

信用等级公告

联合[2015]065号

美都能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对美都能源股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

美都能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA

美都能源股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年四月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

美都能源股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本次发行规模：不超过 12 亿元（含）
 债券期限：3 年
 评级时间：2015 年 4 月 22 日
 主要财务数据：

美都能源

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	53.04	103.49	144.39
所有者权益(亿元)	21.49	22.76	47.96
长期债务(亿元)	3.64	36.65	38.78
全部债务(亿元)	11.09	55.48	72.63
营业收入(亿元)	29.67	51.40	42.11
净利润(亿元)	0.89	1.72	2.22
EBITDA(亿元)	1.64	4.40	15.74
经营性净现金流(亿元)	-1.08	-2.93	1.88
经营活动流入量(亿元)	46.18	59.37	47.86
营业利润率(%)	3.85	10.39	20.18
净资产收益率(%)	4.25	7.76	6.27
资产负债率(%)	59.49	78.01	66.78
全部债务资本化比率(%)	34.03	70.91	60.23
流动比率	1.49	1.32	1.33
EBITDA 全部债务比	0.15	0.08	0.22
EBITDA 利息倍数(倍)	0.96	1.36	1.70
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.14	0.37	1.31

注：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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对美都能源股份有限公司（以下简称“公司”或“美都能源”）的评级反映了公司作为一家综合类上市公司，目前收入主要来源于房地产开发销售以及钢材和石化产品商业贸易，具有房地产开发经验较为丰富、商业贸易经营模式稳健等优势；2013 年 12 月以来，公司实行战略转型，布局美国油气资产，目前已经显示了一定的营业收入贡献和油价反弹带来的盈利前景预期。公司 2015 年非公开发行股票申请已获中国证监会受理，若能顺利获批并发行成功，将进一步扩大公司总资产和净资产规模、提升公司综合竞争力和抗风险能力，对本次债券的到期偿付将起到积极作用。

但联合评级也关注到公司商业贸易板块采用即买即卖的经营模式，毛利率水平低，难以提升公司的盈利能力；石油价格波动以及人民币汇率波动对公司油气资产经营产生一定的不确定性。

2014 年以来，公司油气资产对公司的营业收入贡献大幅度提升，未来随着油气资产的进一步投产运营以及石油价格的回升，公司的盈利能力有望进一步提升。综合考虑上述各方面因素，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以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司商业贸易板块是国家鼓励的现代服务行业，钢材和石化产品也是与国民经济各领域密切相关的商品，该板块对公司营业收入贡献较大，有利于公司提升销售业绩、加强现金周转，并成为公司多元化经营的重要组成部分，加强公司对行业波动风险的抵御能力。

2. 公司作为从事区域性房地产开发的企业，拥有较为丰富的行业调整经历；公司采用住宅商业地产相结合的房地产运作模式，形成了较高的区域品牌知名度和行业竞争能力；公司房地产板块毛利率较高，支撑了公司目前的业绩发展。

3. 公司目前收购的美国油气资产具有油气储量落实程度高、可供后续开发的剩余井位较多、原油销售价格高、开采成本低等特点；公司油气资产质量较高，收益回报前景较好。

4. 公司 2015 年非公开发行股票申请已获中国证监会受理，若能顺利获批并发行成功，将进一步扩大公司总资产和净资产规模；募投项目的实施有利于提升公司盈利能力；公司综合竞争力和抗风险能力有望随之提升，对本次债券的到期偿付将起到积极的作用。

关注

1. 公司商业贸易板块采用即买即卖的经营模式，毛利率水平很低，虽然该板块营业收入规模较大，但是对公司的净利润贡献很低，难以提升公司的盈利能力。

2. 公司布局的油气资产位于美国，油气资产的顺利投产获得盈利面临石油市场价格波动风险以及人民币汇率波动对公司未来运营带来一定的汇兑风险等。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与美都能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与美都能源股份有限公司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，未因美都能源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由美都能源股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

美都能源股份有限公司 2015 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

美都能源股份有限公司（以下简称“公司”或“美都能源”）前身海南宝华实业股份有限公司（以下简称“宝华实业”）于1993年4月在海南省成立，主要从事旅游业、酒店和餐饮娱乐业及建筑材料销售。宝华实业于1999年4月在上海证券交易所挂牌上市，控股股东为北京首开天鸿集团有限公司（以下简称“天鸿集团”）持有宝华实业30.13%的股权。2002年9月，美都集团股份有限公司（以下简称“美都集团”）与天鸿集团及其他股东签署了收购法人股的协议，根据协议，天鸿集团与其他股东将持有的宝华实业部份股权转让给美都集团，此后美都集团成为宝华实业第一大股东。2003年2月，美都集团将宝华实业迁址到浙江，由浙江省工商行政管理局换发营业执照，同时名称变更为“美都控股股份有限公司”。2014年9月，公司名称变更为“美都能源股份有限公司”，证券代码为“600175.SH”。

经过股权分置改革、历年送转股本、定向增发及非公开发行等多次股权变更，截至2014年底，公司股本合计245,718万股，自然人闻掌华持有公司65,610.37万股，持股比例为26.70%，为公司控股股东和实际控制人。

截至2014年底，公司的前三大股东分别是闻掌华（持股比例26.70%）、嘉实资本-工商银行-中航信托-中航信托·天顺1685号单一资金信托（持股比例6.45%）、深圳阜财股权投资合伙企业（有限合伙）（持股比例5.59%），此外无持股5%以上的股东。

公司主要经营范围：石油、天然气勘探开发和石油化工项目的技术开发、咨询、服务；新能源产品技术研发；旅游业开发；海洋资源开发；现代农业开发；房地产开发经营；仓储业（不含危化品）；建材、电子产品、现代办公用品、化工产品（不含危险品及易制毒化学品）、农副土特产品、纺织品、百货、五金工具、矿产品、燃料油（不含成品油）的批发、零售、代购代销；实业投资，基础建设投资，财管管理咨询，投资管理，经营进出口业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2014年底，公司本部下设房地产营销策划部、房地产工程管理部、资金运营中心、人力资源部、财务管理部、办公室、审计部等7个职能部门（详见附件1-1），控股子公司42家，参股企业6家。截至2014年底，公司拥有在职员工672人。

截至2014年底，公司合并资产总额1,443,887.60万元，负债合计964,250.22万元，所有者权益（含少数股东权益）479,637.38万元。2014年度，公司实现合并营业收入421,139.27万元，净利润（含少数股东损益）22,164.24万元；经营活动产生的现金流量净额18,840.56万元，现金及现金等价物净增加额85,878.50万元。

公司注册地址：浙江省湖州市德清县武康镇英溪南路289号；法定代表人：闻掌华。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“美都能源股份有限公司2015年公司债券”，本次公开发行公司债券票面总额不超过人民币12亿元（含12亿元）。本次债券票面金额100元/张，按面值平价发行。本次债券的期限为不超过3年（含3年），附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本次发行的公司债券票面利率由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况与主承销商协商确定。本次公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于调整债务结构、偿还公司银行贷款以及补充流动资金中的一种或多种。具体募集资金用途提请股东大会授权董事会根据公司资金需求情况和公司债务结构，在上述范围内确定。

三、行业分析

公司目前主营业务以商业贸易和房地产开发为主，2013 年以来，公司实行战略转型，2013 年 12 月公司收购美国油气资产，布局原油和天然气行业，其中原油和天然气业务为公司未来重点发展的业务。基于此，本报告行业分析围绕上述三个板块展开。

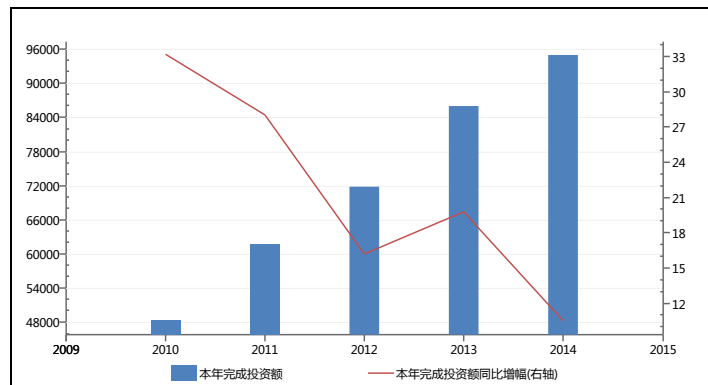
1. 房地产行业

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增加 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势（如下图所示）。

图 1 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速 单位：亿元、%



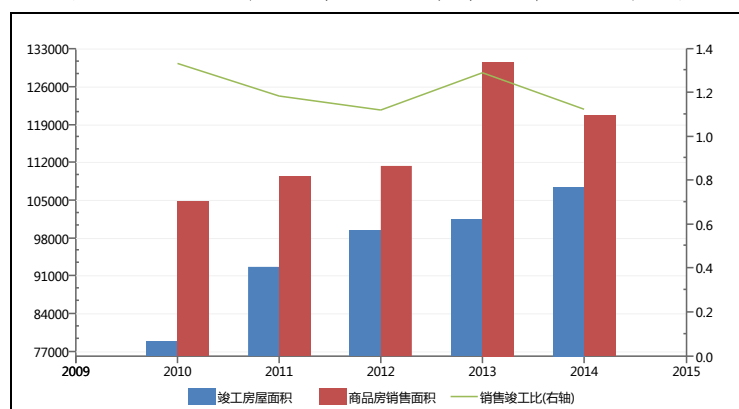
资料来源：wind 资讯。

总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

市场供求

从供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图2 2010~2014年全国商品住宅供求情况 单位：万平方米

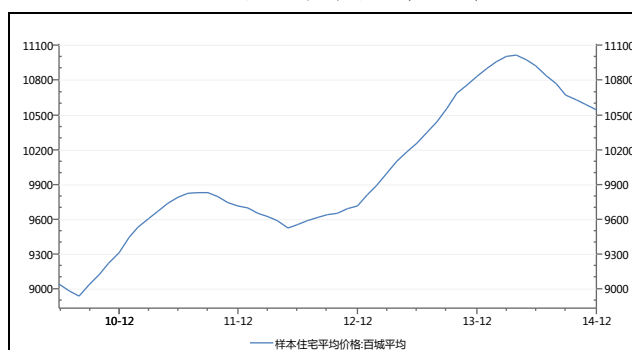


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图3 百城住宅平均价格情况 单位：元



资料来源：Wind 资讯。

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

竞争格局

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（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理。

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，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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。

行业关注

资金成本上升，人民币贬值导致热钱流出，房地产企业融资困难，房地产行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。同时外部融资环境正在持续收紧，中国房地产企业海外融资成本和融资通道也正在收紧。2014年中国企业海外负债敞口中房地产企业占比较高，国内房地产周期调整叠加美联储升息及人民币贬值，将带来极大的再融资和偿债压力。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产业发展面临一定的压力。

2. 原油和天然气行业

原油和天然气业务是公司未来发展中的战略重点。公司原油和天然气业务主要由位于美国的全资子公司 MD America Energy LLC（以下简称“MDAE”）运营。

行业概况

伴随着人类科技的进步与发展，石油石化行业已成为全球经济的重要推动力和现代社会正常运行的重要支柱。作为基础能源、工业燃料和原料，石油与其他资源相比，具有开采、运输、装卸和使用方便、易燃烧、发热量高等优势。上世纪 50 年代末，石油在世界能源消费中的比重首次超过煤炭，2013 年全球石油消费占世界一次能源消费总量的 32.9%。石油主要被用来作为燃油和汽油，燃料油和汽油组成世界上最重要的一次能源之一。石油也是许多化学工业产品——如溶剂、化肥、杀虫剂和塑料等的原料。天然气作为化石能源中的低碳能源，具有方便、清洁、热效率高等优点，天然气的开发和利用日益为各国所重视。在世界经济发展中发挥着越来越重要的作用。近年来，全球地缘政治格局急剧变化，天然气供需关系发生转变，气候变化和环保压力、美国非

常规天然气突破、日本核危机影响以及新能源的经济技术性等因素，进一步推高了全球对天然气的重视度和依赖度。天然气储产量逐年增加，天然气需求快速增长，非常规天然气开发利用在全球范围内展开，天然气利用领域进一步扩大，天然气工业在全球范围内得到快速发展。2013年世界天然气消费量为3.35万亿立方米，比上年增长1.4%，占世界一次能源消费总量的23.7%。

近年来，以页岩油气为代表的非常规能源开发得到了长足发展，深刻改变了能源市场格局。页岩油是指以页岩为主的页岩层系中所含的石油资源。其中包括泥页岩孔隙和裂缝中的石油，也包括泥页岩层系中的致密碳酸岩或碎屑岩邻层和夹层中的石油资源。美国为目前开采页岩油最成功的国家，主要产层包括 Bakken 页岩、Niobrara 页岩、Barnett 页岩和 Eagle Ford 页岩。页岩气则是一种以游离或吸附状态藏身于页岩层或泥岩层中的非常规天然气。较常规天然气相比，页岩气开发具有开采寿命长和生产周期长的优点，大部分产气页岩分布范围广、厚度大，且普遍含气，这使得页岩气井能够长期地以稳定的速率产气。

在现代石油工业诞生以来的一个多世纪中，尽管页岩油气等非常规资源蕴藏量远远超过常规资源，但因其开发技术要求高，装备更加复杂，投资更大，一直没能实现经济有效开采，未能成为油气勘探开发的主体资源。由于相关国家政府支持，各公司加强投入，取得一系列重大技术突破，给非常规油气资源勘探开发带来了革命性变化。美国是页岩油气资源开发最早、最成功的国家，由于储量丰富、开发技术先进，其页岩油气资源开发已成规模。美国页岩油气市场开发潜力巨大，据美国能源信息部（EIA）预测，其页岩油气资源量超过28万亿立方米。2000年，美国页岩油每天开采仅20万桶，仅占美国国内总开采量的3%，2010年开始飞速增长，2012年达到100万桶/天，2014年初超过300万桶/天，预计到2017年将增加到600万桶/天。美国页岩气产量也快速增长，2000~2013年，美国页岩气年产量由117.96亿立方米上升至3,025亿立方米。随着以页岩油气为代表的非常规油气开发技术的重大进步，非常规油气被进一步解放，美国的油气产量将持续快速增长，并在世界油气生产中占据越来越重要的地位。

总体看，原油和天然气是经济运行中的重要能源资源，其行业发展前景较好。由于技术进步带来的页岩油气革命将深刻影响行业格局。

市场供求

从原油和天然气的资源分布情况来看，根据《BP Statistical Review of World Energy June 2014》，截至2013年底，世界原油总探明储量(含加拿大油砂)约为1.69万亿桶，天然气的探明储量约为185.7万亿立方米。就地区分布而言，全球的油气资源分布极不均衡，大部分的油气储量位于中东、北美、欧洲、中亚以及非洲地区。截至2013年底，中东地区原油储量约为8,085.0亿桶，占同期世界原油总探明储量的47.9%，其中沙特阿拉伯的原油储量约为2,642.5亿桶，占同期世界原油总探明储量的15.8%。石油输出国（欧佩克）组织在世界石油市场拥有重要的地位，其原油探明储量占世界探明储量的71.9%。

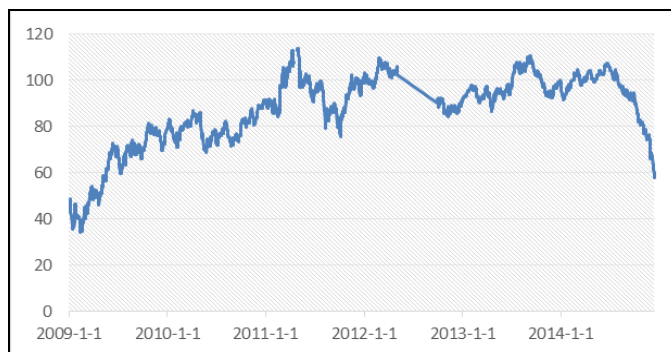
从需求上来看，原油方面，2013年世界原油消费量为9,133万桶/日，比上年增长138万桶/日，增幅1.4%。2013年世界石油消费增量仍主要来自非经合组织国家；经合组织国家石油消费则在连续下降7年后，2013年实现增长，主要是美国经济的复苏拉动石油消费水平提高，2013年美国石油消费量为1,887万桶/日，比上年增长40万桶/日。2014年，据美国能源信息部估计，全球原油及其他液体燃料日均消费量约为9,140万桶，与2013年基本持平。天然气方面，2013年全球共消费天然气33,836亿立方米。北美和欧洲是天然气最大用户，但增长比较平缓；非洲、亚太地区是增长速度最快的地区，其天然气消费量近10年翻了一番。2013年，北美地区共消费天然气

9,234.6 亿立方米，欧洲及欧亚大陆地区共消费天然气 10,647.4 亿立方米，亚太地区共消费天然气 6,391.6 亿立方米。

从供给上来看，原油方面，2013 年世界原油生产量为 9,040 万桶/日，较 2012 年增长 56 万桶/日，增长的主要贡献者是美国。据统计，2013 年美国原油产量增加了 110 多万桶/日。与此同时，石油输出国组织的产量减少了 60 万桶/日。据美国能源信息部预测，2014 年全球原油及其他液体燃料供应量为 9,220 万桶/日，大幅超过需求量。2013 年，世界天然气产量为 33,905 亿立方米。

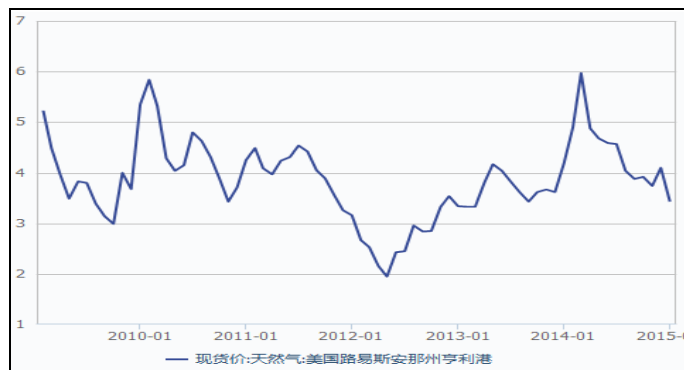
从价格上来看，原油和天然气价格与世界经济的发展状况密切相关。2009 年以来，世界经济处于金融危机后的震荡状态，国际原油及天然气的价格总体呈波动态势(如图 4 和图 5 所示)。2013 年国际石油市场供需基本平衡，但原油价格呈高位震荡态势。价格方面，美国西得克萨斯中质原油(简称“WTI”)现货 2013 年平均价格为 97.97 美元/桶，较上年上涨 4.1%。2014 年国际油价整体呈现从高位震荡到急剧下跌态势，其中在 6 月份创出全年最高点，Brent 油价达到每桶 115.06 美元，WTI 油价达到每桶 107.26 美元。而在当年 6 月中旬以后，在全球石油需求面没有明显改善的同时，美国主导的页岩油革命，伊拉克恢复原油出口，伊朗和尼日利亚增加原油产量等一系列因素导致全球石油供给增加，国际原油价格大幅下挫。同时，美国经济不断走强导致美元升值也是国际油价下跌的重要原因。彭博社的数据显示，布伦特原油价格在 2014 年下跌了 48%，创 2008 年金融危机以来最大年度跌幅。截至 2014 年底，Brent 油价跌至每桶 62.53 美元，WTI 油价跌至每桶 60.01 美元。天然气价格走势基本与原油保持一致。

图 4 2009~2014 年美国西得克萨斯轻质原油价格走势 单位：美元/桶



数据来源：wind 资讯

图 5 2009 年以来美国天然气现货价格 单位：美元/吨



资料来源：wind 资讯。

总体看，目前原油和天然气行业供大于求的态势较为明显，原油和天然气价格下跌较快，但是从长周期来看，未来油气价格有望波动反弹。

行业关注

一方面，由于全球经济疲弱造成石油需求疲软；另一方面，原油供应不断增加，特别是美国页岩油产量增长很快，造成了 2014 年 6 月以来的原油价格快速下降。而出于捍卫市场地位、打压页岩油气生产的考虑，欧佩克组织在这样的情况下仍不减产，未来一段时间内国际原油仍将维持供过于求的态势，油价仍将处于低谷。

页岩油气的生产成本较传统原油天然气要高，油价的下跌可能导致部分页岩油气生产厂商出现亏损甚至倒闭。从美国页岩油开采商方面看，当前油价正在逼近页岩油核心产区成本线，2015 年相关投资步伐恐将放缓。美国不同页岩油产区的开采成本差异显著，持续走低的油价正在逐步突破边缘产区的盈亏平衡线。由于盈利空间收窄，未来针对页岩油的研发支出和非核心区的勘探投资恐将大幅减少，中小型能源公司所受冲击更大。

总体看，短期内原油价格可能维持在较低水平，对页岩油气生产厂商造成了较大的压力。

未来发展

根据中国行业研究网《美国页岩油市场现状及发展前进分析预测》介绍，美国页岩油产量的爆发式增长，对全球能源格局产生巨大影响，部分国家已经开始制定页岩油产业发展规划。据俄罗斯《欧亚油气》报道，俄罗斯政府能源部已在 2013 年 6 月向国家议院提交了一项旨在促进页岩油生产开发的议案。美国能源信息署（EIA）2013 年发布的《美国页岩气和密致油开发的现状和展望》报告称，2010 年后在美国页岩油大繁荣的推动和影响下，全球页岩油勘探开发将以美国为核心，按照地域远近逐渐向全球辐射。在美国页岩油气勘探开发的影响和推动下，加拿大、墨西哥、阿根廷、俄罗斯及中国的页岩油气勘探开发将逐渐发展起来。

与此同时，多家机构一致认为致密油产业在美国的大发展以及随之而来的全球页岩油勘探开发进展将彻底粉碎石油峰值论之说。国际能源署（IEA）也发布报告认为，美国页岩油的繁荣将会侵蚀石油输出国组织（欧佩克）的市场份额，从而对全球的油价及油气生产格局产生影响。

总体看，页岩油气革命有效增加了石油和天然气的供给，改变了能源供应格局。

3. 商业贸易行业

公司商业贸易业务主要由控股子公司美都经贸及美都经贸之控股子公司上海美能石油化工有限公司（以下简称“美能石化”）和上海海孚石油化工有限公司（以下简称“海孚石化”）负责运营，主要的贸易品种为石油产品和钢材。石油部分行业分析见上文，本部分主要分析钢材贸易行业。

目前我国钢材贸易主要以现货的批发和零售为主，部分地区线材和螺纹钢可以进行期货交易。现货交易则由批发及各级零售商多层次组成，一级贸易商多为批发公司，规模较大，资金实力也较大，能够直接和钢厂订货，享受钢厂各项政策；二级贸易商规模较一级贸易商为小，不能和钢厂直接订货，由一级贸易商为其代订货，同时服务终端消费客户以及进行现货市场买卖钢材；三级贸易商规模更小，资金有限，主要进行市场销售和现货贸易，服务最终客户，为其备货和垫资。从目前来看，钢铁贸易行业对上游供货商的话语权较弱，其经营状况主要取决于钢铁行业的情况。

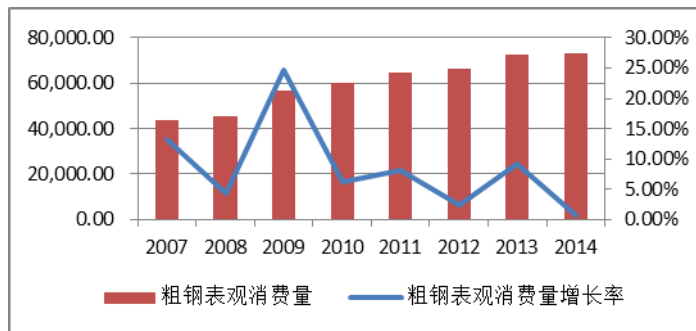
钢铁行业是强周期性行业，其发展与国民经济周期有很强的相关性。自 2008 年全球金融危机引发全球经济衰退以来，我国钢铁产量增速逐渐放缓，钢铁行业增速呈现明显的波动下滑态势。

从供给来看，由于前些年国家经济政策刺激钢铁企业扩大生产规模，以至行业产能普遍过剩。据 Wind 资讯统计，2013 年我国粗钢产量为 7.79 亿吨，同比增长 7.54%；2014 年全年我国粗钢产

量为 82,270 万吨，同比仅增长 0.9%，增速为 1998 年以来最低水平。与此同时，钢铁行业固定资产投资也大幅降低。2014 年，黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资额为 4,789 亿元，同比降低 5.9%。

从需求上来看，我国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2008 年至今，我国钢铁消费量逐年增加。2009 年以来，外部经济环境持续不景气，钢铁消费量增速逐年放缓。进入 2013 年，宏观经济未有明显改观，基建市场投资有所回暖，钢铁市场需求相应有小幅度增长，但持续性不强。与此同时，在宏观经济增速回调、投资放缓的背景下，2014 年我国粗钢表观消费量同比下跌 3.4% 至 7.38 亿吨。

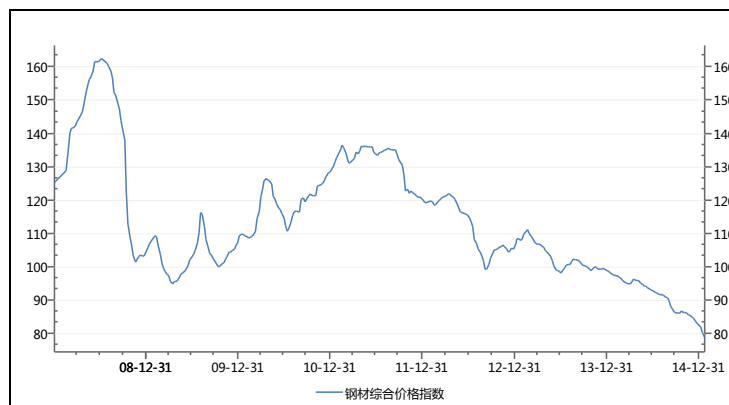
图 6 2007~2014 年我国粗钢表观消费量及增速 单位：万吨



资料来源：Wind 资讯。

从价格上来看，钢材价格与经济形势正相关。2008 年金融危机导致钢材价格快速下跌，此后在国家经济刺激政策作用下企稳回升，并在 2011 年年中到达阶段性高点。2011 年下半年以来，由于经济增长面临较大下行压力，用钢行业增速回落，再加上钢铁产能较快释放，钢材市场供大于求态势有所加剧，钢材价格呈波动下行走势。

图 7 2008 年以来中钢协钢材综合价格指数



资料来源：Wind 资讯。

据国际钢协预测，2015 年，我国的钢铁需求增长预计会进一步放缓至 2.7%。我国钢铁工业将步入转变发展方式的关键阶段，我国国民经济和固定资产投资增速将放缓，但经济总量仍将保持适度增长，工业化、城镇化进程仍不断深入，大规模基础建设仍将持续。随着城镇基础设施、保障性安居工程、棚户区改造、农业设施和新农村建设的推进，以及水利、高铁、公路、港口、机场、在非洲建高铁等重大项目的实施，仍为钢铁行业带来较大的市场需求。从中长期来看，随着国内钢铁工业的转型升级、产品结构逐步改善、技术水平逐步提高、管理水平逐步增强，我国钢

铁企业利润水平有望得到提高，钢材贸易行业的经营状况也有望随之改善。

从钢贸行业情况来看，不断下行的钢价使贸易商的盈利空间收窄，甚至有所倒挂。银行纷纷收紧对相关企业的贷款，钢贸危机爆发后，无论是贸易商数量还是贸易额都有了较为明显的减少，钢贸商的囤货动机下降，分销在大中型钢厂营销渠道占比持续减少，社会库存逐渐向钢厂库存转移。同时，在行业低迷的大背景下，过去“互保联保授信模式”融资与“高杠杆、低收益”经营所产生的负面影响波及到在钢材交易中提供变现融资服务的托盘商（国内大型流通企业借助低成本的融资能力多从事该业务获取利差）、提供保税仓模式的上游钢铁生产企业、涉及担保或钢材存储的仓储企业等，整个钢铁产业链中的信用风险加剧。

得益于 2013 年钢铁生产企业盈利水平的回升，钢材流通环节景气程度整体好于 2012 年同期，但大部分月份钢贸行业经理人指数（购销价格、库存、融资环境等）仍处于荣枯线以下，景气度仍然处于低水平，钢贸行业内部继续洗牌，大量小微钢贸企业退出经营。2014 年，钢铁国内需求增幅下降，但海外经济持续复苏、国内外钢材价差整体提升及钢厂国外销售渠道的积极开拓带来钢材出口量创下新高，有效缓解了国内的供给压力。但总体看钢材需求仍显不足，钢材贸易行业景气度处于低位。

总体看，目前钢铁行业低位运行，钢材贸易行业也处于行业低谷。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家综合类上市公司，主要从事原油及天然气的勘探、开发、生产和销售、商业贸易、房地产开发、金融及准金融业、酒店服务、股权投资等。

房地产业务方面，公司具有房地产开发二级资质，已开发的项目包括琼海半岛花园、宣城美都新城等。2011 年至今，公司已完工项目 6 个，在建、拟建项目 11 个（其中有 3 个项目部分完工）。截至 2014 年底，公司已完成交付的项目有 6 个，另外有 3 个项目已经部分完工。公司房地产业务开发历史较长，项目管理经验较为丰富。

2013 年 12 月公司成功收购美国 WAL 公司 100% 的股权，开始介入石油和天然气业务。公司拥有油田主要位于美国德克萨斯州的 Eagle Ford 地区。截至 2014 年底，公司油气资产原值为 578,296.61 万元，净值为 531,948.75 万元。公司拥有的油气资产使用状态良好（油气资产具体情况见下文），未来的石油和天然气业务规模将不断扩大。

公司 2005~2007 年连续三年入围中国民营企业 500 强，名列 2007 年上市公司成长性百强第九名，上榜“2009 浙商全国 500 强”，“美都”字号也被浙江省工商局认定为“浙江省知名商号”，公司多次荣获“杭州市来杭投资企业先进单位”、“社会责任建设先进企业”等各项荣誉称号。

总体看，公司房地产开发经验较丰富，经营规模较大，具备一定的竞争力和区域性品牌知名度；公司将业务拓展到原油和天然气行业，对开拓新的盈利增长点、改善公司盈利、提高公司的市场地位及影响力具有重要作用。

2. 资源储备优势

公司通过收购 MDAE 取得的油田储量较高。MDAE 目前拥有 Woodbine、Devon 油田区块和 Manti 油田区块，以下统称为 MDAE 油田。

MDAE 油田位于美国著名的油气产区——Eagle Ford 地区，平面上工作权益面积约 147.71 平方公里。Eagle Ford 地区作为美国的主要产油区，含油面积大（油田长近 400 公里、宽 60 公里），

油层连片分布、油气储量大，产能扩建基础较好。根据美国能源信息署（EIA）2013年8月发布的《2011年美国原油及天然气探明储量》，美国已探明的致密油储量超过90%位于美国4大致密油聚集带，其中Eagle Ford地区2011年已探明致密油储量约为13亿桶，仅次于Bakken地区的20亿桶，同时Eagle Ford地区页岩气资源也极为丰富，2011年探明储量约为2,379亿立方米。

国际评估公司Cawley, Gillespie & Associates, Inc.依据SEC标准，按照利用油藏天然能量，采取枯竭式开采方式（一次采油）估算，截至2013年初，Woodbine油田权益剩余可采油气当量5,040万桶（原油4,050万桶，占80.4%；凝析油529万桶，占10.5%）。其中证明已开发剩余可采油气当量（PDP）810万桶，占16%；证明未开发剩余可采油气当量（PUP）2,020万桶，占40%；基本证实储量未开发油气当量（PUP）2,210万桶，占44%。因此，Woodbine油田拥有的油气资源具有油藏连片分布、油层有效厚度大、储层物性较好、油品好、单井初产高的优点，同时具有油气储量落实程度高、可供后续开发的剩余井位较多、原油销售价格高，开采成本低等特点，对该区块油气田资源加大开发力度，收益回报前景较好。

Manti油田区块目前有36口油井，其中有35口水平井，1口直井。权益油气当量为2,650桶/天，其中原油占90%。目前该区块已经进入规模开发阶段。依据SEC标准，按照利用油藏天然能量，采取枯竭式开采方式估算，截至2014年底，该油田证明、概算及可能的权益剩余可采油气当量共3,125万桶（其中原油占83.3%，凝析油占8.4%，天然气占8.3%），其中证明剩余可采油气当量1,441万桶。

Devon油田区块拥有的矿权的总占地面积为11,081英亩（44.84平方公里），平面上净工作权益面积9,312.694英亩（37.68平方公里）。

总体看，公司拥有的油气资源储备量和油气质量均较高，未来油气资产的进一步投产运营以及油价反弹有望大幅提升公司的盈利能力。

3. 人员素质

公司现有董事会成员9人，其中独立董事3人。监事会成员3人，其中监事会主席1名，职工监事1名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长闻掌华，1964年12月生，研究生学历。1983年9月至1992年8月在浙江省德清县士林镇人民政府、干山镇人民政府、龙山乡人民政府工作。1993年9月起任浙江德清县莫干山美都房地产开发总公司总经理，1997年12月起任浙江美都实业股份有限公司董事长兼总裁，美都集团总裁。2002年9月起至今，担任公司董事长。

公司总裁王爱明，1977年12月生，硕士研究生学历，经济师职称。2003年1月至今，历任美都控股股份有限公司办公室主任、证券事务代表、董秘、副总裁、董事；2010年7月起，任公司董事、总裁。

截至2014年底，公司拥有在职员工672人，其中生产人员占49.85%，销售人员占7.59%，财务人员占10.57%，技术人员占20.24%，管理人员占11.76%。从人员学历结构看，硕士及以上学历人员占3.13%，本科及专科学历人员占39.14%，专科以下学历占57.74%。

总体来看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工人员构成符合业务经营需求。

4. 外部环境

公司位于浙江省，来自浙江省内的收入占其营业收入的比较高，浙江省的经济发展状况对公司的经营具有重要影响。

浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，东临东海，南接福建，西与江西、安徽相连，北与上海、江苏接壤。浙江省下辖杭州、宁波、温州、绍兴、湖州、嘉兴、金华、衢州、舟山、台州、丽水 11 个城市，其中杭州、宁波（计划单列市）为副省级城市；下分 90 个县级行政区，包括 34 个市辖区、21 个县级市、34 个县、1 个自治县。截至 2013 年底，浙江省共有人口 5,498 万人。

近三年，浙江省经济发展稳健，生产总值保持平稳增长，年均复合增长 7.82%。2013 年，浙江省生产总值为 37,568 亿元，比上年增长 8.2%；人均 GDP 为 68,462 元，同比增长 7.8%，居民消费价格比上年上涨 2.3%。2013 年，浙江规模以上工业增加值 11,701 亿元，比上年增长 8.5%；实现销售产值 61,837 亿元，增长 7.1%；完成出口交货值 11,600 亿元，增长 2.2%；出口交货值占销售产值的比重为 18.8%，比上年下降 0.9 个百分点；全年规模以上工业企业实现利润 3,386 亿元，比上年增长 15.2%。2013 年全年建筑业增加值 2,078 亿元，比上年增长 5.6%；资质以上建筑企业利润总额 525 亿元，增长 20.6%；固定资产投资 20,194 亿元，比上年增长 18.1%；全年房地产开发投资 6,216 亿元，比上年增长 18.9%。

总体看，公司所处的浙江省区域经济较为发达，近年来发展平稳，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

按照《公司法》、《证券法》和《公司章程》的规定，公司设立了股东大会、董事会、监事会，分别作为公司权力机构、执行机构、监督机构。公司根据权力机构、执行机构、监督机构相互独立、相互制衡、权责明确、精干高效的原则，建立健全了公司的法人治理结构，并实行规范运作。股东大会通过董事会对公司进行管理和监督；董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责，对公司经营活动中的重大决策问题进行审议并做出决定，或提交股东大会审议；监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司总裁由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设房地产营销策划部、房地产工程管理部、资金运营中心、人力资源部、财务管理部、办公室、审计部等 7 个职能部门（见附件 1-1），截至 2014 年底，公司拥有控股子公司 42 家，参股公司 6 家。公司各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司有较为完善的制度，包括了《公司关联交易管理制度》、《公司财务制度》、《公司对外投资管理制度》、《公司信息披露制度》等，建立了完善的内部约束机制和责任追究机制，各事项有明确的责任人，能够杜绝越权决策或不履行内部决策程序的情况。公司各项管理制度建立之后，均得到有效地贯彻执行，同时，公司定期进行检查、评估和及时的修订完善，对公司的经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。

采购管理方面，公司建立了采购管理制度，规范原辅料、一般材料物资以及劳务、服务的采购活动等业务操作，加强对请购、合格供方筛选、采购招标、询价采购及采购合同订立等环节的风险控制，为合理控制成本，各子公司实行大宗原材料统一询价采购，在确保物资采购满足公司生产经营需要的基础上，有效地降低了生产成本。

对外担保方面，公司按照法律法规的规定，在《公司章程》中明确规定了股东大会、董事会关于对外担保事项的审批权限，以及违反审批权限和审议程序的责任追究机制。公司独立董事在董事会审议对子公司的担保事项时，关注公司累计和当期对外担保情况，并发表了独立意见。公司担保的债务到期需继续提供担保的，作为新的对外担保，重新履行担保审批程序。公司对外担保按规定履行了信息披露义务。公司的对外担保根据《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《对外担保制度》和《独立董事工作制度》等的相关规定进行。

关联交易管理方面，公司明确划分公司股东大会、董事会对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审议程序和回避表决要求。公司审议关联交易事项时，提交相关材料由独立董事进行事前认可，并发表关联交易的独立意见，董事会审议关联交易事项时，关联董事回避表决。

对子公司的管理方面，公司主要采取了以下策略：（1）从股权关系上依法对子公司实施控制。公司在设立子公司时，力求达到全资拥有或绝对控股从而控制子公司的生产经营与财务的决策权；（2）公司董事直接担任下属子公司主要负责人；（3）从决策权限上依法对下属子公司控制，公司下属子公司未经公司许可无对外担保和对外投资权限；（4）公司对各下属公司实施经营目标责任制，公司按照各个下属公司的经营内容，实行年度目标或中期目标考核；（5）公司制定《内部审计制度》并设立审计部，公司审计部门审核各公司费用是否符合开支计划、报销是否符合公司制度规定要求、所附发票是否准确、合法。

总体来看，公司内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理风险相对较小。

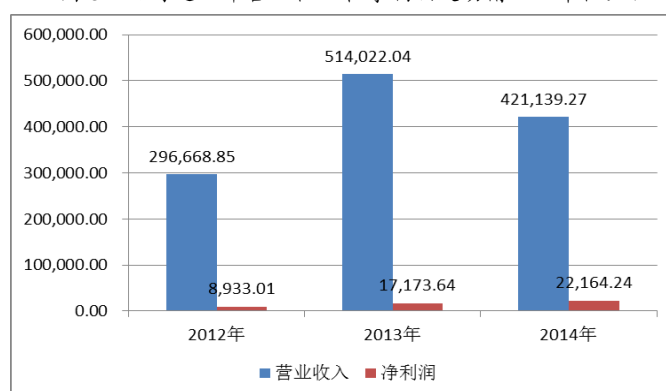
六、经营分析

1. 经营概况

公司目前形成了房地产开发销售和钢材、石油化工产品销售等商业贸易两大主营业务板块，并且已经开始进入原油及天然气的勘探、开发、生产和销售业务的布局。公司近年来，商业贸易板块一直保持较大的收入规模，但是基于公司贸易流通采取即买即卖的低风险运营模式，该板块对公司的净利润贡献较低。公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况如下图所示，2013年营业收入较上年增幅达73.26%，其原因除了商业贸易板块收入规模增加57,973.13万元以外，主要来自于房地产项目建成销售结转收入规模大幅增加所致。2013年12月，公司完成对美国Woodbine Acquisition LLC 100%股权收购，标志着公司实行战略转型布局原油及天然气业务，但此板块作为未来公司业务发展重点对当年营业收入及利润贡献有限。2014年虽然营业收入有所减少，主要是房地产板块和毛利率较低的商业贸易板块的收入规模有所下降所致，但是净利润达到22,164.24万元，主要是原油及液化气板块毛利率较高所致。

鉴于公司实行战略转型进入海外原油及天然气业务，联合评级将关注公司未来主营业务构成的变化情况以及新进油气业务的盈利情况。

图 8 公司近三年营业收入和净利润变动情况 单位：亿元



资料来源：联合评级整理。

从公司主营业务收入的构成和盈利情况来看（下表），2012~2014年，公司商业贸易收入规模呈现波动状态，其占比由于房地产板块收入的增减变化而对应反向变化，其毛利率由于公司商品贸易采取快进快出的经营方式而处于微利状态，2014年商业贸易板块的收入和毛利率分别为42.97亿元和0.14%。2013年，公司房地产项目去化结转收入规模较大，其板块业务收入规模达175,325.93万元，较上年巨幅增加7.88倍，房地产板块的毛利率处于较高水平，房地产板块作为公司传统的业务重点对当年的利润贡献较大，未来基于公司的商业判断，公司将逐步缩减房地产业务规模。2014年，公司于2013年布局的石油、天然气板块开始发力，当期实现业务收入11.05亿元，占当期主营业务收入比例和毛利率分别为26.35%和53.85%，油气资产的盈利前景较好。

表 3 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利率情况 单位：亿元、%

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	主营收入	占比	毛利率	主营收入	占比	毛利率	主营收入	占比	毛利率
商业贸易	26.63	90.16	0.17	32.42	63.24	0.07	18.02	42.97	0.14
房地产	2.23	7.54	37.91	17.53	34.20	33.73	11.79	28.11	26.43
服务业	0.68	2.30	81.64	0.71	1.38	82.40	0.67	1.60	83.44
原油及天然气	-	-	-	0.60	1.18	50.76	11.05	26.35	53.85
金融业							0.41	0.97	100.00
合计	29.53	100.00	4.89	51.27	100.00	13.32	41.94	100.00	23.98

资料来源：联合评级整理。注：2014 年以来，公司已经开展金融板块业务。

从销售区域情况看（如下表），公司主要收入来源于浙江和上海地区，主要是公司的房地产项目主要围绕浙江和上海地区开展。2013年安徽地区收入达50,116.31万元，主要是位于安徽宣城的房地产项目销售结转收入所致。2013年由于布局美国油气资产，当年公司在美国地区实现营业收入6,044.75万元，标志着公司实行战略转型布局的开始。2014年，公司美国油气资产的收入及占比分别提升至11.05亿元和26.3%，随着未来油井开发规模的扩大，公司油气资产的收入及占比有望进一步提升。

表 4 近三年公司主要业务分地区情况 单位：亿元

分地区	2012 年度		2013 年度		2014 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
浙江地区	9.64	32.63%	22.40	43.58%	4.95	11.8%
海南地区	1.28	4.32%	1.47	2.85%	1.36	3.3%
江苏地区	1.07	3.63%	0.98	1.92%	3.18	7.6%

安徽地区	0.04	0.12%	5.01	9.75%	3.38	8.1%
上海地区	17.51	59.30%	20.80	40.47%	18.02	43.0%
美国	--	--	0.60	1.18%	11.05	26.3%
合计	29.53	100.00%	50.67	98.57%	41.94	100.00%

资料来源：联合评级整理。

2. 房地产业务板块

项目获取

公司早期主要在浙江省杭州、湖州、及海南海口等地区从事房地产开发经营业务。经过几年的发展，公司的房地产业务得到了长足发展，成为公司目前盈利能力最强的业务。由于公司布局油气资产实行战略转型，未来公司的房地产业务预计将比目前有所减少。公司在保证自身资金流的前提下，按一定量的配比开发地产项目。

公司房地产项目开发以在二三线城市的商品住宅开发为主，以具备优质景观资源的景观房产开发为辅，产品形式以住宅开发为主，商业地产开发为辅。

公司房地产项目决策流程主要分为项目调研、可行性论证和定位决策等环节。调研阶段是由公司房地产经营管理总部负责，包括项目前期调研、评估和定位分析，收集土地市场信息等。房地产经营管理总部根据意向性土地的相关经济技术指标，提交公司经营管理决策会议确定是否参加具体地块的招拍挂活动。

土地获得后由房地产经营管理总部提出项目经营管理成员构成，经公司经营管理决策会议审议后确定项目经营管理班子人员负责项目组织实施。近三年公司房地产开发情况如下表所示，2014年以来，受房地产政策及公司转型策略的影响，公司放慢了房地产开发的速度和进度。

表 5 2012 年~2014 年公司房地产开发情况 单位：亿元、万平方米

年份	新开工面积	期末在施面积	竣工面积	预售收入	预售面积	结转销售收入	结转面积
2012 年	32.30	79.90	19.80	9.53	15.10	2.23	5.31
2013 年	36.20	109.00	19.30	13.38	16.61	17.53	25.66
2014 年	9.70	65.30	35.10	9.45	8.37	20.12	11.78

资料来源：公司提供。注：“结转销售收入”特指当年新开工土地房产的销售及预售额

从近三年公司房地产项目的完工情况来看，公司已完工交付的项目有 6 个，分别是千岛湖商城、海南宝华酒店二期、良渚望城、灌云美都新城、良渚石榴派和德清美都中心，另外琼海半岛花园、宣城美都新城和德清美都御府 3 个项目已经部分完工。

表 6 公司截至 2014 年底房地产完工项目情况 单位：万平方米

项目名称	占地面积	建筑面积	项目区域	项目类型	开发进度	销售情况
千岛湖商城	5.40	7.05	淳安千岛湖	商住	已完工交付	预售率 100%
海南宝华酒店二期	0.52	3.50	海南海口	商住	已完工交付	预售率 95%
良渚望城	3.13	8.53	浙江杭州	商住	已完工交付	预售率 89%
琼海半岛花园	7.59	12.03	海南琼海	商住	一期完工交付、二期待建、三期方案未定	一期预售 60%
宣城美都新城	16.79	37.42	安徽宣城	商住	一、二、三、四期 32.5 万平方米已完工交付，五期	项目一、二、三期已确认销售收入，

					4.9 万平方米在建	总销售率 95%；
灌云美都新城	12.41	26.76	江苏灌云	商住	已完工交付	销售率 90%
良渚石榴派	3.12	8.64	浙江杭州	商住	已完工交付	预售率 76%
德清美都中心	0.89	4.43	浙江德清	商业	已完工交付	未售

资料来源：公司提供，联合评级整理。注：尚有德清美都御府北区 10.8 万平方米已完工交付未包含在表中。

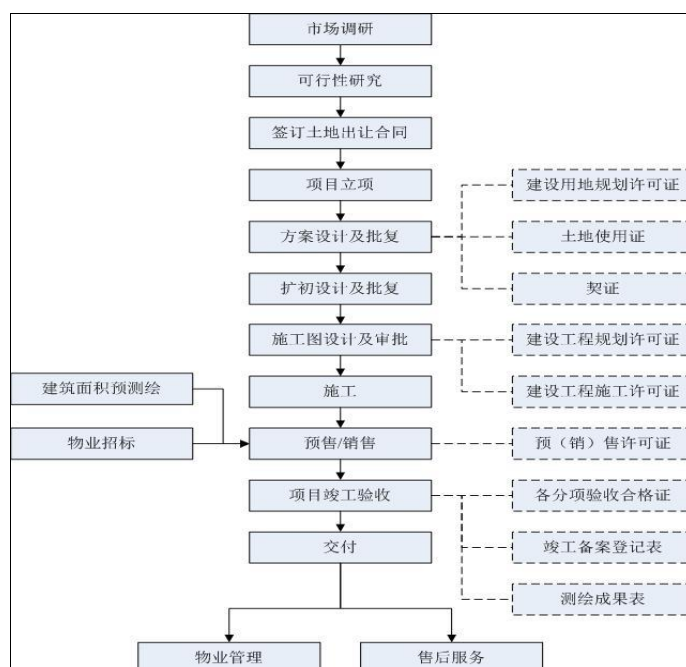
总体看，公司土地获取流程较为严谨，通过多个房地产项目的开发并完工预售，积累了一定的房地产项目经验。

项目建设开发情况

公司制定了详细的项目开发管理程序，通过科学的项目管理架构，控制开发项目各个环节的衔接以及相关部门的配合，确保项目开发有序进行。董事会做出开发决策后，由分管副总裁负责实施。公司项目开发多通过成立控股子公司（即项目公司）进行，各相关部门配合项目公司实施项目开发。各部门按分工，指定专人或小组负责各项具体的工作。公司实行扁平式组织架构，有利于集中整合公司资源，并能根据市场需求快速反应，增强项目运作的执行力度。

公司的房地产项目施工是采用招标方式总包给施工单位，因此建筑材料是由施工单位负责采购。公司房地产项目的配套工程（如电梯、门窗、消防、装修等）也是采用招标方式单项总包给配套工程施工单位，相应的材料采购也由配套工程施工单位进行。公司房地产开发业务的简要流程如图示：

图 9 公司房地产开发业务流程图



资料来源：公司提供。

公司主要采取招标方式选择设计单位和设计方案。根据项目定位，依据业内信誉与评价、服务质量及以往合作经验，选择合适的候选单位进行招标。再根据一定的测评体系，评标选定设计单位。近几年和公司合作过的设计单位主要有杭州市城建设计院、浙江东南建筑设计有限公司和

浙江大学建筑设计研究院等 7 家甲级设计单位。

公司主要采取招标方式选择施工单位。对政府规定要求进入招标交易中心的标的，公司委托有资质的招投标代理机构组织招标工作，并严格根据招标法规定的程序进行操作和指派评标专家，接受相关部门的监督。对政府规定不需要进入招标交易中心的标的，采用邀请招标或议标两种方式进行，并由公司的工程管理部负责相关事项，评标和决标由公司组织进行。近几年与公司合作的施工单位主要有浙江省建工集团有限公司、浙江昆仑建设集团有限公司、广西建工集团第四建设工程有限公司等 7 家特级和一级施工单位。

项目公司一方面对施工单位进行施工质量的监督和管理，及时纠正建筑施工单位施工过程中出现的问题；另一方面通过监理单位、质量监督站等单位的协助监理，对施工单位进行施工阶段质量、进度控制、文明施工、安全生产等方面的管理和监督，以保证开发项目工期、质量、品质等各项指标的实现。公司主要通过招标方式来选择监理单位，一般根据项目定位，选择合适的候选单位经公司批准后按照政府规定进行招标，评标和决标由公司组织进行。

公司开发的项目以住宅为主，适量开发商铺等具有稳定现金流的商业物业，并选择性地保留一些商业物业。公司出租物业的经营方式主要是招租。

截至 2014 年底，公司在建和拟建项目情况如下表所示，其中位于浙江省内的项目达 7 个，另外，惠州大亚湾和安徽宣城各有 1 个和 2 个在建项目。公司房地产项目的可售面积主要为公司在建未售房产部分以及建成销售剩余部分。

表 7 公司 2014 年底房地产在建和拟建项目情况 单位：万平方米

项目名称	占地面积	建筑面积	项目区域	项目类型	开发进度	销售情况
德清美都御府	5.30	20.14	浙江德清	住宅	北区 10.8 万平米交付，南区 9.3 万平米在建	销售率 70%
科技新城拆迁安置小区（一期）	5.46	17.72	浙江德清	住宅	在建	代建回购房
雷甸农村新社区建设一期（北区）	6.38	14.56	浙江德清	住宅	在建	代建回购房
金鹅山安置小区二期（南区）	9.91	14.87	浙江德清	住宅	在建	代建回购房
美都铭座	2.44	6.71	浙江长兴	商住	在建	未售
德清（2009）010-2 号地块	2.69	6.00	浙江德清	商住	拟建	未售
余政储出[2012]70 号地块	6.06	17.25	杭州瓶窑	商住	拟建	未售
依山海湾	5.20	20.98	惠州大亚湾	商住	拟建	未售
美都玉府	7.02	22.00	安徽宣城	商住	在建	未售

资料来源：公司提供。注：尚有琼海半岛花园二期待建、三期方案未定；宣城美都新城五期 4.9 万平米在建未包含在本表中。

从质量管控方面来看，公司建立了质量内控标准，内容涵盖了开发设计、工程管理、销售、交付等房产项目开发环节。公司通过加大现场检查与监督的力度，特别通过执行《房地产工程管理制度》等内部制度对房地产项目开发、施工过程进行重点质量监控。

针对特殊环境项目的质量控制方面，由于公司开发的项目地区分布较广，地区之间气候条件、地质结构、区域文化、消费观念、社会经济发展水平和材料供应状况的差异导致公司的各项质量控制措施因环境的不同而做相应调整。公司依照有关项目建设所在地的有关规定和合同文件，招标选择施工单位，施工项目建设满足城市规划、建筑质量和环境质量三者协调统一的要求。对工

程施工的关键岗位、关键工种，要求施工单位必须严格执行先培训后上岗的制度，对工程的重要结构部位和隐蔽工程适时进行反复检查，对关键过程严格控制，严格按规程操作。对在项目质量计划中界定的特殊过程，除应执行一般过程控制的规定外，还由专业技术人员设置工序质量控制点进行控制。

总体看，公司房地产开发经验较为丰富，开发流程较为完善，在建和拟建项目主要以浙江省内为主，作为具有一定区域性特点的房地产开发企业，公司房地产质量把控和管理较为严格。

房产销售情况

在销售模式上公司开展双层面的营销模式。在公司层面，设立房地产销售策划部，专门负责企业整体形象宣传和推广。通过对公司品牌的整体推广，强化“美都”品牌的品牌效应。销售策划部也负责具体项目的形象宣传，通过平面、立体媒体以及产品说明会等各种活动推广项目。项目公司设置销售副总经理和销售部专门负责具体项目的全程销售，从客户接触项目开始，直至项目交付使用、办理交房手续，提供全程专业服务。具体的销售策略上，公司多采用分期销售的方式。一般来说，公司房地产项目首期通过较具竞争力的价格，以形成市场效应、聚集人气为主要目标；中、后期主要以巩固竞争优势为目标，进一步扩大楼盘影响。

公司开发的房地产项目定价的操作程序是：计算出项目总成本→调查其他有可比性楼盘的价格及销售情况→调查消费者购买意向→确定楼盘销售的基本价格。

2013年公司房地产销售面积和实现房地产销售收入分别达到17.21万平方米和10.43亿元，在当年的营业收入和利润贡献中占比较大（如下表所示）。近三年中房地产板块销售收入的变化主要跟完工结转的项目有关。

表8 近三年公司房地产项目销售情况 单位：元/平方米、万平方米、亿元

年度	年度销售均价	项目所在地	销售项目名称	销售面积	销售收入
2012	5,982	浙江德清	美都御府	3.05	2.77
		安徽宣城	美都新城	4.25	2.33
		江苏灌云	美都新城	2.68	0.87
		浙江杭州	望城	3.19	2.24
		浙江杭州	石榴派花苑	1.22	0.55
		小计			14.39
2013	6,801	浙江德清	美都御府	3.64	2.62
		安徽宣城	美都新城	3.90	2.09
		江苏灌云	美都新城	5.26	2.08
		浙江杭州	石榴派花苑	3.54	2.99
		海南琼海	半岛花园	0.87	0.65
		小计			17.21
2014年	6,617	浙江德清	美都御府	1.31	0.89
		安徽宣城	美都新城	2.20	1.26
		江苏灌云	美都新城	3.63	1.87
		浙江杭州	石榴派	0.18	0.73
		海南琼海	半岛花园	0.81	0.63
		小计			8.13

资料来源：公司提供。

公司在项目开发后通过招投标的方式选择物业管理公司，并签订前期物业管理服务合同，在业主委员会成立之前，该物业公司对所开发物业管理提出优化方案，并提供专业的物业管理服务；待业主委员会成立后，再由业主委员会选择物业管理公司进行管理。

总体看，公司房地产销售比较注重销售策略，近三年房地产销售面积和销售收入均有大幅上升，对公司当期的收入和利润贡献较大。

3. 商业贸易板块

目前公司主要开展境内贸易业务，业务模式以自营为主，贸易产品主要分为钢材和石化产品两大类，其中钢材贸易由公司自身及美都经贸开展，石化产品贸易由美能石化和海孚石化开展。

公司贸易业务主要是向全国各地的钢材、石化产品的贸易商、分销商、零售商和直接用户提供所需的产品品种，赚取贸易差价。

公司商业贸易业务流程主要有以下三种方式：（1）市场调研-签订采购合同-支付货款-货物入库-组织销售-签订销售合同-收取货款-发货；（2）业务接洽-签订销售合同-预收货款-组织货源-签订采购合同-支付货款-货物入库-发货；（3）业务接洽-签订销售合同-组织货源-签订采购合同-支付货款-货物入库-收取货款-发货。

公司开展贸易业务基本以采用方式（2）和方式（3）为主，一般在跟下游客户签订销售合同，甚至支付货款以后公司再进行采购，所以不存在囤货情形，规避了钢材和油品贸易中的价格波动风险，但是另一方面，此模式也造成了公司贸易业务板块处于微利状态。近三年以来，由于市场行情影响，钢材和油品的价格下降，公司商业贸易板块毛利率逐年下降，虽然公司商业贸易板块的业务收入规模逐年上升，但是该板块对公司的利润贡献较小（详见本报告表3）。

在采购方式和供货商选择上，公司原材料采购分别通过油化工部与钢材部统一采购，所有原材料采购均通过招标、比价的方式进行，选择性价比较高的供应商供货，主要供货商由国营大中型企业、民营企业、合资公司构成，其中国营企业占比较大。在原材料采购监管方面，公司制定了严格的质量标准和采购制度，同时与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并且在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。

从公司的采购结算来看，钢材业务大多都是在销售客户已经落实的基础上再进行采购，因此与供应商结算的方式也大多以直接现金支付为主；石油化工产品在支付货款时，一般先预付30%~50%，其余货款待产品检验合格交货后结清。

从销售的结算方式来看，因为大部分钢材销售客户在货物采购前就已落实，故钢材的付款大多是采取“先款后货”的结算方式，即公司在收到全额货款后才发货；石油化工产品在销售时，会先预收客户20%~30%的定金，在货发后再收余下款项，一般的回款期在一个月左右。因公司商贸板块基本上都与固定的合作伙伴交易，因此至目前未发生过欠款的客户。

总体看，公司商业贸易板块收入规模较大，一般采用“先卖后买”等即买即卖的贸易方式，规避了宏观经济波动等因素引起的钢材和石化价格波动的风险，但是也使得该板块对公司的利润贡献较小。

4. 油气资源开发板块

2013年12月以来，公司先后收购了美国的Woodbine油田区块、Devon油田区块和Manti油田区块（即“MDAE油田”）。

MDAE油田所有油田工程均实施外包，包括钻井、泥浆、录井、下套管固井、压裂、测井、

修井等。目前除Petromax、Halliburton、Weatherford等知名国际大型油服公司外，New Tech Global、Superior、BohlerDownhole Technologies等中小型公司也为MDAE提供钻井、完井和压裂的作业。

MDAE与专业的油气销售公司签订了长期合同，销售稳定。每口油井在地面配有储罐，储罐储油时间不超过7天，原油于井口装车完成销售；油田生产的伴生气无需处理，直接以湿气的方式通过自有管网输送销售给天然气处理公司。

除了上述具体工程施工涉及的技术外，其他包括分析、管理、设计、监测技术均掌握在MDAE手中。公司通过收购MDAE100%股权取得了相应油气资产，同时也获得了MDAE专业技术人才，与另外公司聘请的国内石油行业专家共同组成了MDAE目前的核心技术团队。

德克萨斯是美国石油工业极为发达的州之一，MDAE所属油气田所在区域更是著名的致密油产区，因此各油服公司施工队伍众多，市场化程度极高。同时公司为避免生产计划受油服公司施工供给影响，会提前安排打井计划并与油服公司签订施工合同。从MDAE历史的打井和产油情况，以及公司接管MDAE公司以来新增完钻油井情况来看，MDAE生产经营情况正常。

2013年以来公司石油板块石油销售情况如下表所示，由于公司2013年12月才收购美国油气资产，下表中2013年数据仅为2013年12月份的月度数据，公司油气产品主要由原油、凝析油和天然气构成，2013年12月共实现销售收入977.2万美元，而2014年的销售收入则上升至17,967.59万美元，原油、凝析油和天然气的销售单价均略有下降。

表9 2013年以来公司石油板块销售情况表 单位：万美元、美元/桶、美元/立方英尺

产品名称	2013 年度			2014 年		
	数量	金额	销售单价	数量	金额	销售单价
原油	9.78 万桶	902.91	92.25	189.92 万桶	16,700.56	87.94
凝析油	1.61 万桶	47.63	29.49	27 万桶	694.87	25.52
天然气	10.48 万立方英尺	26.66	2.54	154.28 立方英尺	376.93	2.44
管道收入	--	--	--	--	195.23	--
合计	--	977.2	--	--	17,967.59	--

资料来源：公司提供。

截至2014年末，公司（Woodbine油田区块）已有油井134口，产出总量达242万桶。公司计划于2015年、2016年和2017年分别增加开井数80口、54口和80口（资本投入情况详见本报告“重大事项”部分），MDAE成立至今，还没有发生为遵循环保或安全法规的重大支出。

总体看，公司实行战略转型于2013年12月进入石油板块，油气板块的生产经营情况正常，油气产品的销售较为稳定。未来随着油井数量的增加，以及国际油价的反弹，公司油气资产的销售收入和利润贡献有望增加。

5. 其他业务板块

（1）服务业务

公司服务业务板块主要由子公司海南宝华海景大酒店有限公司（以下简称“宝华酒店”）经营，宝华酒店是四星级涉外酒店，座落于海口市金融贸易区，交通便利。酒店建筑面积4.6万平方米，拥有各类房间共计418间（套）。宝华酒店先后获“海口市首批旅游名牌饭店”、“海南十佳旅游饭店”、“海南省旅馆业安全店”、“优秀星级饭店”和“海南省服务行业明星企业”等荣誉，同时获得“全国绿色餐饮企业”、“金奖大堂、金奖设备与配置、环境艺术奖”、“国际认证联盟（IQNET）管理卓越奖”等多项国内外业界荣誉称号。宝华酒店先后在海南饭店业率先通过ISO9001国际质量

管理体系认证及ISO14001国际环境管理体系认证，从而成为海南饭店业首家通过双认证的酒店。

2012~2014年宝华酒店分别完成营业收入6,175.90万元、6,629.03万元和6,733.93万元。公司致力于提升酒店服务水平，实现营业收入稳步增长。

(2) 房屋租赁

公司出租房屋主要有位于浙江杭州市和湖州市的三处房产恒升名楼、美都广场和美都综合大楼（如下表），出租率均达到100%，2014年的出租收入分别为678.35万元、410.18万元和82.5万元。

表 10 2014 年公司出租收入情况表 单位：平方米、万元

名称	地址	可出租面积	已出租面积	出租率 (%)	2014 年出租收入
恒升名楼	杭州密渡桥路 70 号	5,057.80	5,057.80	100	678.35
美都广场	杭州莫干山路 785 号	2,974.14	2,974.14	100	410.18
美都综合大楼	湖州市凤凰路 622 号	2902.84	2902.84	100	82.5

资料来源：公司提供。

(3) 金融及准金融业务

公司于2013年以货币资金出资人民币9,000万元，作为主发起人发起设立德清美都小额贷款股份有限公司（以下简称“德清小贷”），占德清小贷注册资本的30%。截至2014年底，德清小贷资产总额35,465.45万元，所有者权益合计32,062.97万元；2014年，德清小贷实现营业收入3,642.85万元，净利润2,062.97万元。

另外，公司还通过德清典当从事典当业务，德清典当持有浙江省商务厅于2014年7月18日颁发的编号为33092A10006号《典当经营许可证》，许可从事典当业务，截至2014年底，德清典当资产总额1,250.4万元，所有者权益合计1,233.97万元；2014年，德清典当实现营业收入179万元，净利润65.94万元。

总体看，公司除主业之外还涉足金融及准金融业务，在改善公司盈利结构的同时，有利于提升公司整体竞争力。公司其他业务板块作为公司主营业务收入和利润来源的补充，为公司的发展起到了积极的促进作用。

6. 经营效率

2012~2014年，公司营业收入和利润总额年复合增长率分别为19.15%和52.88%，公司经营规模稳步扩大，经营成果稳步提升。2014年度，公司实现营业收入和利润总额分别为421,139.27万元和24,571.23万元。

近三年，公司营业收入以商业贸易和房地产业务收入为主，即买即卖的商业贸易模式和以个人用户为主的房地产销售方式使得公司的应收账款金额处于很低的水平，2013年12月收购美国油气资产以来，由于增加对Enterprise Crude Oil LLC应收账款4,867.76万元和应收海宁市中油石油有限责任公司账款2,716.85万元，应收账款净额由2012年底的2,502.78万元增加至2013年底的10,265.84万元，从而使得公司的应收账款周转率由2012年的90.90次下降至2013年的68.56次。2014年以来，由于油气板块增加应收账款以及公司2014年非公开发行成功从而应收账款规模和总资产规模继续扩大，加之公司房地产板块去化速度下降从而营业收入和营业成本规模有所

下降，公司应收账款周转率为 31.77 次。

近三年，随着公司经营规模的扩大，公司的总资产规模和存货规模均呈现逐年上升的态势，公司存货以房地产开发成本和开发产品为主，总资产则由于收购油气资产而进一步扩大。但是公司的营业收入和营业成本也呈现逐年上升的态势，近三年存货周转率和总资产周转率变化不大，呈现波动状态。2014 年底公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.96 次和 0.34 次。。2014 年非公开发行成功导致公司总资产规模扩大，2014 年底公司的存货周转率和总资产周转率分别下降至为 0.96 次和 0.34 次。

2012~2013 年，由于公司业务板块的构成情况，公司商业贸易实现营业收入规模较大，从而公司应收账款周转率处于很高的水平，而公司的存货周转率和总资产周转率处于正常水平。2014 年由于公司实行战略转型布局油气资产，经营效率有所下降，总体看，公司经营效率处于正常水平。未来随着油气资产投产规模扩大营业收入规模有望得到提高，联合评级将继续关注公司未来的经营效率变化情况。

7. 重大事项

2014 年非公开发行事项

公司于 2013 年 7 月通过董事会决议通过非公开发行股票议案，公司实际发行普通股 10.03 亿股，募集资金净额为 22.63 亿元，于 2014 年 8 月将 2014 年非公开发行新增股份在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记托管手续。

本次募投项目计划通过向境外全资子公司 MAI 增资的方式（最终方式的确定由股东大会授权董事会具体实施），将募集资金用于 Woodbine 油田产能建设项目，即 2014 年 54 口新油井的开发建设，该项目预计投资总额为 2.88 亿美元（17.6 亿元人民币）。剩余资金将用于补充公司流动资金

总体看，本次发行后，公司净资产大幅增加，资产负债结构更趋合理，总体财务状况得到优化与改善，公司资产质量和偿债能力均有所提升。

拟非公开发行股票事项（以下简称“2015 年非公开发行”）

2015 年非公开发行相关事项已经过公司股东大会通过，非公开发行股票申请已获中国证监会受理，尚需取得中国证券监督管理委员会核准。本次非公开发行募集资金涉及使用外汇事项还需取得相关部门的审批、备案。

2015 年非公开发行股票募集资金总额（含发行费用）不超过 790,000 万元，扣除发行费用后将用于以下项目（如下表）。

表 11 2015 年公司非公开发行募投项目情况表 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
1	2015 年美国油田产能扩建项目	260,000	260,000
2	偿还境外金融机构借款	321,048	320,000
3	偿还国内借款	210,000	210,000
合计		791,048	790,000

资料来源：公司提供。注：若本次非公开发行实际募集资金净额少于上述项目拟投入募集资金总额，募集资金不足部分由公司自筹解决；募集资金如有剩余，将用于补充流动资金。本次发行募集资金将按上述项目顺序投入，公司董事会可根据实际情况，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

项目 1：公司全资子公司美都美国能源有限公司目前拥有 Woodbine、Devon 和 Manti 油田区

块，以下统称为 MDAE 油田。

MDAE 油田拥有的油气资源具有油藏连片分布、油层有效厚度大、储层物性较好、油品好、单井初产高的优点，同时具有油气储量落实程度高、可供后续开发的剩余井位较多、原油销售价格高，开采成本低等特点，对该区块油气田资源加大开发力度，收益回报前景较好。

2015 年美国油田产能扩建项目的实施主体为美都美国能源有限公司，本次拟投入 26 亿元募集资金用于 MDAE 油田的产能扩建，该产能扩建涵盖：新井建设(预计新建油井约 80 口)、井场地面设施及油田配套设施。

如募集资金按期投入、自筹资金如期安排到位、产能扩建计划如期实施、MDAE 公司的实际经营环境未发生重大变化，且假设 WTI 原油价格的波动类似前六年（2009 年 1 月 1 日~2014 年 12 月 15 日，WTI 日均价格为 87.30 元/桶），公司预计 2015 年 MDAE 当年生产油气当量 600 万桶，如果按照 85 美元/桶的 WTI 均价，可以实现销售收入人民币 270,000 万元¹，公司的总资产及净资产规模将相应增加，可大幅提升公司的盈利能力和经营活动现金流入规模。

本次募集资金项目投入后可提升公司产能，提高公司的核心竞争力，从而提高公司盈利水平和抗风险能力。

项目 2: 2014 年 8 月 4 日，公司在美国的全资子公司 MDAE 与 BANK OF AMERICA, N.A 签署了贷款协议，借入 5.25 亿美元，期限 5 年，主要用于置换原有的贷款。公司拟用本次非公开发行股票募集资金净额中的 32 亿元，通过增资方式用于偿还该笔贷款。通过本次发行募集资金用于偿还该笔银行借款后，MDAE 公司财务费用将明显下降。假设其他条件不变，按照该笔借款目前利率（9.5%）测算，偿还 32 亿元后公司每年将节约财务费用约 3 亿元，显著提升公司盈利水平。

项目 3: 本次发行拟用募集资金净额中的 21 亿元偿还美都能源国内借款。该举措有利于减轻公司债务负担，偿债能力特别是短期偿债能力将得到大幅提高，同时财务状况得到进一步改善，公司的抗风险能力也得到进一步提高，为公司未来的持续发展提供保障。

总体看，公司 2015 年非公开发行的募集资金投向符合国家产业政策和公司发展的需要，投资项目具有较强的盈利能力和较好的发展前景。通过本次募集资金投资项目的实施，将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，增强公司的综合竞争力和抗风险能力，促进公司的可持续发展。

8. 未来发展

公司的发展战略：公司以美国油气资产为依托，集中优势资源，积极拓展原油及天然气业务；升级商业贸易业务结构，从单纯的贸易中间商过渡为贸易综合服务商，提高公司商业贸易业务利润率；房地产业务以去化为主，加速开发，逐步减少对房地产业务的依赖；最终发展成为以能源开发及石油和商业贸易业务为主的大型综合类上市公司。

为实现上述发展战略，公司制定了如下业务发展目标：

（1）集中精力发展原油及天然气的勘探、开发、生产和销售业务，尽快打造新的业务支点。首先，依托美国油气子公司现有框架，加快子公司人员、资产整合，确保原有业务持续、健康发展；其次，在充分整合现有油气资产基础上，充分运用资本市场提供的融资平台，加大新油井开发力度，在短时间内扩大油气田产能，为公司创造高额、稳定的利润来源，增强公司的核心竞争力，为公司实现产业结构升级转型打下坚实基础。

¹从长周期看，过去三年和过去五年，国际油价均值均超过 100 美元/桶，联合评级从资源稀缺性和长周期油价均价角度预期 100 美元左右的价格是“正常”价位。一旦油价回归“正常”，公司油气资产增值潜力大，但是联合评级将持续关注油价波动对公司油气资产保值增值以及对公司盈利能力提升的影响。

(2) 调整现有商业贸易业务结构, 提高公司贸易业务毛利率。公司将逐渐将仓储、物流等贸易实物流转服务纳入公司经营范围, 减少外包。最终改变目前商业贸易业务收入高, 利润少的局面。

(3) 保持现有服务业务发展, 逐步减少对房地产业务的依赖。公司将在不影响公司正常运营的前提下, 放缓房地产业务开发节奏, 房地产业务以去化为主, 积极寻求业务结构转型升级。

总体看, 公司通过对原油及天然气、商业贸易、房地产、服务业务发展趋势的综合判断, 以及国际、国内宏观经济环境的分析, 制定了适当的发展战略和业务发展目标, 整体符合公司发展现状, 切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012 年度财务报告已经中汇会计师事务所有限公司审计, 2013~2014 年度财务报告已经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具标准无保留审计意见。公司自 2007 年 1 月 1 日起执行财政部 2006 年发布的新《企业会计准则》。2014 年, 财政部对会计准则进行修订, 公司从 2014 年 7 月 1 日起执行修订后的企业会计准则, 并按照上海证券交易所有关要求, 对 2014 年年报期初数相关项目及其金额做出相应调整²。公司近三年合并范围的变化并未涉及会计政策变更或者会计差错更正等需追溯调整报表期初数的情形, 2013 年合并范围内新增多个美国注册的公司主要体现在油气开采方面(公司近三年的合并范围变化详见附件 1-2), 体现了公司主营业务的战略转型, 公司会计政策连续, 财务数据可比性较强。

截至 2014 年底, 公司合并资产总额 1,443,887.60 万元, 负债合计 964,250.22 万元, 所有者权益(含少数股东权益) 479,637.38 万元。2014 年度, 公司实现合并营业收入 421,139.27 万元, 净利润(含少数股东损益) 22,164.24 万元; 经营活动产生的现金流量净额 18,840.56 万元, 现金及现金等价物净增加额 85,878.50 万元。

2. 资产质量

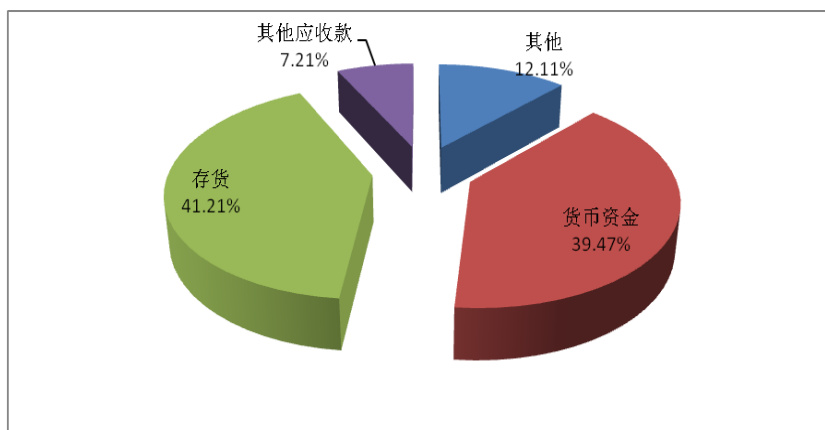
随着公司业务发展, 经营规模的不断扩大, 特别是公司 2013 年实施油气资产收购以来及 2014 年非公开发行股票实施后, 公司资产规模逐年增加, 三年复合增长率达 64.99%。截至 2014 年底, 公司资产总额为 1,443,887.60 万元, 其中流动资产合计占 53.06%, 非流动资产合计占 46.94%, 流动资产占比较高。

流动资产

截至 2014 年底, 公司流动资产共计 766,128.21 万元, 以货币资金、其他应收款和存货为主, 在流动资产中所占比例分别为 39.47%、7.21%和 41.21% (如下图所示)。

² 只涉及公司 2013 年报告原在“长期股权投资项目”列报的部分调整至“可供出售金融资产”, 影响列报的金额为 5,923.53 万元; 原在“资本公积”项目列报的部分利得已调整至“其他综合收益”项目列报, 影响调整列报的金额为 120.53 万元; 原在“外币财务报表折算差额”项目列报的调整至“其他综合收益”项目列报, 影响调整列报的金额为 28.36 万元。

图 10 公司 2014 年底流动资产构成情况



数据来源：公司年报。

随着经营规模的扩大和非公开发行募集资金到账，近三年公司货币资金规模不断增长，三年复合增长 109.89%。截至 2014 年底，公司货币资金为 302,398.94 万元，其中受限资金为 111,931.69 万元，主要为票据保证金、质押保证金、按揭保证金、存出保证金、融资保证金和其他保证金。除了各类保证金外，公司货币资金无抵押、冻结等对变现有限制或存放境外、存在潜在回收风险的款项。

近三年，随着公司经营规模的扩大，公司的其他应收款快速增长，三年复合增长率为 193.96%。截至 2014 年底，公司其他应收款为 55,228.94 万元，主要是应收代垫款、履约保证金和往来款。

截至 2014 年底，公司存货 315,693.02 万元，近三年存货规模波动增加，三年复合增长率为 6.45%，其中 2013 年公司存货增加系房地产项目陆续开发，开发成本和开发产品稳步增加所致，而 2014 年公司房地产业务收缩导致相应存货下降。截至 2014 年底的存货余额中，开发成本占 74.40%、开发产品占 25.34%、其他少量为原材料和库存商品。由于公司所开发房地产项目区位优势等条件较好、公司土地获取时间较早从而土地成本较低，加之随着宏观经济的发展，公司存货中属于开发成本和开发产品的房地产项目不存在跌价情形，2014 年底，公司仅对原材料计提了 8.56 万元跌价准备。公司存货规模较大，存货跌价准备提取情况与资产质量实际状况相符，公司采用计提政策合理，符合公司实际情况。联合评级将关注未来存货价值随着市场行情变化存在潜在的减值风险。截至 2014 年底，账面价值为 30,688.81 万元的存货用于债务抵押担保。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产共计 677,759.39 万元，近三年年均增长率为 143.22%。公司非流动资产大增主要是公司完成油气资产收购所致。截至 2014 年底，公司非流动资产主要由油气资产（占比 78.49%）和长期股权投资（占比 8.68%）构成。

公司油气资产为 2013 年度新增，公司于 2013 年 12 月通过境外全资子公司 MAHL 完成对 WAL 的收购，新增油气资产。截至 2014 年底，公司油气资产为 531,948.75 万元，主要由探明矿区权益、未探明矿区权益、井及相关设施构成。截至 2014 年底，公司油气资产未发现存在明显减值迹象，故未计提减值准备。2014 年下半年以来国际油气价格持续走低，联合评级将持续关注该事项对公司油气资产的影响。

公司 2014 年采取财政部 2014 年修订的新的会计准则并对 2014 年期初数进行了追溯调整，而 2012 年期末数未追溯调整，长期股权投资可比性不强。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 58,817.61 万元，主要被投资单位包括湖州银行股份有限公司等。截至 2014 年底，公司未发现长期股权投资存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

总体看，公司资产以存货、货币资金和油气资产为主，存货以房地产开发产品和开发成本为主，不存在跌价情形；2014 年定向增发成功使得货币资金和资产规模大幅增加；2013 年以来新增的油气资产体现了公司战略转型的方向，另外，长期股权投资中的联营企业经营情况良好，为公司带来较为稳定的投资收益。公司整体资产质量较好。

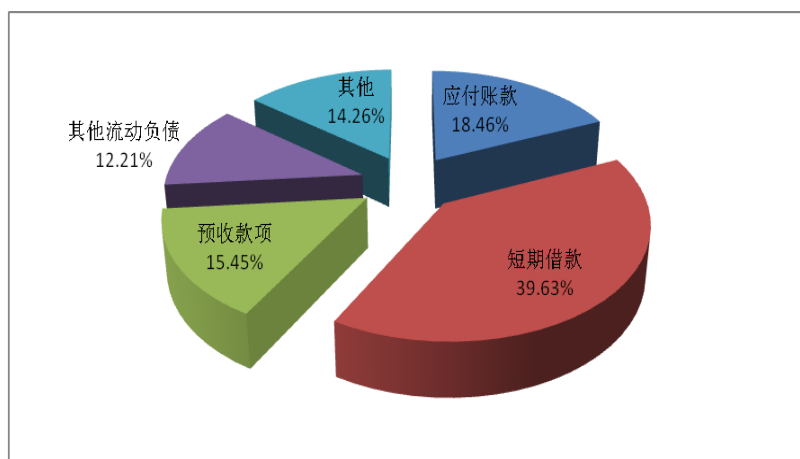
3. 负债及所有者权益

负债

随着公司经营规模的扩大，以及购买美国油气资产实现战略转型等原因，公司负债规模呈现与资产规模一致的关联性扩大，近三年公司负债总额复合增长 74.81%。截至 2014 年底，公司负债合计 964,250.22 万元，其中流动负债占比 59.59%，非流动负债占比 40.41%，流动负债占据较高比例。

截至 2014 年底，公司流动负债规模为 440,611.45 万元，较 2013 年底增长 37.93%，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他流动负债构成（具体构成详见下图）。

图 11 公司 2014 年底流动负债构成情况



数据来源：公司年报。

由于公司经营规模扩大，所需流动资金增加，为满足经营资金需求增加银行短期借款，近三年公司短期借款不断增加，年均复合增长率为 81.67%；截至 2014 年底的短期借款为 227,722.73 万元，以抵质押借款和保证借款为主。

公司预收款项主要是房地产项目预售收入构成，预收款项随着公司开发的房地产项目进入预售阶段而增加，随着房地产收入确认而减少，不会给公司带来实际偿付压力。。随着公司房地产业务的收缩，公司预收款项呈不断下降趋势，年均复合增长率为-24.04%，截至 2014 年底为 88,756.24 万元。

随着公司油气资产建设的投入增加和生产规模的扩大，应付账款快速增长，年均增长 283.71%；截至 2014 年底为 106,047.42 万元。

随着 2014 年公司发行短期融资券和非公开定向债务融资工具，公司其他流动负债快速增加，年均复合增长 41.11%，截至 2014 年底，公司其他流动负债为 70,158.09 万元，主要为公司发行的短期融资券 3.5 亿元(简称“14 美都 CP001”)和非公开定向债务融资工具 3.5 亿元(简称为“14 美都 PPN001”)。

近三年，公司非流动负债逐年上涨，三年平均复合上涨 227.40%；截至 2014 年底，公司非流

动负债主要由长期借款（占比 82.90%）和应付债券（占比 16.64%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 323,027.34 万元，三年复合增长率为 198.10%。公司主要的长期借款到期日分布在 2015 年至 2018 年之间，长期借款的利率均不超过 8%，不存在集中偿付和利率过高的风险。

截至 2014 年底，公司应付债券为 64,821.32 万元，主要 2013 年度新增非公开定向发行债务融资工具 3.5 亿元和 2014 年发行的 3 亿元 2014 年美都经贸浙江有限公司 2014 年中小企业私募债券。公司应付债券的到期日分布在 2015 年和 2016 年的不同时期，不存在集中偿付风险。

截至 2014 年底，公司全部债务为 726,313.80 万元，其中短期债务 338,465.15 万元，长期债务 387,848.66 万元。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 66.78%、60.23% 和 44.71%，公司债务负担较重。

总体看，随着经营规模的扩大，公司实行战略转型收购美国油气资产，公司负债规模不断增加，整体债务负担较重，存在一定的偿债压力。由于公司定向增发的完成，偿债负担有所减轻。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益以年均 49.41% 的速度增长，主要由于 2014 年公司非公开发行股票导致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 479,637.38 万元，其中归属于母公司所有者权益 449,413.04 万元，占比 93.70%。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 54.68%、31.23%、0.13%、3.37% 和 10.85%。其中未分配利润和其他资本公积的占比合计达 13.18%，此部分将随着公司分配方案的实施或者被投资单位权益变动或处置权益时发生变动，对公司所有者权益稳定性有一定影响。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

总体看，公司所有者权益逐年上升，非公开发行股票成功后，公司所有者权益结构稳定性有所增强。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着公司转型和国际油价下行，公司营业收入波动较大，近三年分别实现营业收入 296,668.85 万元、514,022.04 万元和 421,139.27 万元，复合增长率为 19.15%；近三年公司分别实现利润总额 10,512.70 万元、24,105.98 万元和 24,571.23 万元，复合增长 52.88%。公司近三年营业收入虽有波动，但利润总额稳健提升，体现了较为良好的经营成果。

费用控制方面，近三年受公司经营规模扩大和对外融资快速增加影响，期间费用不断增加且增幅较大。2012~2014 年公司期间费用分别为 13,495.31 万元、35,946.01 万元和 108,899.40 万元，三年复合增长 184.07%，主要源自财务费用的增加。近三年公司的费用收入比分别为 4.55%、6.99% 和 25.86%，费用控制能力下降明显。总体看，公司费用规模快速增加，费用控制能力有待提高。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 12,884.76 万元、9,079.58 万元和 37,984.12 万元，主要来自于对首开股份、湖州银行股份有限公司和中新力合股份有限公司的长期股权投资收益，另外公司委托贷款也产生部分投资收益。从利润构成来看，公司投资收益占 2014 年营业利润构成的 153.14%。

从盈利指标来看，2014 年公司主营业务毛利率为 23.98%，营业利润率为 20.18%，较上年分别提升 10.66 和 9.79 个百分点，主要是毛利率较高的石油行业收入大幅增加带动所致。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.91%、8.95% 和 6.27%，均比上年有不同幅度的提升。总体看，公司上述盈利指标处于较高水平。

总体看，公司营业收入逐年增长，盈利能力有所提升；目前公司盈利主要来自投资收益，未来随着公司实行战略转型，海外油气资产的投产以及油价的触底反弹，公司的盈利能力有望增强。

5. 现金流

从经营活动看，由于钢材和石油化工产品贸易即买即卖的业务模式，公司商贸板块的现金流收付基本持平，而房地产板块的现金流收付主要跟房地产项目去化节奏以及开发投入节奏有关，近三年现金流入主要体现在预收款项、房地产结转收入和石油销售收入。随着 2014 年石油销售收入的快速增加，公司近三年的经营现金净流量分别为-10,765.37 万元、-29,323.06 万元和 18,840.56 万元，经营活动净现金流转为净流入。从收入实现质量上来看，近三年公司的现金收入比率分别为 141.28%、101.57%和 101.48%，公司收入实现质量高。

从投资活动看，随着公司转型，对油气资产的投入持续增加，2012~2014 年公司投资活动现金流量净流量分别为 2,056.09 万元、-162,266.88 万元和-158,017.38 万元，近 2 年体现为大额净流出态势。

公司投资活动压力较大，主要通过债务融资和非定向发行股票筹措资金，从筹资活动看，2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 21,624.62 万元、236,369.53 万元和 226,021.30 万元，连续大额净流入。

总体看，公司商贸和房地产板块等主营业务经营活动现金流状况正常，由于 2013 年以来公司实行战略转型，收购美国油气资产以及投资在建油井和相关设施投资支出增加，公司具有较大的资金压力，存在较大的融资需求。未来随着油气资产的投产和国际油价的反弹预期，公司的现金流状况将有望得到缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率分别为 1.49 倍、1.32 倍和 1.33 倍；速动比率分别为 0.49 倍、0.53 倍和 0.78 倍。公司紧抓房地产业务销售和资金回笼，存货下降而速动资产规模增大，因此流动比率有所下降的同时速动比率不断上升。2012~2014 年公司现金短期债务比为 0.92 倍、0.85 倍和 1.04 倍，2014 年非公开发行股票资金到账导致公司货币资金大幅上升，年末公司现金类资产能完全覆盖短期债务。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，由于公司负债快速增长和 2014 年非公开发行股票，2012~2014 年公司资产负债率先升后降，分别为 59.49%、78.01%和 66.78%，负债水平较高，有一定的偿债压力；近三年 EBITDA 全部债务比分别为 0.15 倍、0.08 倍和 0.22，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数分别为 1.83 倍、2.31 倍和 1.70 倍，对利息的保障能力尚可。公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 17,800.00 万元，为对新湖中宝股份有限公司³（以下简称“新湖中宝”）提供的保证担保。新湖中宝是 A 股上市公司，股票代码为 600208，主营地产、金融及其他投资，截至 2014 年 9 月底，新湖中宝总资产为 655.33 亿元，所有者权益合计为 142.91 亿元；2014 年 1~9 月，新湖中宝实现营业收入 41.05 亿元，实现利润总额 5.59 亿元，净利润为 4.55 亿元。总体看，新湖中宝经营情况良好，公司或有负债风险不大。

截至 2014 年底，公司及子公司涉及美国油气资产案件如下：（1）VOC Brazos Energy

³ 2014 年 3 月 28 日召开的公司第七届三十三次董事会会议审议通过《关于增加本公司与新湖中宝股份有限公司相互经济担保额度的议案》，拟将与新湖中宝的互保额度增加到以人民币 30,000 万元额度为限，该议案经公司 2014 年第二次临时股东大会通过。

Partners,LP、Forest Oil Corporation 诉 Woodbine Acquisition Corporation 等，案件号为 12-002620-CV-361，目前案件尚未审理终结，MDAE 因此案可能遭受的损失为零。(2)BNSF Railway Company 诉 MD America Energy, LLC,d/b/a Woodbine Acquisition, LLC,案件号为 14-13838-012-10，该案所涉分成净权益的面积为 8 英亩，涉及金额估计不超过数万美金。(3) Elwood T. Barrett 诉 Woodbine Acquisition, LLC，案件号 13-13540-012-10，目前案件尚未进入法庭调查阶段，MDAE 因此案可能遭受的损失为零。(4) Burlington Resources Oil & Gas Company LP 诉 PetroMax Operating Co., Inc.、Woodbine Acquisition, LLC、Petro Texas, LLC 及、CH4 Energy II, LLC，案件号 12-13130-012-10，2014 年 12 月 10 日，法官初步判决 MDAE 胜，认为：所涉合同已经终止，原告无任何权益，原告正在申诉法官的初步判决，如果初步判决被推翻，则 MDAE 可能遭受的损失将小于 100 万美元。总体看，公司目前不存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

公司与中国农业银行、中国工商银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年底，公司获金融机构授信总额度为 28.92 亿元，其中已使用额度 20.85 亿元，尚未使用的授信额度总额为 8.07 亿元。公司间接融资能力较强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（被查询企业贷款卡编码：330100000127183901；被查询企业组织机构代码 20125855-0），截至 2015 年 01 月 19 日，公司有 39 笔未结清的正常类信贷信息记录，已结清业务中无关注类、不良类信息记录。

总体看，公司负债水平较高，存在一定的偿债压力，但增发后公司资本实力进一步增强；未来随着海外油气资产项目的建成投产，油气板块盈利能力的提升，公司偿债能力有望增强。

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负债的影响

截至 2014 年底，公司负债合计 964,250.22 万元，本次拟发行债券规模为不超过 120,000 万元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以 2014 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 120,000 万元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.46%、65.16%和 70.70%，债务负担进一步增加。考虑到募集资金到位后部分用于偿还银行贷款，因此以 2014 年底数据计算的本次债券发行后资产负债率将较 70.70%有所降低，对公司负债水平的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 157,424.41 万元，为本次公司债券发行额度（120,000 万元）的 1.31 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2014 年经营活动产生的现金流入为 478,606.07 万元，为本次公司债券发行额度（120,000 万元）的 3.99 倍，对本次债券覆盖程度较好；2014 年经营活动现金净流量为 18,840.56 万元，为本次公司债券发行额度（120,000 万元）的 0.16 倍对本次债券覆盖程度弱。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、美国油气资产板块前景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较好。

九、综合评价

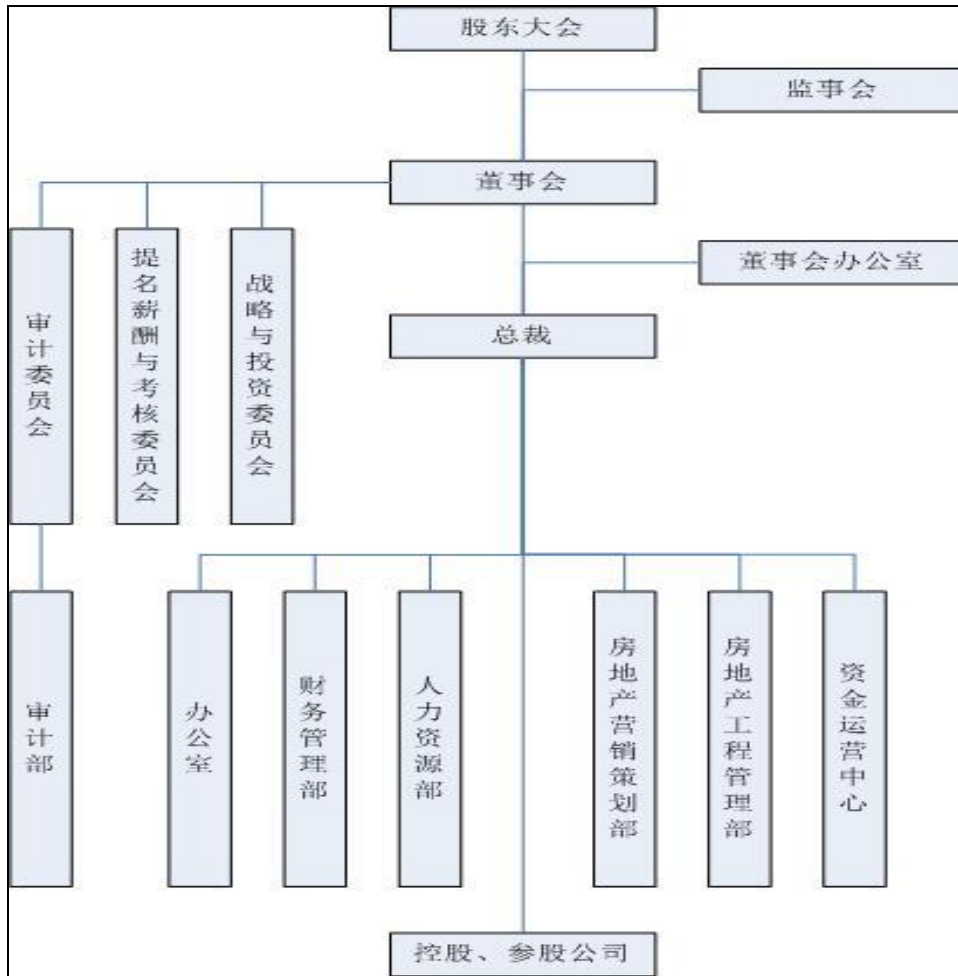
公司作为一家综合类上市公司，目前收入主要来源于房地产开发销售以及钢材和石化产品商业贸易，具有房地产开发经营较为丰富、商业贸易经营模式稳健等优势；2013年12月以来，公司实行战略转型布局美国油气资产，目前已经显示了一定的营业收入贡献和油价反弹带来的盈利前景预期。公司2015年非公开发行股票申请已获中国证监会受理，若发行成功，将进一步扩大公司总资产和净资产规模、提升公司综合竞争力和抗风险能力，对本次债券的到期偿付将起到积极作用。

但联合评级也关注到公司商业贸易板块采用即买即卖的经营模式，毛利率水平低难以提升公司的盈利能力；房地产板块面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及房地产项目开发周期长带来的不确定性风险；石油价格波动以及人民币升值等因素对公司油气资产获取盈利带来的困难等。

2014年以来，公司油气资产对公司的营业收入贡献大幅度提升，未来随着油气资产的进一步投产运营以及石油价格的回升，公司的盈利能力有望进一步提升。综合考虑上述各方面因素，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以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 美都能源股份有限公司组织结构图



附件 1-2 美都能源股份有限公司合并范围变动情况

序号	子公司名称	2012 年度	2013 年度	2014 年
1	海南美都	合并	合并	合并
2	美都物业	合并	合并	合并
3	杭州美都	合并	合并	合并
4	美都健风	合并	合并	合并
5	灌云美都	合并	合并	合并
6	淳安物业	合并	合并	合并
7	宣城美都置业	合并	合并	合并
8	杭州中梦	合并	合并	合并
9	杭州鼎成	合并	合并	合并
10	杭州鼎玉	合并	合并	合并
11	宝华酒店	合并	合并	合并
12	美都经贸	合并	合并	合并
13	德清投资	合并	合并	合并
14	美能石化	合并	合并	合并
15	金讯国际	合并	合并	合并
16	海孚石化	合并	合并	合并
17	德清置业	合并	合并	合并
18	宝华物业	合并	合并	合并
19	美成创投	合并	合并	合并
20	德清装饰	合并	合并	合并
21	德清安置房	合并	合并	合并
22	德清建设	合并	合并	合并
23	长兴美都	合并	合并	合并
24	湖州百汇	-	-	-
25	湖州建设	合并	合并	合并
26	美都投资	合并	合并	合并
27	恒升投资	合并	合并	合并
28	美寓投资	合并	合并	合并
29	香港中梦	合并	合并	合并
30	德清典当	合并	合并	合并
31	民兴担保	合并	合并	合并
32	宁国置业	-	-	-
33	德清开发	-	合并	合并
34	浙江美都	-	合并	-
35	杭州美诚	-	合并	合并
36	Meidu America Inc	-	合并	合并
37	Meidu America Energy Holdings Inc	-	合并	合并
38	MD America Intermediate Holdings LLC	-	合并	合并
39	MD America Holdings LLC	-	合并	合并
40	MD America Energy LLC	-	合并	合并
41	MD America Pipeline, LLC	-	合并	合并
42	Woodbine Acquisition Finance Corporation	-	合并	合并
43	北京美都	-	-	合并
44	德清小贷	-	-	合并
45	浙江美都资产管理有限公司	-	-	合并

附件 2 美都能源股份有限公司
合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	68,640.22	146,321.49	302,398.94	109.89
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	13,047.58	50,935.16	--
衍生金融资产	0.00	0.00	10,712.14	--
应收票据	0.00	0.00	0.00	--
应收账款	2,502.78	10,265.84	12,320.80	121.88
预付款项	20,633.03	32,367.26	5,866.81	-46.68
应收利息	90.60	164.24	1,693.04	332.27
应收股利	1,173.05	0.00	0.00	-100.00
其他应收款	6,391.24	9,277.11	55,228.94	193.96
存货	278,577.15	347,699.00	315,693.02	6.45
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--
其他流动资产	37,820.24	22,260.98	11,279.36	-45.39
流动资产合计	415,828.30	581,403.50	766,128.21	35.74
非流动资产：				
发放委托贷款及垫款	0.00	0.00	34,723.85	--
可供出售金融资产	1,716.60	5,923.53	3,766.60	48.13
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--
长期股权投资	78,998.54	83,491.23	58,817.61	-13.71
投资性房地产	8,533.68	8,134.35	7,576.30	-5.78
固定资产	19,110.00	19,851.66	19,160.05	0.13
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--
油气资产	0.00	325,508.92	531,948.75	--
在建工程	2,052.25	2,579.74	3,513.62	30.85
工程物资	0.00	0.00	0.00	--
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--
无形资产	1,331.40	1,364.72	1,326.35	-0.19
开发支出	0.00	0.00	0.00	--
商誉	38.79	38.79	38.79	0.00
长期待摊费用	220.29	210.24	312.29	19.06
递延所得税资产	1,898.83	5,769.12	10,906.42	139.66
其他非流动资产	668.75	668.75	5,668.75	191.15
非流动资产合计	114,569.15	453,541.04	677,759.39	143.22
资产总计	530,397.46	1,034,944.55	1,443,887.60	64.99

附件3 美都能源股份有限公司
合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	69,000.00	129,515.83	227,722.73	81.67
交易性金融负债	0.00	1,012.52	0.00	--
应付票据	0.00	27,000.00	10,600.00	--
应付账款	7,202.65	28,577.47	106,047.42	283.71
预收款项	153,806.53	110,631.30	88,756.24	-24.04
应付职工薪酬	322.01	425.36	619.24	38.68
应交税费	1,720.97	6,691.13	5,116.41	72.42
应付利息	1,051.96	4,144.03	9,130.86	194.62
应付股利	239.19	14.82	0.00	-100.00
其他应付款	5,116.32	66,624.64	26,471.22	127.46
一年内到期的非流动负债	5,500.00	30,800.00	29,984.33	133.49
其他流动负债	35,232.62	35,174.35	70,158.09	41.11
流动负债合计	279,192.25	440,611.45	574,606.55	43.46
非流动负债：				
长期借款	36,350.00	92,385.16	323,027.34	198.10
应付债券	0.00	274,101.06	64,821.32	--
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--
预计负债	0.00	288.98	363.28	--
递延所得税负债	0.00	1.90	1,431.73	--
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	--
非流动负债合计	36,350.00	366,777.10	389,643.67	227.40
负债合计	315,542.25	807,388.55	964,250.22	74.81
所有者权益：				
股本	139,077.93	139,077.93	245,718.00	32.92
资本公积	25,577.37	25,221.80	140,332.29	134.23
减：库存股	0.00	0.00	614.25	--
其他综合收益	182.18	148.89	39.07	-53.69
专项储备	0.00	0.00	0.00	--
盈余公积	11,727.71	11,727.71	15,158.87	13.69
未分配利润	28,794.44	41,991.77	48,779.07	30.16
归属于母公司所有者权益合计	205,359.62	218,168.08	449,413.04	47.93
少数股东权益	9,495.59	9,387.91	30,224.34	78.41
所有者权益合计	214,855.21	227,556.00	479,637.38	49.41
负债和所有者权益总计	530,397.46	1,034,944.55	1,443,887.60	64.993

附件 4 美都能源股份有限公司
合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	296,668.85	514,022.04	421,139.27	19.15
减: 营业成本	281,514.80	444,974.67	319,440.86	6.52
营业税金及附加	3,718.04	15,624.52	16,716.99	112.04
销售费用	2,353.98	2,640.75	3,121.06	15.15
管理费用	7,514.36	16,449.87	21,227.43	68.07
财务费用	3,626.97	16,855.40	84,550.91	382.82
资产减值损失	103.51	1,481.79	1,041.89	217.27
加: 公允价值变动收益	0.00	-910.64	11,778.63	--
投资收益	12,884.76	9,079.58	37,984.12	71.70
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	9,889.24	6,370.06	4,722.82	-30.89
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--
二、营业利润	10,721.95	24,163.99	24,802.88	52.09
加: 营业外收入	98.65	157.24	105.56	3.44
减: 营业外支出	307.90	215.24	337.21	4.65
其中: 非流动资产处置损失	10.25	1.94	1.63	-60.13
三、利润总额	10,512.70	24,105.98	24,571.23	52.88
减: 所得税费用	1,579.69	6,932.34	2,406.99	23.44
四、净利润	8,933.01	17,173.64	22,164.24	57.52
其中: 归属于母公司所有者的净利润	8,618.75	14,309.96	18,914.26	48.14
少数股东损益	314.26	2,863.69	3,249.98	221.58

附件 5 美都能源股份有限公司

合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	419,141.13	522,111.02	427,356.14	0.98
收到的税费返还	59.13	60.39	27.46	-31.85
收到其他与经营活动有关的现金	42,642.14	71,520.37	51,222.47	9.60
经营活动现金流入小计	461,842.40	593,691.78	478,606.07	1.80
购买商品、接受劳务支付的现金	406,637.97	531,970.28	346,576.58	-7.68
客户贷款及垫款净增加额	0.00	0.00	33,913.91	--
支付给职工以及为职工支付的现金	4,797.81	5,099.09	11,906.47	57.53
支付的各项税费	12,574.52	16,506.88	23,606.52	37.02
支付其他与经营活动有关的现金	48,597.47	69,438.59	43,762.03	-5.11
经营活动现金流出小计	472,607.77	623,014.84	425,851.60	-5.08
经营活动产生的现金流量净额	-10,765.37	-29,323.06	52,754.47	--
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	70,000.00	10,005.00	26,537.90	-38.43
取得投资收益收到的现金	3,348.72	6,442.82	5,637.59	29.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	67.87	4.40	291.00	107.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	789.33	0.00	0.00	-100.00
收到其他与投资活动有关的现金	25,921.60	16,000.00	36,254.91	18.26
投资活动现金流入小计	100,127.52	32,452.22	68,721.40	-17.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	624.83	1,537.37	183,359.09	1,613.06
投资支付的现金	73,021.60	8,570.35	22,413.87	-44.60
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	151,507.60	0.00	--
支付其他与投资活动有关的现金	24,425.00	33,103.78	20,965.82	-7.35
投资活动现金流出小计	98,071.43	194,719.10	226,738.78	52.05
投资活动产生的现金流量净额	2,056.09	-162,266.88	-158,017.38	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	2,574.00	0.00	249,758.60	885.04
发行债券所收到的现金	35,000.00	158,971.80	100,000.00	69.03
取得借款收到的现金	127,100.00	214,954.13	339,019.65	63.32
收到其他与筹资活动有关的现金	1,673.04	48,265.58	61,233.14	504.98
筹资活动现金流入小计	166,347.04	422,191.50	750,011.39	112.34
偿还债务支付的现金	131,200.00	121,650.00	304,557.15	52.36
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,881.76	15,313.01	63,269.49	141.13
支付其他与筹资活动有关的现金	2,640.67	48,858.97	156,163.46	669.01
筹资活动现金流出小计	144,722.43	185,821.97	523,990.09	90.28
筹资活动产生的现金流量净额	21,624.62	236,369.53	226,021.30	223.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.11	296.57	-965.98	9,252.05
五、现金及现金等价物净增加额	12,915.23	45,076.16	119,792.41	204.55
加: 期初现金及现金等价物余额	50,078.96	62,994.18	108,070.34	46.90
六、期末现金及现金等价物余额	62,994.18	108,070.34	227,862.75	90.19

附件 6 美都能源股份有限公司
合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	8,933.01	17,173.64	22,164.24	57.52
加：资产减值准备	103.51	1,481.79	1,041.89	217.27
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,976.63	3,192.70	46,275.03	383.85
无形资产摊销	41.95	75.23	82.61	40.33
长期待摊费用摊销	95.85	155.37	199.01	44.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	10.18	0.56	-0.33	--
固定资产报废损失	0.00	0.12	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	910.64	-11,778.63	--
财务费用	7,019.20	17,287.42	85,786.38	249.60
投资损失	-12,884.76	-9,079.58	-37,984.12	71.70
递延所得税资产减少	-667.69	-3,870.29	-5,143.77	177.56
递延所得税负债增加	0.00	1.90	1,429.83	--
存货的减少	-84,263.45	-69,121.85	-44,552.94	-27.29
经营性应收项目的减少	10,100.43	-17,888.68	-133,449.87	--
经营性应付项目的增加	58,769.76	30,357.97	94,771.24	26.99
其他	0.00	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	-10,765.37	-29,323.06	18,840.56	--

附件 7 美都能源股份有限公司
主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	90.90	68.56	31.77
存货周转次数(次)	1.19	1.42	0.96
总资产周转次数(次)	0.63	0.66	0.34
现金收入比率	141.28	101.57	109.47
盈利能力			
总资本收益率(%)	3.95	6.07	10.91
总资产报酬率(%)	3.04	5.19	8.95
净资产收益率(%)	4.25	7.76	6.27
主营业务毛利率(%)	4.89	13.32	23.98
营业利润率(%)	3.85	10.39	20.18
费用收入比(%)	4.55	6.99	25.86
财务构成			
资产负债率(%)	59.49	78.01	66.78
全部债务资本化比率(%)	34.03	70.91	60.23
长期债务资本化比率(%)	14.47	61.69	44.71
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	1.83	2.31	1.70
EBITDA 全部债务比	0.15	0.08	0.22
经营现金债务保护倍数	-0.10	-0.05	0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.08	-0.35	-0.19
流动比率	1.49	1.32	1.33
速动比率	0.49	0.53	0.78
现金短期债务比(倍)	0.92	0.85	1.04
经营现金流动负债比率(%)	-3.86	-6.66	3.28
经营现金利息偿还能力(倍)	-1.20	-1.54	0.20
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.97	-10.05	-1.50
本次公司债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.14	0.37	1.31

附件 8 发行人有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+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+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
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/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 9 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 美都能源股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年美都能源股份有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

美都能源股份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。美都能源股份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都能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现美都能源股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如美都能源股份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，可公布信用等级暂时失效，直至美都能源股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送美都能源股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年四月二十二日

