

## 联合国际授予雅居乐集团控股有限公司‘BBB-’的国际长期发行人评级； 评级展望稳定

香港，2021年6月3日-联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，授予雅居乐集团控股有限公司（3383.HK）（“雅居乐”或“公司”）‘BBB-’的国际长期发行人评级，评级展望稳定。

该发行人评级反映了雅居乐在全国特别是中国东部和南部地区的影响力，高于平均水平的盈利能力以及多元化的收入来源。然而，雅居乐的评级受到其较高的财务杠杆水平、适度但改善中的利息覆盖率以及短期借款和非标类融资敞口的限制。

展望稳定反映了我们预期雅居乐将维持其全国市场地位和适度的债务扩张步伐，以配合其合约销售的规模。同时，我们预期雅居乐将通过其现有的低成本土地组合和持续多元化其收入来源和融资渠道以保持稳定且高于平均水平的盈利能力，并在未来 12-18 个月减少对短期借款的依赖。

### 关键评级驱动因素

**国内知名的大型房地产开发商：**雅居乐成立于 1992 年，经过在中国近 30 年的发展，该公司已发展成为一家大型房地产开发商。雅居乐的总部位于广州，以大湾区、长三角和海南地区为重点，在全国范围内开展多元化业务。截至 2020 年底，雅居乐的土地储备总建筑面积约为 5,300 万平方米，权益土地储备建筑面积约为 4,146 万平方米（权益比率约为 78%）。其中，大湾区、长三角和海南地区分别占总土地储备的 25.5%、13.1%和 8%。截至 2020 年底，雅居乐在中国的 80 多个城市中拥有超过 200 多个处于不同开发阶段的项目。

**稳定的合约销售增长以支持信用状况：**雅居乐在运营规模和地域覆盖方面采用稳健、战略性和选择性的扩张模式。在“2+3+N”的战略下，雅居乐重点深化现有覆盖的城市（1）大湾区和长三角地区的 2 个主要城市群，（2）北京，天津，河北、成渝和中西部的 3 个城市群，以及（3）中国剩余的 N 个机会关注城市群。鉴于雅居乐在大湾区和长三角地区积累的经验 and 品牌知名度，我们认为这种专注的增长战略将会支持公司的销售执行力和高于 85%的高现金回款率。

**特色产业小镇、海南和城市更新项目以维持毛利率：**我们预计雅居乐房地产销售的毛利率将维持在约 30%，主要因为其高利润的特色产业小镇和海南项目，其毛利率分别约为 35%和 45%，这将会推动整体的毛利率。此外，雅居乐自 2020 年 6 月起设立了城

市更新板块，预计在 2023 年交付的高利润项目毛利率将超过 40%，其预计可售资源为人民币 3600 亿元。我们认为，雅居乐可以从近期和中期的低毛利率项目中获益，这有助于在面临土地成本上升和房价限制导致的全行业毛利率压缩的情况下，提高该公司整体的毛利率。我们相信，稳定且高于平均的毛利率、适度的合约销售增长和收入增长将为雅居乐改善财务指标以及近期和中期的信用评级提供支持。

**多样化土地收购渠道以保持较低的土地成本，确保高于平均水平的盈利能力：**雅居乐采用多种土地收购策略，包括公开拍卖、收并购、合资（“合联营”）和其他方式包括城市更新。截至 2020 年底，通过公开拍卖、收并购、产业融合和城市更新式获得土地的比例分别为 45%、17.6%、33.3%和 4.1%。通过多种渠道收购土地，可确保雅居乐以具有竞争力的价格补充足够的土地，并确保其盈利能力高于平均水平。一般来说，雅居乐的目标是维持其土地成本与价格比为约 25%。截至 2020 年底，该公司的平均土地成本为 3627 元/平方米。在 2020 年，雅居乐以平均 4270 元/平方米的土地成本收购了 40 块土地，相对而言，雅居乐在 2020 年的平均售价为 13482 元/平方米。

**通过合并上市的子公司实现收入来源多元化：**雅居乐拥有多个收入来源，其预期总收入增长率高于房地产销售板块的预期收入增长率，从而实现了收入多元化。公司合并了已上市子公司雅生活智慧城市服务股份有限公司（3319.HK），并计划上市旗下包括园林绿化和家居装饰业务在内的雅城板块。雅居乐预计未来将保留至少 50% 的上市和拟上市子公司，并对其进行合并。特别是雅生活在 2020 年的合并收入显著增长到 79 亿元人民币，其增长率为约 120%，主要是因为该公司对中民未来物业服务有限公司的收购。此外，鉴于雅居乐的服务质量和品牌知名度，雅生活板块中超过 70% 的物业管理业务来自第三方推荐。虽然该板块在没有任何重大收购的情况下可能不会经历比较高的增长率，但雅居乐预计该板块收入在未来两年的年增长率为 20%。

**多种融资渠道以降低融资成本：**作为一家上市公司，雅居乐具有广泛的融资渠道，包括银行借款，在岸和离岸债务资本市场（包括 ABS 和 CMBS 产品）以及股票资本市场。此外，雅居乐与中国平安有合作关系，中国平安通过其子公司作为雅居乐项目层面的股权投资者。这些不同的融资渠道使该公司能够分散其融资风险，从而为其信用状况提供支持。

雅居乐打算多元化其融资渠道，包括项目层面的战略股权投资者、优先票据以及其他债券发行，例如 ABS 和 公司债等。我们预期雅居乐将继续这些融资活动，以使其融资渠道多样化并延长其债务期限。雅居乐还计划随着其信用状况的改善，以较低的票息偿还或再融资其较高票息的债务，这将有助于雅居乐更好地管理资本结构，延长债务期限并降低平均融资成本。我们预期这些举动将在未来 12-18 个月推动雅居乐财务杠杆水平和融资成本的逐步改善。

**偏高但改善中的财务杠杆及对短期借款的敞口：**雅居乐以债务/资本化比率衡量的财务杠杆水平偏高，在 2019 年底和 2020 年底分别约为 63.5%和 59.7%。我们预计雅居乐的债务/资本化比率将在未来 12-18 个月维持在 58% 至 62%之间，主要因为该公司将继续谨慎地扩大其业务范围，同时保持其合约销售的增速。我们还预期公司将通过其物业管理（或雅生活）和景观与装饰（或雅城）板块的预期现金流来扩大其股权基础，主要因为它们现金充裕，同时资本支出极少，这将导致雅居乐在合并这些板块的基础上降低财务杠杆水平。同时，鉴于雅居乐每年约 15%稳定的收入增长率（和约 30%稳定的毛利率），将高于该公司每年 10%的债务增长率，我们预计在未来 1 至 2 年雅居乐的利息覆盖率也将提高至 4 倍以上。

雅居乐披露的总借款从 2019 年底的人民币 966.7 亿元增加至 2020 年底的人民币 978.1 亿元。其中，短期借款占约 39%，而信托贷款等非标类融资占约 15.6%。雅居乐计划在未来 1-2 年将对短期借款的依赖减少至约 30%。

### 评级敏感性因素

若发生以下情况，我们将考虑下调雅居乐的信用评级：（1）其激进的补充其土地储备导致其财务杠杆持续增加，使得以债务/资本衡量的财务杠杆水平持续超过 65%，或者其 EBITDA 利息覆盖倍数持续低于 3 倍，和/或（2）其经营活动恶化，包括合约销售金额和/或营业收入大幅下滑或流动性发生弱化。

若发生以下情况，我们将考虑上调雅居乐的信用评级：（1）在保持核心市场竞争地位的同时，大幅提高经营规模，并（2）维持其以债务/资本化衡量的财务杠杆水平持续低于 50%或 EBITDA 利息覆盖率持续在 5 倍以上。

### 关于联合国际

联合国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方政府融资平台和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

### 评级方法

本次对雅居乐评级所采用的主要评级方法为联合国际于 2018 年 7 月 16 日发表的 *General Corporate Rating Criteria*。关于该评级方法，请浏览 [www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)。

注：1、上述发行人评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。

2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国国际于 2021 年 6 月 3 日发布的英文版内容为准。（*Lianhe Global has assigned 'BBB-' global scale Long-term Issuer Credit Rating with Stable Outlook to Agile Group Holdings Ltd.*）

## 联系人

首席分析师

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

[alex.kung@lhratingsglobal.com](mailto:alex.kung@lhratingsglobal.com)

评级委员会主席

游志文

董事

(852) 3462 9586

[ben.yau@lhratingsglobal.com](mailto:ben.yau@lhratingsglobal.com)

业务拓展联系人

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

[joyce.chi@lhratingsglobal.com](mailto:joyce.chi@lhratingsglobal.com)

## 免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：[www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2021