 | 63.20 | 1.50 | 1 |
| 21 | 正荣地产 | 76.20 | 75.20 | 1.95 | 1 |
| 22 | 融信中国 | 73.20 | 69.90 | 1.83 | 1 |
| 23 | 龙光集团 | 76.10 | 41.73 | 3.20 | 1 |
| 24 | 雅居乐集团 | 76.09 | 96.61 | 1.00 | 1 |
| 28 | 中国奥园 | 81.80 | 75.00 | 1.60 | 1 |
| 29 | 美的置业 | 81.10 | 89.00 | 2.85 | 1 |
| 33 | 新力控股集团 | 76.00 | 67.00 | 1.03 | 1 |
| 34 | 禹洲集团 | 79.20 | 94.73 | 2.30 | 1 |
| 37 | 中骏集团控股 | 73.50 | 75.70 | 2.16 | 1 |
| 38 | 蓝光发展 | 70.75 | 83.10 | 1.26 | 1 |
| 42 | 越秀地产 | 71.40 | 85.01 | 3.38 | 1 |
| 44 | 合景泰富集团 | 79.50 | 89.43 | 2.17 | 1 |
| 45 | 时代中国控股 | 74.40 | 76.70 | 1.39 | 1 |
| 46 | 弘阳地产 | 71.50 | 70.40 | 1.40 | 1 |
| 47 | 宝龙地产 | 72.17 | 89.85 | 1.32 | 1 |
| 49 | 大悦城 | 70.79 | 98.98 | 1.64 | 1 |
| 51 | 中国铁建 | 73.06 | 21.00 | 2.03 | 1 |
| 53 | 建业地产 | 86.10 | 73.85 | 1.74 | 1 |
| 57 | 德信中国 | 73.00 | 68.76 | 1.38 | 1 |
| 15 | 阳光城 | 77.62 | 138.20 | 1.32 | 2 |
| 16 | 金科股份 | 74.80 | 122.34 | 1.10 | 2 |
| 17 | 中南建设 | 83.96 | 168.40 | 1.05 | 2 |
| 27 | 佳兆业集团 | 75.90 | 162.23 | 1.20 | 2 |
| 31 | 荣盛发展 | 73.02 | 79.70 | 0.87 | 2 |
| 36 | 首开股份 | 75.35 | 170.44 | 1.00 | 2 |
| 50 | 首创置业 | 74.64 | 159.28 | 1.10 | 2 |
| 2 | 中国恒大 | 82.70 | 159.30 | 0.40 | 3 |
| 5 | 融创中国 | 84.10 | 172.90 | 0.57 | 3 |
| 7 | 绿地控股 | 82.81 | 156.70 | 0.76 | 3 |
| 25 | 富力地产 | 79.46 | 218.34 | 0.59 | 3 |
| 32 | 华发股份 | 75.34 | 161.14 | 0.71 | 3 |
| 40 | 华夏幸福 | 77.84 | 185.25 | 0.71 | 3 |

数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

注: 销售排行参考 2020 年克而瑞 8 月全口径销售金额排行榜, 其他数据以 2019 年报为基础; 剔除预收账款资产负债率及净负债为 wind 统一指标; 现金短债比为 “货币资金” /短期借款+1 年到期非流动负债+应付短期债券)”。

一、迈入千亿队列：踏浪而奔、寻机而动

1.1 十余年全国化布局之路：深耕与拓展平衡，TOD、地标均涉猎

民营控股的美的置业，在公司成立的第 24 年、布局全国化的第 9 年，取得了总销售规模千亿的成绩，并在此基础上，于 2020 年推广它独具制造业基因的智能化社区，扩大其在长三角的深耕范围、拥趸其在大湾区的历史积累。

2008 年前的股权整合为公司迅速扩表提供了治理基础。公司于 2018 年 11 月登陆港交所，上市时引入雅戈尔作为基石投资者，2019 年 12 月配售 4000 万股、每股单价 19.1 HKD；当前，公司实控人为卢德燕，系美的集团实控人何享健之儿媳。

自 2010 年公司开启全国化布局以来，先后落子西南、长江中游、长三角（徐州、宁波、苏南、浙中依次），保证深耕城市市占率居前、重点城市群辐射力加强。

表 1：美的置业发展轨迹

| 时间 | 发展轨迹 |
|------|-------------------------------------|
| 1995 | 顺德威灵房产有限公司成立，顺德美的房产公司持有 34.5% 股权 |
| 2000 | 顺德市盈第五页经营管理公司成立 |
| 2001 | 顺德市房产公司转让股权于威灵（香港）（31.5%）及广州德威（3%） |
| 2004 | 整合集团股权 |
| 2008 | 顺德市美的控股以对价 2.4 亿人民币向美的置业转让物业 80% 股权 |
| 2010 | 布局贵州贵阳（西南公司）、湖南株洲（长沙公司）、江苏徐州 |
| 2011 | 布局河北邯郸（石家庄公司）、浙江（宁波公司） |
| 2013 | 销售金额破 100 亿人民币，布局辽宁沈阳、江苏镇江 |
| 2015 | 于广东佛山开发首个文旅项目；物业改由美的置业全资持有 |
| 2016 | 于广东佛山开发首个智慧健康社区项目 |
| 2017 | 销售金额破 500 亿人民币，布局江西南昌、河北石家庄、江苏常州 |
| 2018 | 首进苏州（沪苏公司） |
| 2019 | 首进上海、杭州、南通、台州、武汉、天津、东莞、惠州 |
| 2020 | 首进绍兴、温州 |

数据来源：公司招股书，公司公告，网络资料，克而瑞证券研究院

公司过往新进项目多由郊区/新区大盘起家，依托板块深耕，引入多产品线，进而扩大在同城的布局数量。当前，公司于邯郸销售排名为第一、徐州土储储备量达第二、佛山销售排名在前五；公司于发源地佛山参与建设地标项目，以顺德未来城为例，项目为佛山首批 TOD 项目，公司与碧桂园合作开发 101 亩大盘，地标高度 200m。

表 2：美的置业首进城市项目示例

| 获地时间 | 项目 | 规划要素 |
|------|--------------------|------------|
| 2010 | 美的贵州金阳新区（观山湖区）林城时代 | 轻轨、会展中心 |
| 2010 | 徐州高铁新城 | 高铁 |
| 2010 | 株洲栗雨湖美的城 | 综合体；新区 CBD |
| 2011 | 宁波北仑梅山港美的蝴蝶海 | 度假区 |
| 2017 | 常州武进区花园街国宾府 | 地铁、万达 |
| 2019 | 武汉美的君兰半岛 | 地铁、学校 |

数据来源：公开资料 克而瑞证券研究院

放眼整个地产行业，自 2015 年棚改货币化爆发、境内外直融通道放松，经 2016 年对房地产产能过剩的分类监管、各地严控住户贷款风险，到 2017 年-2018 年的银行影子银行业务管制，至 2019 年的境外融资与银行贷款通道收紧，10 余家房企借势加大业内合作，走入各城市群、进驻新兴二三线城市，亦因此冲破千亿大关，为后续发展做好项目、融资等方面的储备。美的置业原定于 2020 年冲刺千亿，亦于 2018 年业绩会上提出于 2019 年提前完成千亿目标。

图 2：千亿销售浪潮下，美的置业于 2019 年跨过门槛

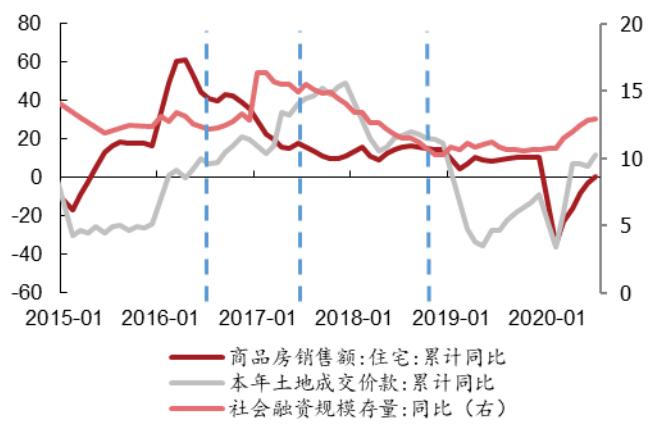
| 企业简称 | 代码 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 | 目标完成率 |
|------|-----------|------|------|------|------|------|--------|-------|
| 龙湖集团 | 0960.HK | 545 | 881 | 1561 | 2006 | 2425 | 1111 | 42.7% |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 576 | 739 | 1128 | 1706 | 2205 | 1107 | 44.3% |
| 中南建设 | 000961.SZ | 229 | 373 | 963 | 1466 | 1961 | 814 | 36.1% |
| 金科股份 | 000656.SZ | 238 | 341 | 658 | 1188 | 1860 | 868 | 39.5% |
| 阳光城 | 000671.SZ | 300 | 487 | 915 | 1629 | 2110 | 900 | 40.9% |
| 融信中国 | 3301.HK | 119 | 246 | 502 | 1219 | 1413 | 604 | 39.2% |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 309 | 512 | 679 | 1016 | 1154 | 482 | 39.9% |
| 美的置业 | 3990.HK | 111 | 206 | 507 | 790 | 1012 | 482 | 40.2% |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 184 | 301 | 582 | 855 | 1015 | 381 | 34.3% |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

1.2 把握融资律动，奠定可持续性

过往 5 年，市场总体的销售、融资与购地的金额增速依次放缓，与之对应的，销售带来的上游占款增速最先于 2016 年初见顶，股权/债权融资与贷款增速依次于 2017 年初、年中达到峰值，至 2018、2019 年两年间，贷款与债券融资总量回落后企稳，销售回款及产业链占款对房企的资金支持显得更为重要。

图 3：2015-2018，国内销售、融资、购地增速依次见顶



数据来源：国家统计局，克而瑞证券研究院

图 4：2018-2019 年，销售回款及上游占款更为重要



数据来源：国家统计局，克而瑞证券研究院

在此期间，政府除对房企融资、居民信贷、其他贷款违规流入房市等多方面进行管控外，亦出台多项监管文件清理地方政府隐性债务，对房企投融资时点把控及铺开产品线、增强产品力的考验力度提升。

表 3: 2015-2020H1, 各项监管文件

| 时间 | 出台机构 | 文件编号 | 相关文件名 | 规范领域 |
|------------|-----------|--------------------|-----------------------------|--|
| 2015/1/15 | 证监会 | 中国证监会令第 113 号 | 公司债券发行与交易管理办法 | 扩大发行主体范围；明确债券发行的种类；增加债券交易场所，简化发行审核流程 |
| 2015/9/14 | 发改委 | 发改外资[2015]2044 号 | 关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知 | 取消境内企业发行海外债的额度审批，实行备案登记制管理，放松了境外债发行 |
| 2016/10/28 | 交易所 | 深证函[2016]713 号 | 关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函 | 实行“基础范围+综合评价指标”的分类监管标准，全面收紧了房企公司债发行 |
| 2016/11/3 | 财政部 | 财预(2016) 152 号 | 关于印发《地方政府性债务风险分类处置指南》的通知 | 对地方政府债券、非政府债券形式的存量政府债务分类处置 |
| 2017/2/14 | 基金业协会 | - | 证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号 | 对房价上涨过快的 16 个热点城市投资于普通住宅地产项目的私募资管计划停止备案 |
| 2017/4/7 | 银监会 | 银监发(2017) 4 号 | 关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见 | 围绕“三去一降一补”，因地制宜施策，严禁资金违规流入房地产市场，严厉打击“首付贷”等行为 |
| 2017/6/1 | 财政部、国土资源部 | 财预(2017) 62 号 | 地方政府土地储备专项债券管理办法（试行） | 土地储备专项债券资金纳入政府性基金预算管理；土地储备专项债券额度设定限额 |
| 2019/7/12 | 发改委 | 发改办外资(2019) 778 号 | 对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知 | 房企发行外债只能置换未来一年内到期的中长期境外债务 |
| 2019/8/13 | 银保监会 | 银保监办便函[2019]1157 号 | 关于开展 2019 年银行机构房地产业务专项检查的通知 | 开发贷、土储贷集中度管理、资本金来源真实性审查、企业资质审查等；个人住房贷款中的首付比和限贷政策 |

数据来源：公开资料，克而瑞证券研究院

美的置业在上述浪潮中把握时机，先以高负债、继以高合作力度驱动自身发展，扣除合约负债的资产负债率及净负债率自 2017 年以来显著下降，并保持下行趋势，现金短债比等指标亦在近三年维持在 1.6 以上。

图 5: 资产负债率保持下行



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 6: 净负债率 5 年来显著下降



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

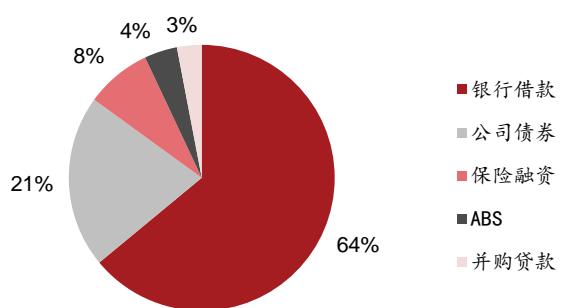
尽管高速发展带来了公司少数股东权益占比的上升，但公司于 2019 年中起逐步改善融资渠道、扩大银行借款规模、降低非银借款占比，为公司后续的项目处置提供了债务可持续性基础。

图 7：5 年间，公司少数股东权益占比提升



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 8：融资渠道，新开辟各类融资渠道



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

二、投销节奏把控：企稳增长、提前布局

2.1 长三角成销售中军，整体补货力度降低、去化储备丰厚

2020H1，在疫情与公司保利润、稳增长的新方针下，公司完成 482 亿的销售金额，同比 2.1%。2017 年至 2020H1，公司销售均价保持上升趋势，这受益于公司布局的持续完善。

图 9：2020H1 销售金额同比 2.1%



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

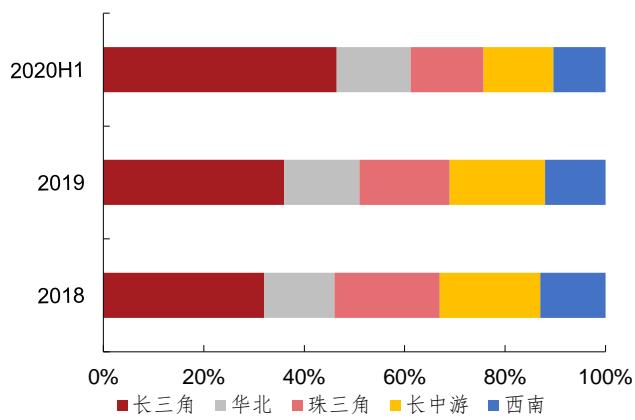
图 10：销售均价保持上升趋势



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

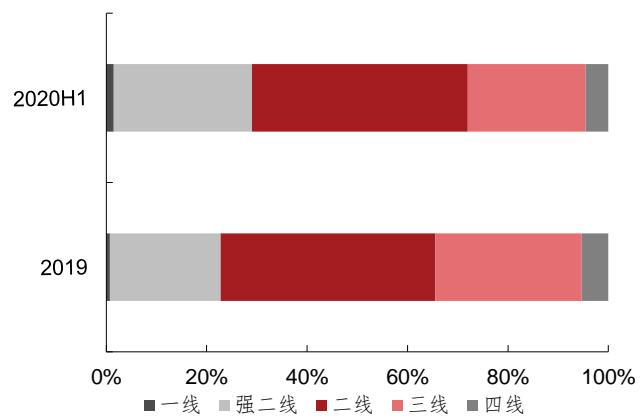
区域上，公司在长三角的销售金额占比呈明显的提升趋势，2018、2019、2020H1 分别为 32%、36%、47%，二线与强二线在目前构成销售的中坚力量，两者合计占比于 2020H1 达 70.5%。

图 11：长三角销售金额占比提升至 46.5%



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 12：二线与强二线构成销售的中坚力量

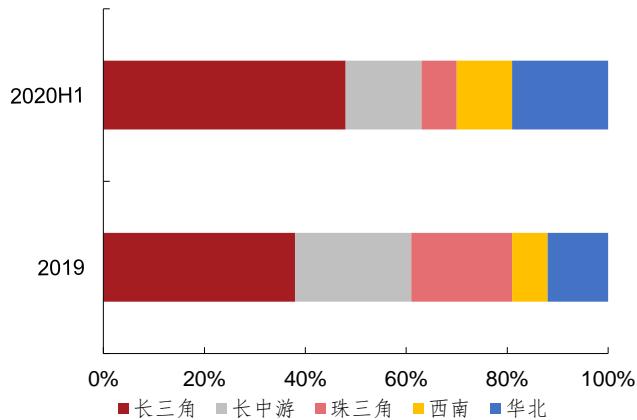


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司土储区域、能级结构与销售大体相近。在公司 2019H1 即达 5251 万 m² 的土储基础上，公司调整区域布局，以更大力度外拓长三角新城、下沉县级市，对华北的沈阳与洛阳、西南的贵阳进行补货，而在珠三角仅对佛山进行补充，使公司 2020H1 土储总建面达 6133 万 m²；由此，2020H1 公司在二线以上的城市拿地占比升至

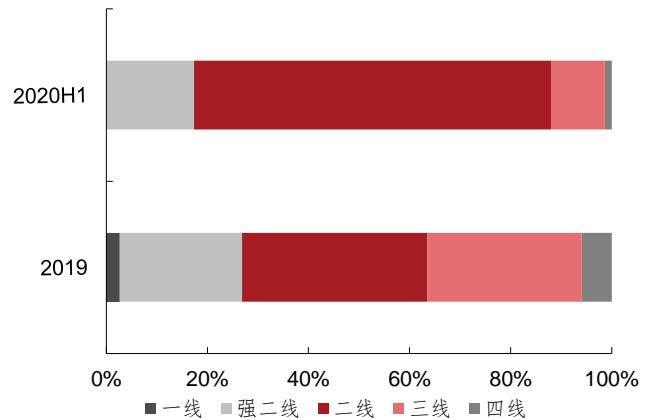
70.6%，而2019为63.5%。

图13：长三角与华北拿地占比呈上升趋势



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图14：二线拿地占比迅速上升



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司于长三角设定沪苏区域、浙江区域两大管理范围，足见公司发力长三角的决心。

图15：浙江区域项目



数据来源：公开资料，克而瑞证券研究院

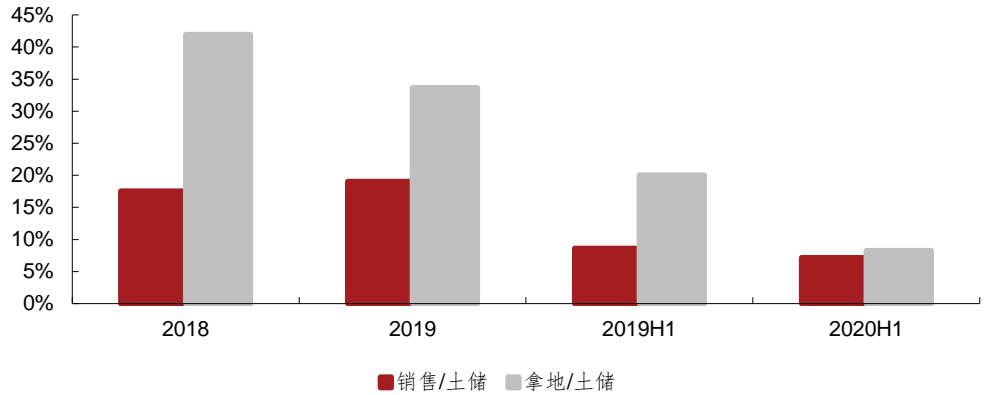
图16：沪苏区域项目



数据来源：公开资料，克而瑞证券研究院

从销售与新增建面上来看，公司的土储可供未来持续去化，阶段性补货力度亦有所降低。2018年至2020H1，公司销售/土储在17.5%、19.0%和7.1%，拿地/土储在41.9%、33.7%和8.3%。这也侧面印证了保利润、做运营更为公司所重视。

图 17：近期公司补货力度降低



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：销售、拿地均为全口径，能级、区域划分按公司分法。

拿地方式上，旧改方面，公司于佛山参与“三旧”的“旧工厂”改造，截至 2020H1，可逐步转为土储的项目 10 个、规划建面 402 万 m²，已转化为土储的项目 4 个、规划建面 133 万 m²，其中 2020H1 转化 2 个、规划建面 67 万 m²，总项目数由 2019 年的 12 个升至 14 个，预计年末待转化 2 个、规划建面 72 万 m²。

收并购方面，公司于河北邯郸、湖南多城等地均有合作伙伴。

2.2 往昔高开高举扩版图，当前沉淀自身稳布局

以往，公司极力满足自身规模诉求，在新进城市拿地具备较高溢价率，且同时对新进城市的项目操控性要求高。以 2019H1 为例，公司在新进城市乃至深耕城市均拿出地王项目。

表 4：美的部分拿地项目表

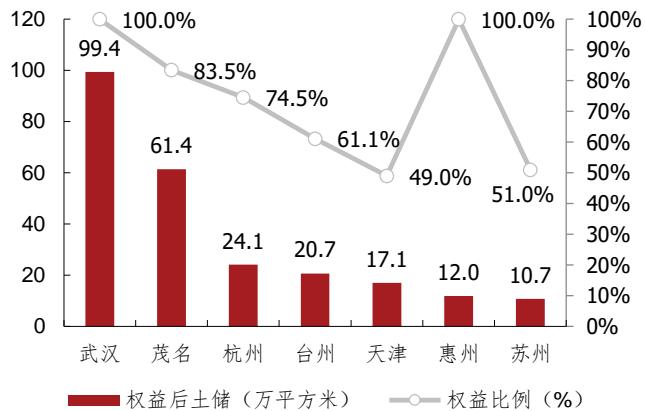
| 时间 | 地块号 | 拍卖价格 (亿元) | 溢价率 (%) | 拿地均价 (元/m ²) |
|---------|--------------------------------|--------------|---------|-----------------------------|
| 2019-04 | 台州市路桥区南 官新天地 3 号 | 6.43 | 86.6% | 8566.0 |
| 2019-04 | 武汉编号 P(2019)028 号 | 28.57 | 72.9% | 10369.7 |
| 2019-04 | 长沙衡阳 2019 拍字 1 号 | 7.65 | 44.0% | 2268.7 |
| 2019-02 | 佛山禅城南庄 TD2019(CC)XG 0001 | 6.77 | 33.8% | 9348.5 |
| 2019-02 | 泉州台商区 S2018-18 号 | 4.77 | 28.9% | 4527.0 |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2019H1，公司在武汉与雅居乐合作云筑、自营君兰半岛，权益均为 100%；于长三角新进苏州市、杭州市和台州市，在苏州市常熟县开拓澜悦雅筑系列，在杭州市余

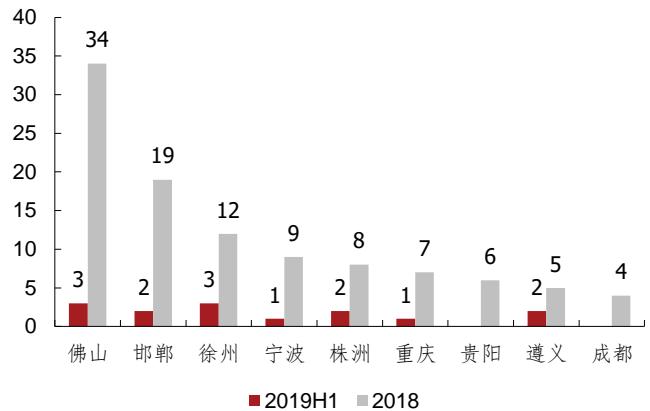
杭区和临安区全权经营，在台州市路桥区与浙江省开发商华鸿嘉信合作，权益各在 51.0%、74.5%、61.1%；于粤港澳新进惠州市和茂名市，在惠州市博罗县与旭辉合营江山公馆，在茂名市拓展美的中央广场产品线、与金科合作集美花园项目，权益各在 100%、83.5%。

图 18：2019 新进城市权益土储及总权益比例



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 19：2019H1 深耕城市拿地高比例并表



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2020 年以来，公司更注重发展质量，加大对拿地投资回报与利润率的考核力度，着力搭建员工持股平台、提升一线员工效率。以公司 2020 年在徐州拿地为例，1-7 月徐州成交的住宅、商办用地同比分别为 44.8% 和 28.0%，各企业在徐州获地溢价率均引人注目；相比之下，美的获地成本优势凸显。

表 5：2020 年徐州市场部分企业拿地简况

| 时间 | 公司 | 地块号 | 拍卖价格（亿元） | 溢价率（%） | 拿地均价（元/㎡） |
|---------|------|-------------------------|--------------|------------|------------------|
| 2020-08 | 美的置业 | 临安区城东滨湖新区单元 H-R21-04 地块 | 3.06 | 22.5% | 12242.0 |
| 2020-07 | 儒辰集团 | 大龙湖西南 A/大龙湖 BC | 10.77; 14.22 | 124%; 102% | 13441.0; 16180.0 |
| 2020-07 | 碧桂园 | 原坝山热电厂地块 | 15.03 | 90.7% | 12411.7 |
| 2020-07 | 万科 | 2020-36 号十里村南（姚庄西路南）地块 | 9.12 | 37.1% | 8260.1 |
| 2020-06 | 德信地产 | 徐运新河东 D 地块 | 7.25 | 135.4% | 7477.6 |
| 2020-06 | 中南建设 | 2020-18 号凤凰山集聚区 8 号地块 | 5.52 | 139.0% | 6547.9 |
| 2020-06 | 招商蛇口 | XT2020-34 住宅用地 | 24.11 | 138.5% | 6578.5 |
| 2020-04 | 美的置业 | 2019-82 号孟庄 D-1 地块 | 2.96 | 48.0% | 11834.4 |

数据来源：公开资料，克而瑞证券研究院

三、融资优势沉淀：渠道多开、成本稳定

3.1 负债端良性循环、期限票息齐优化

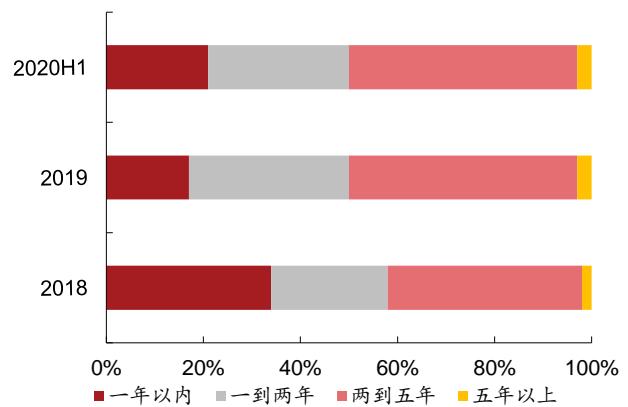
随着公司规模的扩大、与金融机构合作的增加、负债率的下降，公司总体加权融资成本于2020H1下降35BP至5.52%，其中新增有息负债加权融资成本5.18%、同比下降66BP，形成负债端的良性循环。公司持续调整负债的期限结构，一年以内债务控制在20%左右，两到五年的负债则由2018年的40%升至2019及2020H1的47%。

图20：2020H1融资成本下降35BP至5.52%



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图21：一年内债务在20%左右



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

美的置业相比其他相近规模的民企，负债率处于中等水平，融资成本接近央企招商蛇口与类国企龙湖集团。

图22：美的置业及对比公司扣除合约负债的资产负债率比较

| 企业简称 | 代码 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2019H1 | 2020H1 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 龙湖集团 | 0960.HK | 58.6% | 58.4% | 60.6% | 64.2% | 66.5% | 65.5% | 67.1% |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 61.1% | 60.7% | 66.6% | 68.7% | 56.3% | 71.5% | 58.6% |
| 中南建设 | 000961.SZ | 84.7% | 83.8% | 87.7% | 88.7% | 87.3% | 82.9% | 82.9% |
| 金科股份 | 000656.SZ | 77.8% | 72.8% | 80.5% | 75.5% | 74.8% | 75.0% | 74.1% |
| 阳光城 | 000671.SZ | 77.3% | 81.6% | 82.3% | 79.6% | 77.6% | 77.6% | 78.2% |
| 融信中国 | 3301.HK | 79.5% | 70.4% | 76.1% | 74.5% | 73.2% | 71.1% | 73.8% |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 71.2% | 74.9% | 76.0% | 73.8% | 72.7% | 75.1% | 75.0% |
| 美的置业 | 3990.HK | 94.1% | 92.3% | 84.1% | 80.6% | 81.1% | 80.2% | 78.6% |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 70.1% | 72.6% | 69.1% | 72.3% | 70.3% | 70.6% | 72.5% |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

注：本文所有对比图中，颜色绿到红为指标优到劣的渐变。

公司于境内的发债主体为美的置业集团有限公司，大公最先于2015年给出AA评级，之后中诚信于2018年给出AA+评级，2019年提升为AAA、展望为稳定，联合于2018年给出AA+评级，2020年提升为AAA、展望为稳定。

交易所市场，2019H2以来，公司多采用2+2、3+2等带回售权的期限进行融资，2020年以来票息稳定在4.5%以下，单票金额最高可达15.76亿元；2019年前，公司多用3或2+1期限结构，单票金额最高高达30.6亿元。券种上，公募债居多。

表6：美的置业于交易所市场的债券发行（以发行日期倒序）

| 债券简称 | 票息（%） | 发行日期 | 期限（年） | 发行金额（亿元） | 是否存续 |
|--------|-------|------------|-------|----------|------|
| 20美置05 | 4.33 | 2020/8/19 | 5 | 15 | Y |
| 20美置06 | 3.98 | 2020/8/19 | 4 | 15.76 | Y |
| 20美置03 | 4.18 | 2020/7/10 | 5 | 6 | Y |
| 20美置04 | 4.1 | 2020/7/10 | 4 | 4 | Y |
| 20美置02 | 4.2 | 2020/3/24 | 5 | 9.84 | Y |
| 20美置01 | 4 | 2020/2/21 | 4 | 14.4 | Y |
| 19美置04 | 5.7 | 2019/8/1 | 5 | 13 | Y |
| 19美置03 | 5.2 | 2019/7/2 | 4 | 17 | Y |
| 19美置02 | 6.5 | 2019/2/26 | 3 | 10 | Y |
| 19美的01 | 5.3 | 2019/1/25 | 3 | 30.6 | Y |
| 19美置01 | 7 | 2018/12/27 | 3 | 10 | Y |
| 18美置01 | 7.5 | 2018/9/13 | 3 | 10 | Y |
| 18美的01 | 7.8 | 2018/5/23 | 3 | 14.4 | N |
| 16美的02 | 4.8 | 2016/6/1 | 3 | 20 | N |
| 16美的01 | 4.8 | 2016/3/30 | 3 | 10 | N |
| 16美的债 | 4.28 | 2016/1/4 | 3 | 5 | N |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

对比公司关联公司美的集团的融资成本，可以看到，公司的融资利率在逐步向美的集团靠近。

表7：美的集团于银行间市场的债券发行（以发行日期倒序）

| 债券简称 | 票息（%） | 发行日期 | 期限（年） | 发行金额（亿元） | 是否存续 |
|------------|-------|------------|-------|----------|------|
| 20美的SCP005 | 1.6 | 2020-08-28 | 0.09 | 60 | Y |
| 20美的SCP004 | 1.35 | 2020-05-25 | 0.58 | 20 | Y |
| 20美的SCP003 | 1.65 | 2020-05-18 | 0.66 | 30 | Y |
| 20美的SCP002 | 1.3 | 2020-04-28 | 0.25 | 30 | N |
| 20美的SCP001 | 1.8 | 2020-04-20 | 0.49 | 20 | Y |
| 16美的SCP001 | 2.92 | 2016-06-16 | 0.25 | 20 | N |
| 12美的CP001 | 4.84 | 2012-04-11 | 1 | 10 | N |
| 11美的CP002 | 5.72 | 2011-12-05 | 1 | 15 | N |
| 11美的CP01 | 4.52 | 2011-03-30 | 1 | 20 | N |
| 11美的MTN1 | 4.97 | 2011-01-21 | 3 | 10 | N |
| 10美的MTN3 | 4.98 | 2010-11-26 | 3 | 15 | N |
| 10美的MTN2 | 4.59 | 2010-04-21 | 3 | 5 | N |
| 10美的MTN1 | 4.59 | 2010-03-15 | 3 | 15 | N |
| 09美的CP02 | 3.26 | 2009-11-04 | 1 | 10 | N |
| 09美的CP01 | 3.15 | 2009-10-14 | 1 | 10 | N |
| 08美的CP02 | 6.05 | 2008-04-21 | 1 | 10 | N |
| 08美的CP01 | 6.6 | 2008-02-25 | 1 | 18 | N |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

3.2 融资创新：购房尾款 ABS 及境外银团贷

除传统直融渠道外，公司借力 ABS 的高速发展，于 2018 年及 2020 年进行三次购房尾款证券化融资，期限均为 2 年期，国君为其长期合作伙伴。

表 8：3 次购房尾款证券化

| | 发行日期 | 发行金额（亿元） | 票面利率（%） | 付息频率 | 承销商 |
|---------|-----------|----------|---------|-------|-------------|
| 美的 01A | 2018/7/31 | 12.1 | 7.2 | 4 次/年 | 国泰君安 |
| 美的 01B | 2018/7/31 | 4.9 | 7.8 | 4 次/年 | 国泰君安 |
| 美的 01 次 | 2018/7/31 | 0.9 | - | 到期还本 | 国泰君安 |
| 君美 1 优 | 2020/1/21 | 7.16 | 5.85 | 4 次/年 | 国泰君安、中山证券 |
| 君美 1 次 | 2020/1/22 | 0.38 | - | 到期还本 | 国泰君安、中山证券 |
| 君美 2 优 | 2020/3/26 | 11.83 | 4.98 | 4 次/年 | 国君、申港、中信、中山 |
| 君美 2 次 | 2020/3/26 | 0.63 | - | 到期还本 | 国君、申港、中信、中山 |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

此外，公司于 2019 年起着力开拓境外融资通道，2019 年 6 月落地首笔银团贷款，期限为 3 年、金额共 29 亿港币、执行利率 $Hibor+2.73\%$ ；2020 年 7 月，第二笔 3 年期银团贷，金额为 10.5 亿港币及 0.6 亿美元，设置总额不超过 11.7 亿港币或等值美元的绿鞋期权，执行利率 $Hibor+2.6\%$ 。

四、制造基因驱动：智慧社区落地、上游效率赋能

4.1 构建智慧家居与社区，2020 年成功落地

美的置业 IPO 募集资金主要用于土地收购、装配式建筑项目收购及智慧家居解决方案研发。截至 2019 年末，公司已动用 3.4 亿元投向装配式建筑领域，智慧家居方面尚未使用 IPO 募集资金。

表 9：公司 IPO 资金运用

| 首发募股资金用途 | IPO 所得原分配款 | 截至 2018.12.31 动用金额 | 截至 2019.6.30 动用金额 | 截至 2019.12.31 动用金额 |
|------------|------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 土地收购 | 19.5 | 0.0 | 3.5 | 7.5 |
| 装配式建筑项目收购 | 4.2 | 1.4 | 1.7 | 3.4 |
| 智慧家居解决方案研发 | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 一般营运资金 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.8 |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

根据 Statista 数据，2018 年，中国智慧家居行业营收达到 82.3 亿美元，仅次于美国。同时，根据仲量联行报告，2018 年，中国市场的智慧家居普及率却远低于发达国家，美国可达到 30% 以上，而中国不及 10%，市场空间巨大。

表 10：2018 年各国智慧家居营收预测

| 2018 年各国智慧家居营收预测 | | 营收（百万美元） |
|------------------|--|----------|
| 美国 | | 23995.4 |
| 中国 | | 8232.2 |
| 德国 | | 3143.7 |
| 英国 | | 3086.4 |
| 日本 | | 3084.5 |
| 韩国 | | 1960.9 |
| 法国 | | 1431.6 |
| 印度 | | 892.6 |

数据来源：Statista，克而瑞证券研究院

美的置业借力美的集团的消费产品体系，提供物业的智慧解决方案。其 E 控中心可以通过智能服务管理平台及 APP 的推广应用，实现 APP 一键开门、在线报单、访客邀请、一键缴费、小区动态查询、在线业务办理、智能家居控制等功能。公司亦提出 5M 智慧社区概念，与智慧家居系统相辅相成。

表 11：美的置业 5M 智慧社区设计方案

| 5M 智慧健康社区 | 涉及系统/区域 |
|-----------------------|--------------------------|
| Multi-Smart 云管理 | 安保系统；物业管理应用程序 |
| Multi-Health 多功能园林 | 居住区的儿童游乐场；公园主题家庭健身区 |
| Multi-Home 超人性化家居 | 玄关、客厅、卧室、浴室、厨房的智能个性化家居设计 |
| Multi-Service 全方位社区服务 | 医疗、社区、物业管理 |
| Multi-System 全系统精工品质 | 开发阶段的项目管理、质量控制系统 |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

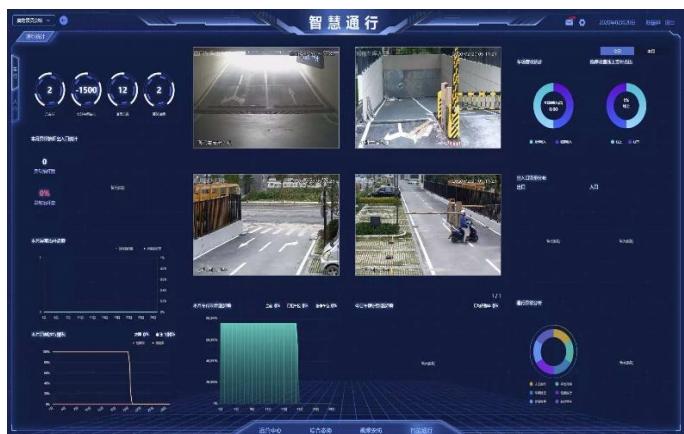
2019年，美的置业提出“一主两翼”的发展战略，主为房地产开发运营，翼则为智能产业化和建筑工业化，并于当年成立产业发展事业部。2019年7月，美的置业首个自研智慧家居控制系统-智慧家居3.0上线，为客户提供带语音功能的智慧场景面板、首套嵌入式安防产品；2019年12月，公司的云朵智慧社区上线，与阿里合作的AI-IoT边缘服务器帮助客户监控区域入侵、重点区域占用，管理公共卫生、人员轨迹，并提供无感通行和疫情下未戴口罩识别等强大功能。同期，美的健康M-Health构建的社区疗愈体系首发落子贵阳美的璟悦风华，融合自然剧场、四季花园等8重属性；公司亦联合勘科科技，研发医用级智能空气消毒机。

图 23：美的智慧家居系统设计



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 24：AI 社区首个落地美的领贤公馆



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

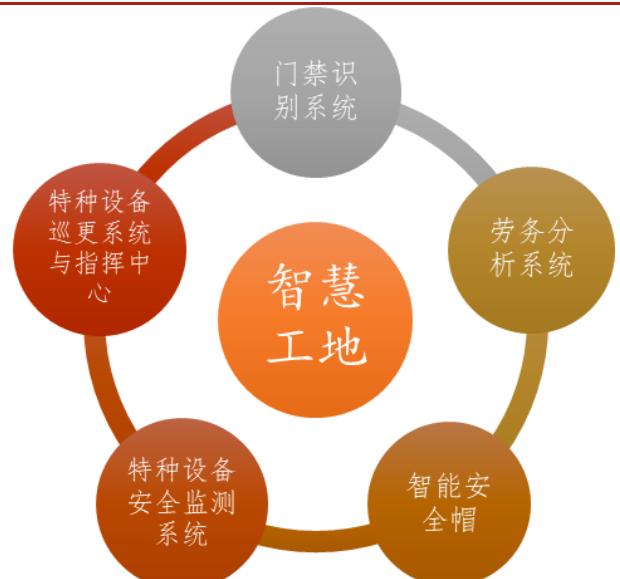
此外，公司推进数字化运营在营销、工地方面的应用。根据公司披露，截至2020H1，“智美置家”数字化系统为公司获得新客73.5万，推荐成交额93.4亿、区域平均推介成交占比达22.2%；“智慧工地”体系拥有五大分功能，可提高整体建造效率与安全度。

图 25：智慧社区概念



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 26：智慧工地五大功能



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

4.2 推进装配式建筑应用，搭建家居、建筑研发体系

在整装家居方面，美的置业借力美的集团雄厚的科研基础，旗下广东睿住优卡科技具备瓷砖壁板、彩钢板、SMC 的全自动生产线。2020 年 8 月初，睿住住工首个整体卫浴项目完成交付。

截至 2019H1，美的置业共拥有 5 个装配式基地，其中南安工业基地用地于 2018 年 9 月竞得，其余基地于 2018 年 3 月前已拥有。徐州工业园区基地将与中国矿业大学进行产学研合作，已于 2019 年 5 月完成一期项目，正式投产运营；邯郸产业园于 2019 年 12 月完成工厂建设，于 2019 年末进入试生产运营阶段；2019 年内，公司另与暨南大学等签订战略合作框架。装配式建筑研发商，子公司宁波联城住工科技首创“REMAC”闭环模式，截至 2019 年末已获得累计专利授权 134 件。

表 12：5 大装配式建筑基地

| 地区 | 第一期建设预计产量（百万 m ² ） |
|----------|-------------------------------|
| 徐州工业园区 | 0.75 |
| 镇江 | 0.75 |
| 宁乡（湖南长沙） | 0.6 |
| 邯郸 | 0.75 |
| 南安（福建泉州） | - |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

五、穿越周期新要点：产品条线完整、稳定长期利润率

5.1 三类四系住宅线，商旅长租齐发力

前文提到，在政府将一级开发职能更多分担给房地产企业的情况下，对于政府出让的单体面积趋于统一的地块，企业需针对不同区位，都具有协助规划与标准化建设的能力。美的置业旗下共有三类五条产品线，2019年前可分为君兰、国宾、云筑、未来四大系，定位从刚需、改善到高端兼备。2019年起，国宾系应智慧社区的建设需要，更改为璟睿系。

表 13：美的三类五条住宅产品线

| 产品定位 | 产品系列 | 设计风格 | 客户定位 | 集团定位 | 产品范例 |
|------|------|------------|----------------|-------|-----------------------|
| 城央私享 | 君 | 现代/新古典 | 中年精英/核心群体 | 最高端产品 | 君兰江山、君兰海岸、君兰湾、君悦湾、君享湾 |
| 城郊改善 | 府 | 新中式 | 中产阶级/家庭 | 中高端 | 国宾府、万象府、珑悦府、麓府 |
| | 城 | 现代、新亚洲、新古典 | 首次置业者 | 中端 | 缤纷城、理想城、未来城 |
| | 里 | - | 上层人士/家庭 | 中端 | 青春里、阳光里、花园里 |
| 郊区私享 | 云 | 现代/新中式 | 直达市中心的郊区/低密度住宅 | 中高端 | 云自在、在云端、云楼谷、御云 |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

此外，美的置业策略性投资商业物业，其旗下自持美的广场、新都荟广场、玖峰广场等，项目覆盖佛山、株洲、邯郸、贵阳、镇江等地，主推“悦然”品牌；其中，与碧桂园合作的综合体顺德未来城，或将成为佛山的 200 米新地标。此外，公司亦参与长租公寓业务的拓展。

公司产品融合当地风俗景观，构筑科技感。以茂名美的置业广场、徐州美的·天誉为例，公司在靠海的茂名以船舶为原型打造海域风格的商业广场，于徐州云龙湖大学片区，借助光影律动，构筑符合年轻人审美意识的建筑。

图 27：茂名美的置业广场以海为元素



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 28：徐州美的·天誉以光影为元素

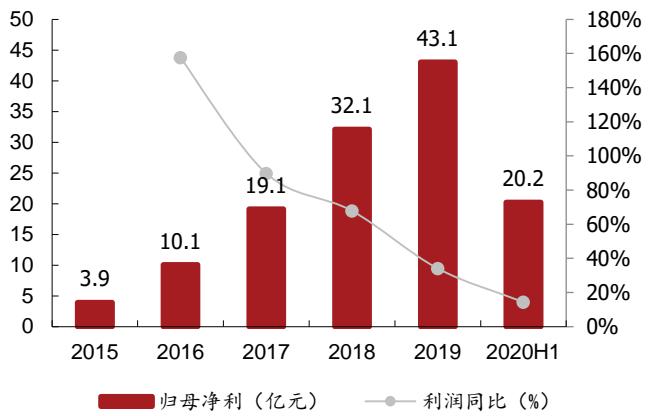


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

5.2 毛利回落至历史平均区间，费用控制更为关键

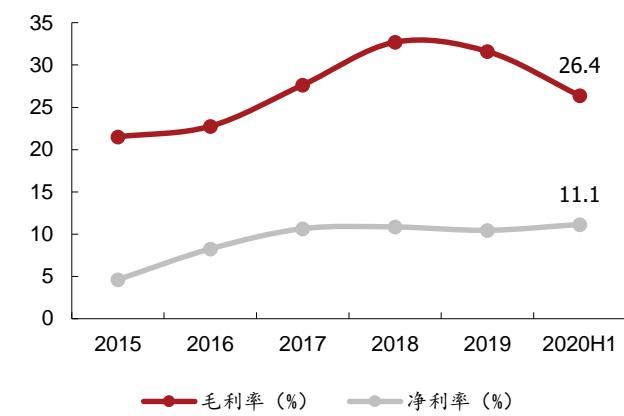
融资带来的高速增长快速扩大了美的置业的营收及归母净利的规模，其中归母净利自 2016 年后每年有 9.1、13.0、11.0 的绝对值增长，但规模的扩大减缓了利润增长的速度。同时，受多城限价的影响，公司毛利下滑于 2020H1 明显至报表。

图 29：归母净利同比增速持续下行



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 30：毛利下滑，净利维持



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2017 年至 2019 年，公司毛利处于对比公司中领先位置；2020H1，公司毛利处于对比公司中中等水平。行业毛利的回落成为趋势，公司净利率的稳定更值得关注。

此外，公司于 2018 年及 2019 年分别对存货计提 3.63 亿和 16.11 亿减值，会计估计较为稳健。

图 31：美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的毛利率（%）

| 企业简称 | 代码 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2019H1 | 2020H1 |
|------|-----------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| 龙湖集团 | 0960.HK | 27.4 | 29.1 | 33.9 | 34.1 | 33.6 | 32.6 | 30.8 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 30.3 | 27.5 | 31.6 | 33.2 | 27.9 | 30.0 | 19.5 |
| 中南建设 | 000961.SZ | 15.8 | 10.9 | 11.8 | 16.5 | 14.5 | 18.1 | 15.0 |
| 金科股份 | 000656.SZ | 28.4 | 20.7 | 21.3 | 28.6 | 28.8 | 30.3 | 26.0 |
| 阳光城 | 000671.SZ | 17.8 | 18.1 | 18.7 | 20.5 | 21.5 | 20.0 | 21.9 |
| 融信中国 | 3301.HK | 36.6 | 20.2 | 16.6 | 23.5 | 24.2 | 23.9 | 14.9 |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 22.3 | 26.3 | 26.5 | 28.2 | 27.5 | 26.9 | 28.6 |
| 美的置业 | 3990.HK | 21.5 | 22.8 | 27.6 | 32.7 | 31.6 | 35.9 | 26.4 |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 23.4 | 19.0 | 19.9 | 24.5 | 24.9 | 26.9 | 23.6 |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

两费提前于营业收入表，但自 2018 年香港会计准则修订后，营销费用可先资本化入存货再结转进利润表；同时，考虑到不同公司权益口径的销售数据难以准确获得，本文以“(管理费用+营销费用)/营业收入”计算两费率。管理半径的扩大与科研要求带来的人员增配与分销渠道拓展、存货减值计入管理费用等因素使公司的两费率处于对比公司中最高。

2020 年后，公司数字化系统的正式上线，或降低公司的营销费率，达成控费目的。2020H1，公司管销费率同比下降 259.7BP，其中营销费率同比下降 138.5BP。线

上营销效果尚佳，以武汉美的君兰半岛为例，该项目线上加推高层去化率 100%。

图 32：美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的两费率（%）

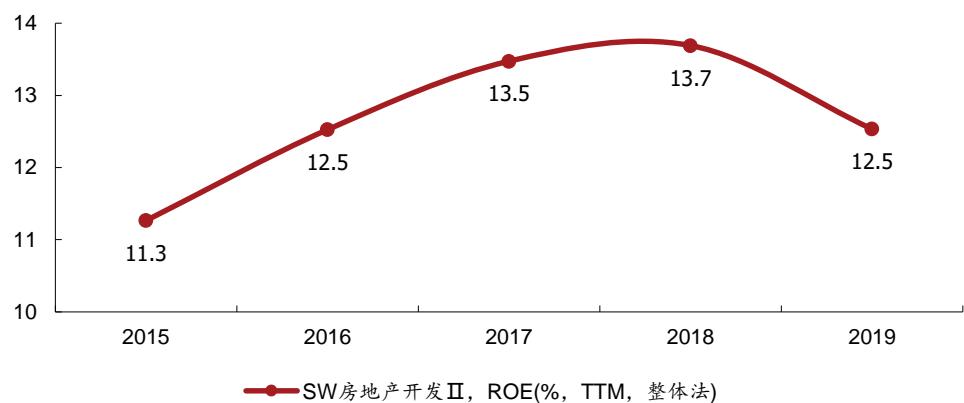
| 企业简称 | 代码 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2019H1 | 2020H1 |
|------|-----------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| 龙湖集团 | 0960.HK | 5.2 | 6.3 | 7.0 | 7.4 | 7.0 | 8.6 | 9.0 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 4.8 | 3.5 | 3.6 | 3.5 | 4.1 | 7.3 | 6.4 |
| 中南建设 | 000961.SZ | 9.7 | 6.4 | 8.2 | 8.4 | 6.5 | 9.2 | 6.9 |
| 金科股份 | 000656.SZ | 8.3 | 6.9 | 9.6 | 11.9 | 10.2 | 9.2 | 7.1 |
| 阳光城 | 000671.SZ | 7.4 | 7.4 | 9.0 | 10.6 | 10.4 | 12.7 | 11.4 |
| 融信中国 | 3301.HK | 4.5 | 5.9 | 6.4 | 5.9 | 7.8 | 8.2 | 6.8 |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 9.0 | 8.4 | 5.6 | 7.2 | 5.2 | 4.8 | 5.5 |
| 美的置业 | 3990.HK | 5.9 | 5.7 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 8.0 | 8.2 |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 9.4 | 8.7 | 9.1 | 12.6 | 15.1 | 14.5 | 11.9 |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

5.3 ROE 居行业前列，当前股息率优厚

近期，各大房企寻求利润率与规模的平衡，行业整体 ROE 高位回落。

图 33：申万二级行业、房地产开发的 ROE (TTM) 高位回落



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

美的置业的 ROE (摊薄) 于 2017 年触底后，2019 年回升至 21.9%，2020H1 复权后达 20.4%，为业内较高水平。

图 34：美的置业与对比公司在 2015-2020H1 的 ROE (%)

| 企业简称 | 代码 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2019H1 | 2020H1 |
|------|-----------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| 龙湖集团 | 0960.HK | 16.3 | 14.8 | 17.9 | 19.9 | 19.5 | 15.0 | 13.4 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 10.4 | 17.0 | 17.9 | 20.1 | 16.9 | 12.9 | 2.1 |
| 中南建设 | 000961.SZ | 3.9 | 2.5 | 4.3 | 12.6 | 19.4 | 14.0 | 18.0 |
| 金科股份 | 000656.SZ | 9.9 | 7.0 | 10.1 | 16.8 | 20.7 | 20.7 | 24.4 |
| 阳光城 | 000671.SZ | 11.8 | 9.3 | 10.8 | 13.1 | 15.0 | 12.1 | 12.2 |
| 融信中国 | 3301.HK | 33.3 | 17.3 | 16.4 | 16.9 | 19.2 | 25.9 | 11.2 |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 11.8 | 17.5 | 20.9 | 22.5 | 22.3 | 16.9 | 14.3 |
| 美的置业 | 3990.HK | 30.6 | 44.4 | 18.8 | 19.9 | 21.9 | 21.3 | 20.4 |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 9.1 | 9.0 | 9.4 | 14.1 | 18.0 | 15.6 | 13.8 |

数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

注：半年度 ROE 化为年度 ROE，采用简单的乘以 2 的方式。

公司于 2018 年开始分红，2018 年及 2019 年分别进行每股 1.43 元和 1.07 元的派息，股利支付率分别达 39.8%、40.1%，以 2020 年 9 月 4 日收盘价计算的股息率 (TTM) 达 8.4%。

以公司在 2020 年 17.6% 的归母权益增长率、20% 的 ROE (摊薄)、30% 的积极的派息率和 2019 年末人民币兑港元 1.12 的汇率假设进行计算，投资者可获得每股 8% 的股息利润、每股 1.50CNY/1.68HKD 的分红；以 2020 年 9 月 7 日的收盘价 18.920 HKD 计算，股息率达 8.9%。

六、估值

PE-Band 显示，当前美的置业估值处于 4.50 XPE 至 5.53 XPE 区间，持续走低至历史低位。从行业估值看，当前港股行业估值为 7.89 XPE，公司远低于行业整体水平，较为稳健；同行业龙头比较看，公司 PE 处于中等偏低水平，PB 估值处于中等水平、相比龙头相差较多。基于目前公司销售稳步增长，过往业绩将逐步释放，同时利润率将趋于稳定、股息率较高的背景，公司估值存在增长空间。

图 35：美的置业 2020 年 9 月 7 日 PE-Band



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 14：行业龙头企业 PE、PB 估值情况

| 企业简称 | 公司代码 | 总市值 | 收盘价 | PE(TTM) | | | PB (MRQ) | | |
|--------|-----------|--------|------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 2268.2 | 42.9 | 10.6 | 9.3 | 8.0 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 145.7 | 3.9 | 3.5 | 2.7 | 2.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 中国奥园 | 3883.HK | 206.9 | 8.7 | 5.2 | 3.4 | 2.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 654.3 | 13.4 | 5.2 | 4.0 | 3.4 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 208.3 | 12.2 | 3.6 | 2.9 | 2.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 78.5 | 2.7 | 5.2 | 4.0 | 3.1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 万科 A | 000002.SZ | 3171.3 | 28.4 | 8.1 | 7.2 | 6.3 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| 蓝光发展 | 600466.SH | 160.2 | 5.3 | 4.6 | 3.1 | 2.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 金地集团 | 600383.SH | 667.3 | 14.8 | 5.9 | 4.9 | 4.2 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 阳光城 | 000671.SZ | 280.5 | 6.9 | 7.0 | 5.2 | 3.9 | 1.1 | 1.1 | 0.9 |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 471.9 | 6.5 | 7.8 | 6.1 | 4.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 美的置业 | 3990.HK | 207.1 | 19.1 | 4.8 | 3.9 | 3.4 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

注：PE 及 PB 值为覆盖公司盈利预测估值；总市值单元为亿人民币，收盘价单位为港元/股。

行业 A 股 PE 为 8.68 (SW 房地产开发 II, 整体法, 剔除负值)，港股为 (SW 港股房地产开发 II) 7.89。

通过 RNAV 测算，公司 2019 年权益增加值为 21.9 亿元，每股 RNAV 为 17.8 元/股，折价率为 44.0%。

其中 RNAV 测算假设：

- 1) 未来各年结算均价，按照 2019 年均价、销售结转入营收的速度、公司现有土储结构对未来售价的影响等因素给定；
- 2) 根据公司财务报表相关数据及一定假设，测算 WACC 参考值为 7.8%；
- 3) 假设主营业务税金比率 5.5%，所得税率 25%。

表 15: RNAV 测算结果

| 指标 | 数据 |
|------------|--------|
| WACC | 7.8% |
| 净权益增值（亿元） | 219.4 |
| 土地储备（万方） | 6133 |
| 总股本（亿股） | 1230.6 |
| 每股 RNAV(元) | 33.8 |
| 9月7日收盘价（元） | 18.920 |
| RNAV 折价率 | 44.0% |

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

七、投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

公司于 2019 年买入千亿队列，拥有低融资成本、完善的产业链与优质的产品线三大竞争力作为其持续发展的基础；近年公司继续加大长三角地区的销售与土储占比，近期补货力度降低，拿地更为谨慎。制造基因的底蕴将使公司在上游整装卫浴、装配式建筑与下游的智慧家居、数字化营销服务等产业链整合中获得更大的竞争优势。我们看好公司“一体两翼”战略引导下的发展潜力与稳健的财务把控能力，预计 2020/2021 年 EPS 为 4.29/4.93 元，对应 PE3.9/3.4。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 24.90 港元。

八、风险提示

行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅 (复权后) 超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅 (复权后) 介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度 (复权后) 介于±5%之间

回避：公司股价跌幅 (复权后) 超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。