



# 大悦城控股集团股份有限公司2020年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一 期）（品种一）2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 大悦城控股集团股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行人公司债券(第一期)(品种一)2022 年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
20 大悦 01	AAA	AAA

## 评级日期

2022 年 6 月 9 日

## 联系方式

项目负责人：陈刚  
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈思敏  
chensm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”或“公司”，股票代码为：000031.SZ）的主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定；维持“20 大悦 01”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到公司具有很强品牌影响力，储备项目资源丰富，且区域布局较好，未来收入具有保障。同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力下滑，合作开发项目增多，需关注联营及合营企业的经营状况；对外担保存在一定的代偿风险；面临一定的资金压力等风险因素。

## 未来展望

- 公司项目区域布局较好，未来随着房地产项目销售及商业物业出租，公司营业收入和经营现金流具有较好保障。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	2,104.94	2,127.27	1,998.71	1,831.83
归母所有者权益	189.07	188.38	183.51	194.11
总债务	724.78	717.98	708.06	691.03
剔除预收款项的资产负债率	69.67%	70.31%	71.76%	70.79%
净负债率	92.53%	92.47%	88.30%	100.37%
营业收入	81.81	426.14	384.45	337.87
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57	2.19
净利润	7.92	7.67	11.23	37.05
经营活动现金流净额	-3.36	-84.64	98.14	40.65
OCF/净债务	-0.68%	-17.57%	24.35%	9.52%
销售毛利率	36.93%	27.44%	31.44%	41.20%
EBITDA 利润率	--	16.91%	17.63%	27.55%
总资产回报率	--	2.47%	2.87%	6.24%
速动比率	0.57	0.54	0.63	0.68
现金短期债务比	1.72	1.43	1.74	1.62

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司是中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。子公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）所开发、管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其投资持有的购物中心、写字楼等物业主要位于一线城市黄金地段，2021年以来旗下商业物业仍保持了较高的出租率水平。
- **公司储备项目资源丰富，且区域布局较好，未来收入具有保障。**截至2021年末，公司主要在售项目的待售面积合计1,160.86万平方米，其中位于一、二线城市的的项目面积占比约68%，主要包括成都、武汉、西安等重点二线城市；公司主要在建及拟建项目规划计容建筑面积合计2,033.88万平方米，剩余可开发面积合计1,621.72万平方米，其中位于一二线城市的项目规划建筑面积占比约74%，公司储备项目资源丰富，区域分布相对分散且主要位于风险相对较小的一线和二线城市，未来收入具有保障。

## 关注

- **公司盈利能力下滑。**由于结算项目中低毛利项目占比提高，近年来公司商品房销售业务毛利率水平呈持续下降态势。受此影响下，2021年公司销售利率进一步下降。2020-2021年公司对联营企业及合营企业的投资损失分别为13.69亿元及9.18亿元，对联营、合营企业投资持续亏损。此外，2021年公司针对青岛、天津、江门等地多个项目计提存货跌价准备19.56亿元，当期净利润同比下降31.65%。
- **合作开发项目增加，关注联营及合营项目的经营情况。**近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低，2021年末少数股东权益占期末所有者权益的比重上升至63.84%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **对外担保存在一定的代偿风险。**截至2021年末，公司对外担保实际金额合计67.06亿元，占期末净资产的比例为12.87%，主要为对参股及合作开发公司的担保。公司对外担保规模较大，若被担保方经营状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。
- **项目开发建设面临一定的资金压力。**截至2021年末，公司在建和拟建项目至少尚需投资905.37亿元。考虑到权益占比，公司面临一定的开发资金压力。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	新城控股	大悦城	滨江集团	金融街
全口径合同销售金额	2,337.75	727.12	1,691.00	338.77
总资产	5,342.93	2,127.27	2,117.26	1,647.80
营业收入	1,682.32	426.14	379.76	241.55
净利润	137.60	7.67	49.21	15.81
销售毛利率	20.45%	27.44%	24.83%	21.45%
剔除预收款项的资产负债率	71.44%	70.31%	68.34%	71.72%
流动资产周转率（次）	0.42	0.28	0.22	0.21
总资产周转率（次）	0.31	0.21	0.20	0.14

注：上表数据均为2021年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产开发企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2021V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	优秀		净负债率	6
	经营规模	7		EBITDA 利息保障倍数	4
	产品、服务和技术	6		剔除预收款项的资产负债率	4
	品牌形象和市场份额	7		OCF/净债务	1
	经营效率	4		杠杆状况调整分	1
	业务多样性	6		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		优秀	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa+
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AAA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA	2021-05-26	陈刚、郜宇鸿	房地产开发企业信用评级方法和模型 ( <a href="#">cspy_ffmx_2021V1.0</a> )、外部特殊支持评价方法 ( <a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a> )	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	AAA	2020-07-08	陈刚、郜宇鸿	房地产行业企业主体长期信用评级方法 ( <a href="#">py_ff_2016V1.0</a> )、外部特殊支持评价方法 ( <a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a> )	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 大悦 01	20.00	20.00	2021-5-26	2025-8-4

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行5年期20亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于偿还存量公司债券本金。截至2022年4月29日，“20大悦01”募集资金专项账户余额为13.55万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股权结构未发生变化。截至2021年末，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过全资子公司明毅有限公司间接持有49.28%股权，合计持有公司69.28%股权。公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，期末公司产权及控制结构关系如附录三所示。

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较大。根据公司公告，2021年7月，张建国先生辞去公司总会计师（财务负责人）职务；2021年8月，吴立鹏先生辞去公司监事会副主席及监事职务；2021年8月，公司董事会聘任吴立鹏先生为公司总会计师（财务负责人）；2021年8月，经公司股东大会选举产生，由董保芸女士任公司第十届监事会监事，由姚长林先生任公司第十届董事会董事；2021年9月，公司董事会聘任田佳琳先生、李平先生为公司副总经理；2022年4月，经公司股东大会选举产生，由石勃先生任公司第十届监事会监事；2022年4月，公司监事会第十届监事会选举石勃先生为公司监事会主席，任期至本届监事会届满之日止。

截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共295户，结构化主体3户，共298户。2021年公司因非同一控制下企业合并增加子公司5户，因其他原因合并范围变动净增加14户，具体见附录二。

## 四、运营环境

**中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，2022年以来地方房地产调控政策优化节奏及调整力度有所加大**

2021年以来全国房地产政策全面收紧后迎来边际放松。2021年年初央行和自然资源部相继出台“关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知”和“22城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张。3月，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监等多部门联合出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。6月，国务院办公厅出台“关于加快发展保障性租赁住房的意见”。7月，住房和城乡建设部等8部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩

序的通知》，重申“房住不炒”和“三稳”目标。7月22日，电视电话会议中重申房地产调控长效机制，并提出建立有效的企业购地资金审查制度。8月9日，央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》，再次强调坚持“房住不炒”，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自9月以来房地产行业调控迎来边际放松。9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。12月8-10日，中央经济工作会议召开，会议指出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2022年2月，全国性商品房预售资金监管办法出台，管理办法明确预售资金监管实行“重点额度管理”，当账户内资金达到监管额度后，超过额度可由房企提取自由使用。全国性预售资金监管办法可有效补足部分省市预售资金监管长期缺位的政策短板，并在一定程度上缓解房企现金流周转压力。2022年4月，中共中央政治局召开会议，会议指出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”。

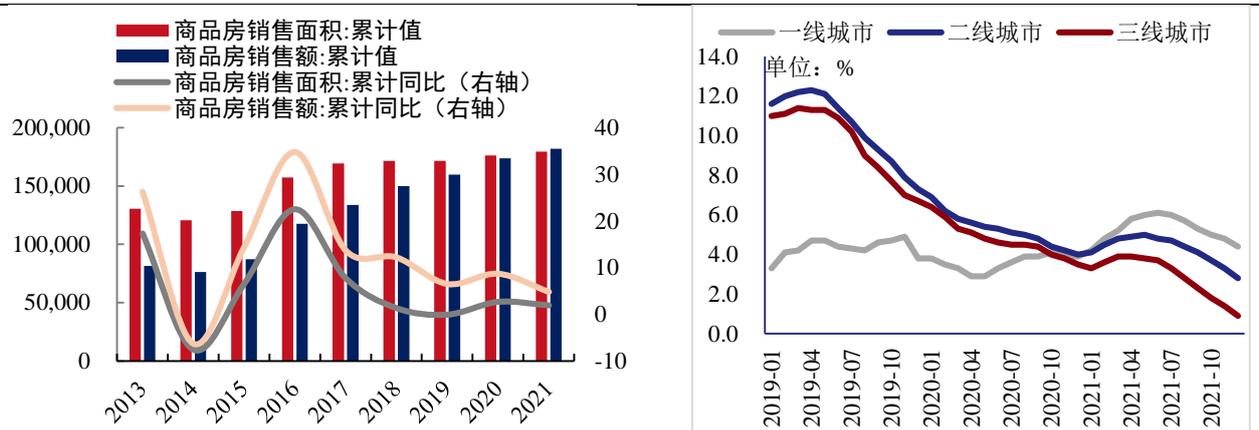
地方政策方面，2021年上半年部分房价涨幅较大的城市限购限贷政策再度升级，上海、北京、广东多地监管摸底经营贷资金流向，严防违规流入房地产市场；住建部约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等5个城市政府，要求坚决遏制投机炒房；除新房限价限购外，深圳、上海等多个城市相继对二手房出台了指导价，以抑制部分城市的房价上涨压力。随着房地产市场热度回落，为维护行业平稳健康发展，自2021年12月以来，青岛、济南、宁波、南宁、珠海等多个城市陆续通过给予购房补贴、放宽公积金贷款政策等方式促进购房需求释放。2022年以来，各城市房地产调控政策优化节奏及调整力度进一步加大。2022年3月，郑州出台“楼市政策19条”，放宽限购、限贷并鼓励棚改货币化安置，成为全国首个放宽限购、限贷的城市。2022年4月以来，以长沙、杭州、合肥、苏州等为代表的强二线城市及部分三四线城市陆续通过调整限购区域或限购门槛、放宽个人贷款额度、降低首套房最低首付比例等方式提振购房需求。中证鹏元认为，为促进合理购房需求释放，未来三、四线城市房地产市场调控力度有望继续放宽，而核心一、二线城市调控政策可能适时微调以稳定市场预期。

**销售收紧政策效果显现，房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化**

随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年下半年以来销售增速持续放缓。自2021年7月以来，全国商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2021年全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至1.90%、4.80%，政策加码效果逐步显现。2022年1-4月，全国商品房累计销售面积合计39,768万平方米，同比下降20.90%；商品房销售额合计37,789.40亿元，同比下降29.50%，行业需求端仍处于筑底阶段。

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2021年以来高能级城市表现优于低能级城市，根据30大中城市商品房成交数据，2021年一线、二线和三线城市商品房成交面积同比增速分别为13.89%、15.52%、-15.35%，三线城市热度明显下降。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市分化明显，一线城市热度不减，仍具韧性，二三线城市呈现下滑趋势。

**图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）**      **图2 70城住宅价格指数同比变化情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

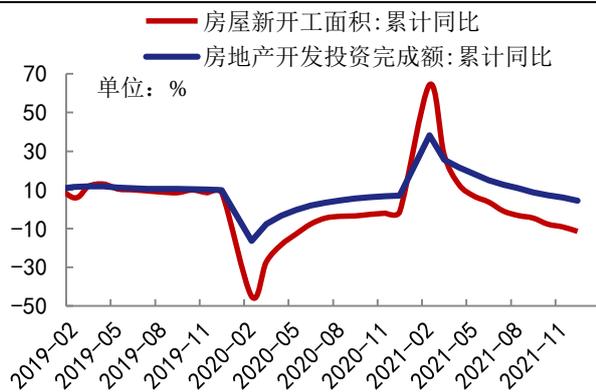
综合来看，目前购房者信心尚未明显修复，房地产市场仍处于政策传导期，预计短期内行业销售端仍处于筑底阶段。此外，不同能级城市房地产市场表现将持续分化。长期来看，受益于较强的经济恢复能力和人口吸附能力，一线城市销售面积及房价均有较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市在地产调控持续加码及中长期不可逆的人口流出的背景下，整体缺乏房价上涨动力。

**在建安投资支撑下，2021年房地产开发投资维持一定韧性，但在销售端疲软背景下，自2021年下半年以来土地市场热度持续回落，预计未来房地产开发投资仍面临一定下行压力**

房屋新开工方面，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压住房企开工进度。自2021年7月起，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，全年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，较2019年同期下降19.9%。2021年房地产投资同比增长4.40%，增速持续收窄，较2019年同期下降2.60%，在新开工及土地投资走弱的情况下，高强度建安投资形成一定支撑。展望后市，在流动性压力下房企优先保障存量项目交付，短期内新开工数据仍然承压。此外，销售端疲软背景下，房企补库意愿不强，预计土地市场总投热度将持续回落，未来房地产投资同比增速仍面临一定下行压力。

土地市场方面，受调控政策和宅地“两集中”供应政策的影响，2021年房企拿地整体有所下滑。2021年房地产开发企业土地购置面积21,589.86万平方米，同比下降15.50%，土地成交价款17,756.28亿元，同比增长2.80%。从重点城市三轮集中供地情况来看，首轮集中供地热度较高，但随着行业销售端走弱、房企流动性压力加剧，自第二轮集中土拍以来，各城市土地成交溢价率较首次均有不同程度的下滑，土地流拍率亦有所走高，第二轮集中供地中长沙、北京、沈阳、杭州、广州等城市流拍率超过50%。

第三轮集中供地中参拍规则有适度放宽，如南京降低拍地企业资质要求、苏州降低保证金缴纳门槛、深圳降低竞自持（公共住房）上限等，但效果并不显著。在三个批次集中供地中，民企参与拿地积极性显著下降，国企托底占比进一步提升。从 2022 年首轮集中供地情况来看，本轮集中供地中，多个城市降低房企参拍门槛，并优化竞拍规则以提高地块利润空间。从已完成首批集中供地城市的土拍结果来看，相较于 2021 年第三批集中供地，本次集中供地中整体溢价率有所回升，流拍现象亦有所好转；各城市土地市场分化较为明显，深圳、合肥、重庆、厦门等热点城市溢价率环比增幅较大。从拿地企业来看，央企、国企及本地城投依旧是市场拿地主体，民营房企参与拿地积极性仍不高。

**图3 房屋新开工及房地产开发投资情况**


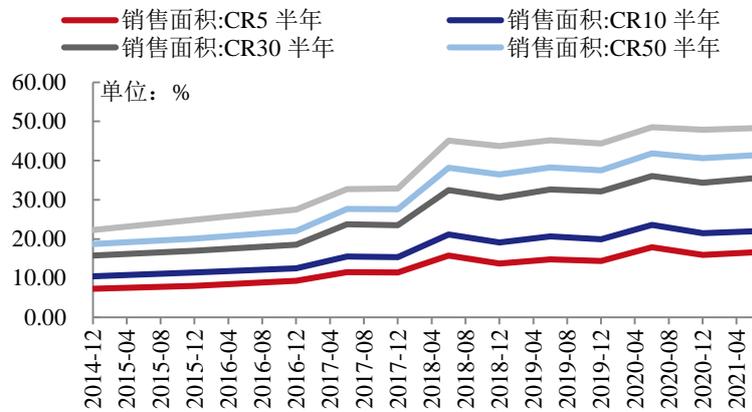
资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图4 百城成交土地情况**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至 2021 年底，TOP10、TOP50、TOP100 房企销售面积占比分别为 21.96%、41.36%和 48.30%，近年来行业集中度持续提升。房地产行业规模效应显著，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在集中供地制度下，密集的供地对房企的资金考验将会上升，因为房企需要在短时间内参与大量的土地竞拍，需要冻结更多的资金，对房企的现金流提出了更高要求。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

**图5 房地产行业集中度持续提升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**2021年我国商业地产行业延续供应过剩状态, 行业整体库存规模依然较大**

商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营用房等。自2017年以来, 受宏观经济下行、电商行业快速发展分流实体商铺消费需求等因素影响, 商业地产行业需求端整体有所收缩, 商业地产销售面积同比增速持续降低。2021年商业地产销售情况维持低位运行, 全年商业地产销售面积合计9,045.55万平方米, 同比下滑2.62%。从供给端来看, 2021年全国完成商业地产开发投资12,444.76亿元, 同比下降4.83%, 开发投资额持续五年下滑。受投资增速持续下滑的影响, 2021年全国商业地产新开工面积同比下降21.69%。在房地产行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下, 目前商业地产供给端整体压力较大。在行业供需双弱的背景下, 截至2021年末, 我国商业营业用房待售面积同比减少1.29%至12,767.00万平方米, 行业整体库存规模依然较大。

**图6 全国商业地产开发投资额情况**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图7 全国商业地产新开工及销售情况**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

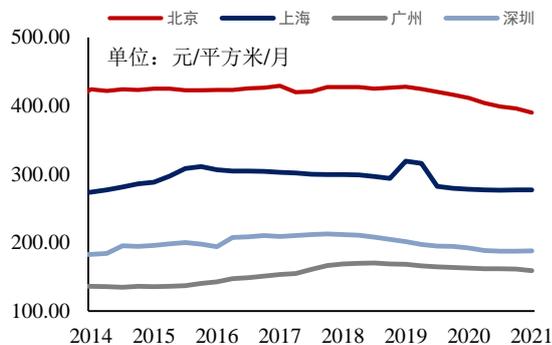
**2021年一线城市商业地产整体空置率有所改善, 但租金水平延续下降趋势; 受新冠疫情散点爆发、新增供应累积等因素影响, 未来部分城市写字楼市场空置率或将面临上升压力**

2021年下半年, 国内消费市场延续复苏态势, 带动实体商业持续恢复, 一线城市商业地产零售物业空置率有所改善。截至2021年末, 北京、上海、深圳及广州优质零售物业空置率平均水平为6.48%, 较2020年下降0.38个百分点, 其中上海、深圳空置率已基本恢复至疫情前水平。租金水平方面, 截至2021

年末，北京、上海、广州及深圳优质零售物业首层租金分别为35.70元/平方米/天、34.70元/平方米/天、27.60元/平方米/天及20.00元/平方米/天，一线城市优质零售物业首层平均租金同比下降2.80%，其中深圳市租金水平降幅较大。

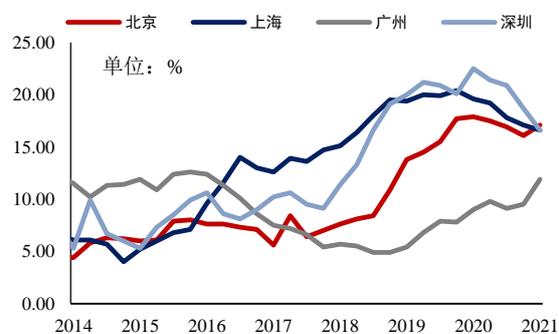
写字楼方面，截至2021年末，北京、上海、深圳及广州优质写字楼空置率平均水平为15.55%，同比下降1.70个百分点，以杭州、成都、武汉、重庆等为代表的重点二线城市写字楼空置率亦有不同程度改善。租金水平方面，截至2021年末，北京、上海、广州及深圳写字楼租金分别为390.20元/平方米/月、277.10元/平方米/月、159.00元/平方米/月及187.70元/平方米/月，一线城市写字楼平均租金同比下降2.89%，其中北京市下降幅度相对较大。2022年以来，受新冠疫情局部散点爆发等因素影响，部分区域写字楼租赁市场活跃度有所下降，同时，受新增供应累积、疫情期间被抑制的租赁需求逐步释放完毕等多重因素影响，未来部分城市写字楼市场空置率或将面临上升压力。

图8 我国一线城市优质写字楼租金情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图9 一线城市优质写字楼空置率



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。2021年公司实现营业收入426.14亿元，同比增长10.84%。商品房销售及一级土地开发依然为公司最主要收入来源，由于达到结算条件的商品房资源增加，2021年公司实现商品房销售收入及一级土地开发收入356.30亿元，同比增长9.38%。投资物业及相关服务收入主要来自子公司大悦城地产投资运营的大悦城系列购物中心、写字楼、产业园及长租公寓等可租物业；酒店经营收入主要来自公司位于北京和三亚的控股酒店，定位以高端为主。随着疫情防控形势改善，各地商务旅游活动逐步恢复，2021年公司持有型业务规模及运营收入稳步提升，当期公司投资物业及相关服务收入同比增长13.74%，酒店经营收入同比增长28.10%。随着交付商品房和物业服务对象范围增加，公司物业管理面积随之增加，2021年公司实现物业及其他收入7.72亿元，同比增长38.14%。管理输出收入包含购物中心、写字楼管理输出及代建、代管销售型项目取得的管理费、品牌使用费等收入，2021年公司取得管理输出业务收入3.01亿元，随着轻资产管理项目增多，收入规模有所增加。

各业务毛利率方面，由于结算项目中低毛利项目占比提高，2021年公司商品房销售业务毛利率进一

步下滑至22.04%。随着疫情防控形势改善及经济活动恢复，2021年公司投资物业及相关服务业务及酒店经营业务毛利率均有所恢复。综合影响下，2021年公司销售毛利率下降4.00个百分点至27.44%。

2022年一季度，公司实现营业收入81.81亿元，当期销售毛利率为36.93%。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售及一级土地开发	356.30	22.04%	325.75	27.76%
投资物业及相关服务	50.48	64.05%	44.38	61.55%
酒店经营	7.66	32.60%	5.98	28.59%
管理输出	3.01	88.77%	1.58	87.33%
物业及其他	7.72	4.73%	5.59	-6.35%
其他业务	0.97	52.96%	1.17	34.71%
<b>合计</b>	<b>426.14</b>	<b>27.44%</b>	<b>384.45</b>	<b>31.44%</b>

注：2020年公司实现一级土地开发收入1.54亿元；2021年公司将管理输出业态单独列示，上年同期管理输出收入、物业及其他收入进行同口径调整。

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

**2021年公司全口径商品房签约销售金额保持增长；公司在售面积、未来规划可售面积较大，且项目多位于热点城市，区域布局较好，丰富的项目储备及待结算资源能够为未来收入提供保障，但项目开发面临一定资金压力**

受达到结算条件的商品房资源增加影响，2021年公司实现商品房销售及一级土地开发收入356.30亿元，同比增长9.38%，但由于结算项目中低毛利项目占比提升，公司商品房销售毛利率同比下滑5.72个百分点。2021年公司全口径结算金额和结算面积分别为815亿元和347万平方米，当期全口径结算面积同比增长52%，其中结算金额较大的项目见下表。

**表2 2021年公司部分结算项目信息（单位：亿元）**

项目名称	权益比例	当期结算金额
深圳25区城市更新项目	100.00%	77.86
北京祥云赋	25.00%	55.82
北京瑞悦府	25.00%	54.92
北京天瑞宸章	20.00%	48.78
上海瑞虹天悦郡庭	24.54%	40.01

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

销售方面，受行业政策调控及市场环境变化影响，2021年公司全口径商品房签约销售面积同比下降8%，但当期推盘项目主要集中于一线及热点二线城市，销售均价较上年增加3,095元/平方米，带动当期全口径销售金额增长至727.12亿元。2022年1-3月，公司实现合同销售面积36.19万平方米，同比下降40.27%；实现合同销售金额107.23亿元，同比下降34.78%。

**表3 公司全口径房地产开发业务主要经营指标**

指标名称	2021年	2020年
新开工面积（万平方米）	405.99	411.66
竣工面积（万平方米）	447.16	277.33
期末在建面积（万平方米）	1,008.47	1,054.03
合同销售面积（万平方米）	287.03	312.07
合同销售金额（亿元）	727.12	693.97
销售均价（元/平方米）	25,333	22,238
期末已售待结转面积（万平方米）	372	432

注：全口径项目包含公司并表及全部权益持股项目。

资料来源：公司提供

从城市能级分布来看，2021年公司在一线城市<sup>1</sup>实现的合同销售金额占比为34.55%，同比增加2.39个百分点；在二线城市<sup>2</sup>实现的合同销售金额占比为54.23%，同比增加5.44个百分点。从销售区域分布来看，2021年公司在长三角地区的合同销售金额占比为52.80%，同比增加3.49个百分点，其中上海市合同销售金额占比为24.81%，为2021年销售金额贡献最高的城市；中西部城市群占比16.72%，同比下降1.37个百分点；京津冀区域占比11.18%，同比减少0.21个百分点；珠三角地区占比5.37%，同比减少5.47个百分点。整体看来，公司项目布局仍以高能级城市为主，近年来公司在长三角城市群的销售占比持续提升，其他重点城市群均有一定体量的业务布局，区域布局较为分散，抵御单一城市或区域市场波动风险的能力较强。

截至2021年末，公司已售待结转商品房面积合计372万平方米，合同负债余额369.36亿元；主要在售楼项目的待售面积合计1,160.86万平方米，是当期销售面积的4.04倍，项目储备充沛。待售项目中位于一线城市的项目面积占比为7.30%，位于二线城市的项目面积占比为60.61%，主要包括成都、武汉、西安等重点二线城市，区域布局相对分散，各能级城市销售贡献更加多元化，为其后续发展和风险防御奠定了较好的基础。同时，中证鹏元关注到，受地方政策及市场行情影响，部分地区新房销售放缓及价格下行压力明显，公司针对部分产品采取以价换量等销售管理措施，2021年公司对天津中粮大道、北京京西祥云、江门新悦锦云项目等项目计提存货跌价准备合计19.56亿元，未来若受宏观经济下行与行业政策等因素影响，实际销售情况存在不确定性。

**表4 截至2021年末公司主要待售项目区域分布情况（单位：万平方米）**

城市	可售面积	累计销售面积	待售面积	待售面积占比
成都	300.50	170.92	129.58	11.16%
武汉	193.25	67.73	125.52	10.81%

<sup>1</sup> 一线城市指北京、上海、广州及深圳。

<sup>2</sup> 二线城市指人均国内生产总值超过8万元，且人口超过500万的非一线城市。

沈阳	213.22	125.96	87.27	7.52%
西安	111.18	24.69	86.49	7.45%
张家口	72.55	6.82	65.73	5.66%
眉山	78.06	20.92	57.14	4.92%
昆明	60.24	6.84	53.40	4.60%
苏州	156.02	103.58	52.44	4.52%
南京	178.58	126.78	51.80	4.46%
重庆	119.54	71.64	47.91	4.13%
北京	181.58	140.29	41.30	3.56%
天津	86.14	50.19	35.95	3.10%
长沙	111.49	76.46	35.03	3.02%
济南	44.39	14.57	29.83	2.57%
三亚	48.36	22.71	25.66	2.21%
深圳	131.09	109.99	21.10	1.82%
廊坊	23.12	2.26	20.85	1.80%
金华	20.24	-	20.24	1.74%
青岛	47.41	28.00	19.41	1.67%
上海	88.87	70.15	18.72	1.61%
江门	27.08	8.39	18.68	1.61%
南昌	22.86	6.83	16.03	1.38%
哈尔滨	22.80	7.82	14.98	1.29%
绍兴	47.24	34.31	12.93	1.11%
嘉兴	53.35	40.81	12.54	1.08%
厦门	20.41	7.96	12.45	1.07%
其他城市	196.15	148.27	47.87	4.12%
<b>总计</b>	<b>2,655.74</b>	<b>1,494.88</b>	<b>1,160.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

### 2021年公司土地获取力度有所加快，项目储备充沛，但需关注新购置地块未来收益实现情况

近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比偏低，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。2021年公司通过招拍挂方式在昆明、重庆、成都、南京、张家口、义乌、西安和常州等城市获取地块，通过收购方式获取了嘉兴秀洲区、成都天府新区和长沙市望城区、重庆市两江新区及绍兴市镜湖新区等地块，全年新增项目数量16个，新增土地计容建筑面积326.86万平方米，新增土地购置总金额为315.71亿元（占当期全口径销售金额的43.42%），土地获取力度同比有所加快。楼面地价方面，2021年公司购置地块区域聚焦于核心城市群重点二线城市，新增土地储备楼面均价同比增至9,659元/平方米，平均溢价率为16%，同比有所上升。自2021年下半年以来，土地市场热度持续回落，公司新获土地溢价率偏高，考虑到短期内房地产行业需求端仍处于筑底阶段，新购置地块项目收益存在一定的不确定性。

2022年一季度，公司新增获取1个项目，位于重庆市两江新区，项目计容建筑面积合计不大于12.87万平方米，土地价款合计12.04亿元。未来公司计划坚持区域深耕策略，重点布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群，关注辽中南、山东半岛、海西、关中等城市群投资机会；重点投资具备良好经济发展基础、人口持续增长、房地产市场发展好的一线、强二线及三四线城市。

**表5 公司新增土地储备情况（全口径）**

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
新增项目数量（个）	1	16	18
新增土地计容建筑面积（万平方米）	12.87	326.86	456.73
新增土地价款（亿元）	12.04	315.71	209.12
楼面均价（元/平方米）	9,349	9,659	4,579

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建项目共95个，拟建项目16个，在建及拟建项目规划计容建筑面积合计2,033.88万平方米，剩余可开发面积合计1,621.72万平方米。整体看来，公司拥有丰富的待结算资源和待开发项目储备，为公司未来收入提供了较好的保障，但也需关注部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力。

截至2021年底，公司主要在建及拟建项目分布在全国33个城市，剩余可开发面积超过100万平方米的城市包括武汉、成都、沈阳和西安；从城市能级来看，一线城市占比6.35%，二线城市占比65.49%。

**表6 截至2021年末公司主要在建及拟建项目（单位：万平方米）**

城市	规划计容建筑面积	累计竣工面积	剩余可开发面积	剩余可开发面积占比
武汉	192.08	7.51	184.58	11.38%
成都	220.75	60.90	159.86	9.86%
沈阳	192.72	87.60	105.12	6.48%
西安	102.71	0.00	102.71	6.33%
重庆	120.53	27.59	92.94	5.73%
天津	119.12	36.46	82.66	5.10%
昆明	81.75	0.00	81.75	5.04%
张家口	78.13	0.00	78.13	4.82%
南京	105.30	41.66	63.64	3.92%
眉山	71.86	10.79	61.07	3.77%
苏州	71.85	12.64	59.22	3.65%
济南	54.32	0.00	54.32	3.35%
南昌	52.05	0.00	52.05	3.21%
深圳	50.06	0.00	50.06	3.09%
台州	40.85	0.00	40.85	2.52%
三亚	39.48	0.00	39.48	2.43%
北京	67.77	28.66	39.12	2.41%
长沙	35.91	0.00	35.91	2.21%
嘉兴	27.19	0.00	27.19	1.68%
厦门	23.22	0.00	23.22	1.43%
常州	40.37	17.43	22.94	1.41%
哈尔滨	22.80	0.00	22.80	1.41%
廊坊	22.65	0.00	22.65	1.40%
绍兴	46.91	24.84	22.08	1.36%
金华	21.83	0.00	21.83	1.35%
上海	24.51	3.96	20.55	1.27%
其他城市	107.14	52.14	55.01	3.39%

<b>总计</b>	<b>2,033.88</b>	<b>412.16</b>	<b>1,621.72</b>	<b>100.00%</b>
-----------	-----------------	---------------	-----------------	----------------

注：剩余可开发面积=规划计容建筑面积-累计竣工面积。

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

截至2021年底，公司在建和拟建项目已累计投资2,200.38亿元，至少尚需投资905.37亿元，未来公司仍面临一定的资金压力。

此外，目前公司在深圳市参与的城市更新项目共2个，包括深圳宝安区长营地块城市更新单元及深圳宝安区全一地块城市更新单元（合称“固戍项目”）、深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区城市更新项目（简称“大洋工业统筹片区项目”）等项目。固戍项目占地面积合计19.06万平方米，固戍北区于2022年2月获取单元规划批复，尚处于实施主体确认环节，固戍南区处在城市更新计划立项的前期研究阶段；大洋工业统筹片区项目占地面积合计18.76万平方米，尚在推进单元规划编制及申报准备工作。

未来随着上述项目的顺利实施，在带来商品房销售的同时，也将增加公司可租物业面积，带动租赁收入规模增长，提升公司利润规模。但同时中证鹏元也关注到，城市更新项目实施主体资格、项目规划等需经政府部门审批，受拆迁进度、城市规划等影响，在实施进度、收益实现方式等方面存在一定不确定性。

**2021年公司持有型物业运营情况相对稳定，投资物业租金收入同比有所改善，考虑到公司具备很强的品牌影响力和领先的招商及运营能力，预计未来投资物业运营板块将保持较好发展**

公司投资物业包括购物中心、写字楼、产业园、工业园及配套商业和长租公寓等多种业态。商业物业的运营主体主要为子公司大悦城地产，品牌知名度高，商业运营能力领先，旗下商业地产包含“大悦城”城市综合体旗舰品牌，“大悦春风里”区域性商业中心，中粮广场、中粮置地广场等持有型写字楼品牌，以及北京华尔道夫、亚龙湾瑞吉酒店等高端酒店产品，投资物业资产质量良好。

截至2021年底，公司持有已开业11个大悦城购物中心、3个春风里项目和1个祥云小镇项目，主要位于北京、上海、天津、沈阳、成都、杭州等城市。截至2021年末，公司自持购物中心可出租面积增至111.26万平方米，已出租面积103.61万平方米，平均出租率为93.12%，依然维持在较好水平。此外，公司通过管理输出模式运营管理分别位于天津、昆明、鞍山、长沙的4个大悦城项目，总建筑面积103.2万平方米，商业面积约58.7万平方米。截至2021年末，公司在建及拟建的大悦城、大悦春风里、祥云小镇及非标准化项目共20个，商业面积约178.8万平方米。

租金收取方面，根据租赁客户、租赁位置不同等因素，公司租金收取分为固定租金、业绩抽成及以上两种方式综合确定的三类模式。随着疫情防控形势改善，以及公司持续提升经营效率，2021年以西单大悦城、朝阳大悦城、天津大悦城等为代表的成熟项目出租率均有所回升。2021年公司旗下购物中心实现物业租赁收入33.34亿元，同比增长16.09%。

**表7 公司自持购物中心租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	权益比例（%）	可租面积	已租面积	物业租赁收入		平均出租率	
				2021	2020	2021	2020
西单大悦城购物中心	30.39	5.28	5.16	6.40	5.71	98%	97%
朝阳大悦城购物中心	27.35	12.79	12.55	6.74	5.55	99%	97%
天津大悦城购物中心	30.39	8.83	8.68	4.64	3.97	98%	97%
沈阳大悦城购物中心	59.59	10.33	9.7	2.59	2.24	94%	95%
上海静安大悦城购物中心	30.39	6.67	5.96	1.84	1.64	89%	86%
烟台大悦城购物中心	30.39	7.65	6.82	1.18	1.14	89%	90%
成都大悦城购物中心	59.59	9.04	8.81	2.51	1.97	96%	96%
上海长风大悦城购物中心	21.67	5.58	5.33	1.10	1.2	96%	89%
杭州大悦城购物中心	32.77	7.53	7.03	1.55	1.59	93%	91%
西安大悦城购物中心	17.33	6.17	5.85	2.23	2.44	95%	97%
北京祥云小镇	51.00	7.41	7.04	1.35	1.1	95%	96%
北京大兴春风里	29.80	5.18	4.55	1.00	0.17	88%	91%
重庆大悦城购物中心	59.59	6.91	5.19	-	-	75%	-
苏州大悦春风里	29.85	9.07	8.29	0.21	-	91%	-
北京丰台春风里	25.00	2.82	2.65	-	-	94%	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>111.26</b>	<b>103.61</b>	<b>33.34</b>	<b>28.72</b>		

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司持有运营的写字楼项目共5个，分别为北京中粮广场、西单大悦城写字楼、中粮置地广场、香港中粮大厦及深圳中粮地产集团中心大厦。写字楼可出租面积共计21.22万平米，大部分位于一线城市的核心地段。2021年度公司通过强化运营提升租户满意度，深圳中粮地产集团中心大厦、中粮置地广场出租率提升明显，但受疫情及地区经济环境影响，2021年香港中粮大厦平均出租率大幅下降至71%。

公司可出租物业还包括产业园、工业园及配套商业、长租公寓及酒店式公寓等。其中，产业园及工业园主要位于深圳市及北京市，包括中粮创芯研发中心、中粮031创意园、中粮智造科技园等；长租公寓主要系公司于深圳推出的面向年轻人群的“乐邑”系列产品；公司酒店公寓为位于上海的鹏利辉盛阁，2021年以来上述物业租赁情况保持相对稳定。

整体看来，2021年以来公司写字楼、产业地产等物业整体出租情况相对稳定，随着新项目开业及存量项目可租赁面积增加，2021年上述物业实现租金收入12.43亿元，同比增长4.19%。根据公司于2022年5月25日发布的第十届董事会第二十三次会议决议公告，为贯彻落实国家及各地减免租金政策精神和有关要求，公司制定了租金减免工作方案，租金减免适用对象为2022年内承租公司所属物业、从事服务业的小微企业或个体工商户，经初步测算，本次租金减免安排预计涉及公司营业收入9.66亿元-13.49亿元，中证鹏元将持续关注上述事项实施进展。

**表8 截至2021年末公司写字楼、产业地产等物业租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	可租	已租	物业租赁收入	出租率
------	----	----	--------	-----

		权益比例	面积	面积	2021	2020	2021	2020
写字楼	北京中粮广场	30.39	9.99	8.75	2.93	2.95	88%	90%
	香港中粮大厦	59.59	1.57	1.20	0.56	0.77	71%	85%
	中粮置地广场	30.39	5.68	5.35	1.77	1.63	93%	90%
	西单大悦城写字楼	30.39	1.34	1.22	0.36	0.43	88%	88%
	深圳中粮地产集团中心大厦	100.00	2.64	2.44	0.26	0.24	92%	84%
产业园、工业园及配套商业	中粮创芯研发中心、中粮031 创意园、中粮智造科技园、67 区中粮商务公园等	-	88.05	87.25	4.72	4.39	99%	99%
	中粮健康科技园	100.00	19.10	11.49	0.32	0.20	60%	78%
长租公寓	大悦乐邑系列产品	-	3.98	3.67	0.23	0.11	92%	63%
酒店公寓	上海鹏利辉盛阁	59.59	4.85	4.46	1.28	1.21	92%	87%
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>137.20</b>	<b>125.83</b>	<b>12.43</b>	<b>11.93</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年度公司因非同一控制下企业合并增加子公司5户，因其他原因合并范围变动净增加14户，具体见附录二。

### 资产结构与质量

公司资产构成以房地产开发项目及投资性房地产为主，资产质量良好，整体资产流动性较好，需关注存货跌价风险

截至2022年3月末，公司资产规模达2,104.94亿元，资产结构以流动资产为主。

受经营及投资活动消耗现金流影响，2021年末公司货币资金余额同比下降至248.86亿元，其中使用权受限的货币资金合计2.45亿元，主要为项目资本金监管资金、法院冻结资金。2022年3月末，公司货币资金进一步下降至237.19亿元。其他应收款主要为往来款、项目保证金、押金等。

截至2021年末，往来款账面余额合计227.85亿元，期末前五大应收对象包括昆明螺蛳湾国悦置地有限公司、深圳中益长昌投资有限公司、保利（四川）投资发展有限公司、北京恒合悦兴置业有限公司及上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司，均为公司联营、合营企业及合作项目公司其他股东方。

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括开发成本、开发产品和出租开发产品等。随着房地产项目开发投入增加，2021年末公司存货账面价值增至1,020.03亿元，其中开发成本账面价值为821.29亿元。

公司房地产开发项目主要集中在一线城市和热点二、三线城市，未来业务可持续性仍较好。2021年公司天津中粮大道、北京京西祥云、江门新悦锦云等项目计提存货跌价准备合计19.56亿元，年末存货跌价准备余额30.74亿元。未来需关注部分房地产市场表现偏弱地区项目的存货跌价风险。截至2021年末，公司存货中账面价值284.86亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为27.93%。

长期股权投资主要为公司合作开发模式项目产生的对合营及联营企业的投资，采取权益法计量。截至2021年末，公司长期股权投资账面价值为140.39亿元，同比增长22.39%，主要系当年新增对参股企业出资所致。2021年度公司权益法核算的长期股权投资收益为-9.18亿元，主要系联营合营项目投资亏损所致。投资性房地产主要是大悦城地产持有的大悦城购物中心及写字楼等投资物业，截至2021年末，公司投资性房地产账面价值增至319.10亿元，均按成本模式进行计量，公司持有项目地理位置优越、资产质量良好，其市场价值显著高于账面价值，期末已用于借款抵押的部分账面价值合计137.31亿元。固定资产主要为公司日常经营所需的房屋建筑物、机器设备、运输设备等，2021年末账面价值为37.15亿元，其中25.18亿元用于借款抵押。

总体来看，2021年以来公司资产规模有所波动，资产构成以在建、拟建、在售房地产项目以及购物中心、写字楼等投资性房地产为主，资产质量良好。截至2021年末，使用权受限的资产账面价值合计464.41亿元，受限资产占总资产比重为21.83%，公司整体资产流动性较好。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	237.19	11.27%	248.86	11.70%	317.64	15.89%
其他应收款（合计）	240.12	11.41%	243.10	11.43%	237.48	11.88%
存货	1,005.72	47.78%	1,020.03	47.95%	874.57	43.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,553.01</b>	<b>73.78%</b>	<b>1,575.62</b>	<b>74.07%</b>	<b>1,492.64</b>	<b>74.68%</b>
长期股权投资	139.65	6.63%	140.39	6.60%	114.71	5.74%
投资性房地产	319.66	15.19%	319.10	15.00%	292.95	14.66%
固定资产	36.68	1.74%	37.15	1.75%	40.48	2.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>551.93</b>	<b>26.22%</b>	<b>551.65</b>	<b>25.93%</b>	<b>506.07</b>	<b>25.32%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,104.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,127.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,998.71</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2021年公司营业收入保持增长，未来收入仍有一定保障，但盈利能力下滑、投资亏损和计提减值导致公司净利润规模同比有所减少**

公司主营业务包括商品房销售、投资物业租赁、酒店经营、资产管理及物业服务等，其中商品房销售收入系公司最主要的收入来源。受达到结算条件的商品房资源增加影响，2021年公司实现商品房销售

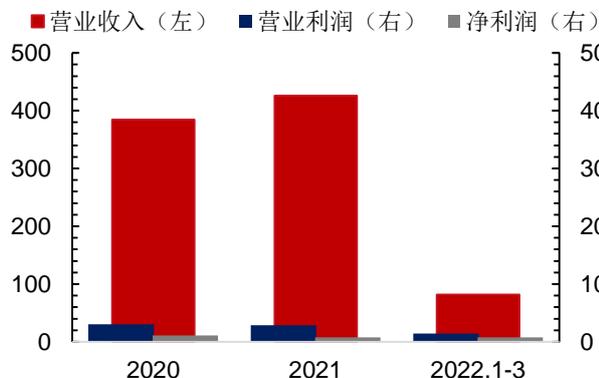
收入实现较好增长；此外，随着疫情防控形势改善及商务旅游活动恢复，当期公司持有型业务及酒店运营收入亦有所提升，综合影响下，2021年公司实现营业收入426.14亿元，同比增长10.84%。截至2021年末，公司已售待结转商品房面积合计372万平方米，合同负债余额369.36亿元；主要在售项目待售面积合计1,160.86万平方米，项目储备充沛，且主要位于重点二线城市，未来地产销售收入来源具有一定保障。

毛利率方面，由于结算项目中低毛利项目占比提高，2021年公司商品房销售及一级土地开发业务毛利率同比有所下滑，带动当期公司销售毛利率下降至27.44%。

期间费用方面，受销售佣金费用增加影响，2021年公司销售费用同比增长29.96%；此外，受汇率变动影响，当期汇兑收益同比减少，致使财务费用同比增加47.29%。2021年公司期间费用合计44.03亿元，期间费用率为10.33%，同比增长1.24个百分点。

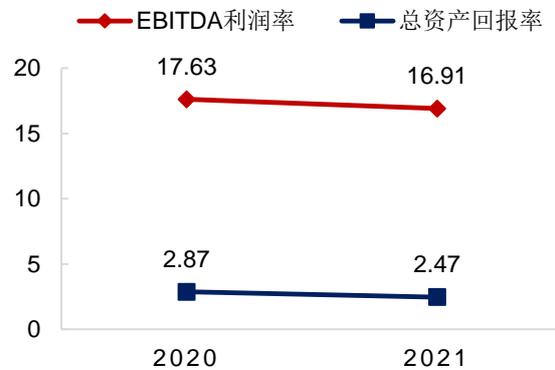
2020年以来公司对联营、合营企业投资持续亏损，2021年公司实现投资收益-14.35亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益-9.18亿元，取得控制权时股权按公允价值重新计量产生的利得-5.19亿元。此外，2021年公司确认资产减值损失19.80亿元，主要系存货跌价损失。受累于盈利水平下滑及计提各类减值，2021年实现净利润7.67亿元，同比下滑31.65%。受此影响，2021年公司总资产回报率和EBITDA利润率等盈利能力指标亦有所下滑。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

2021 年以来公司经营活动现金流呈净流出状态，公司在建及拟建房产项目所需资金规模大，仍面临一定的资金压力

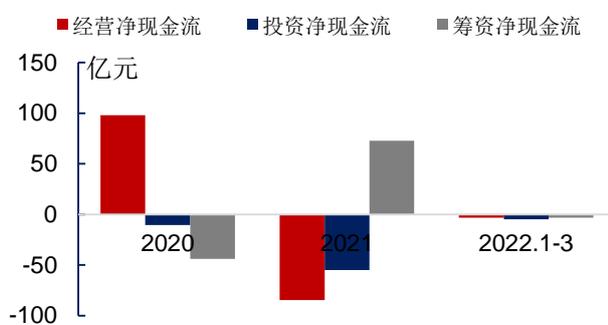
2021 年公司销售回款有所增加，当期销售商品、提供劳务收到的现金合计 400.10 亿元，同比增长 6.18%。同时，随着新获取项目土地支出、开发项目建造支出及拍地保证金支出增加影响，2021 年公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，综合影响下，2021 年公司经营活动产生的净现金流量转为大

幅净流出状态。受市场环境影 响，2022年一季度公司商品房销售及回款情况表现不佳，当期经营活动产生的现金流净额为-3.36亿元。

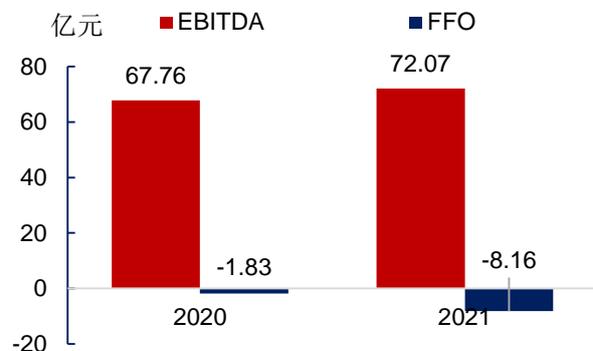
投资活动产生的现金流主要系公司支付/回收合作企业投资款及往来款，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金等。2021年公司投资活动产生的现金流净额为-54.96亿元，净流出规模大幅扩大，主要系当期收回参股企业借款同比减少所致。

筹资活动方面，随着公司合作开发项目增加，2021年吸收投资所收到的现金同比增长较快，受此影响，2021年公司筹资活动产生的现金净流入72.63亿元。考虑到公司在建商业及住宅项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定的对外融资需求。

**图 12 公司现金流结构**



**图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况**



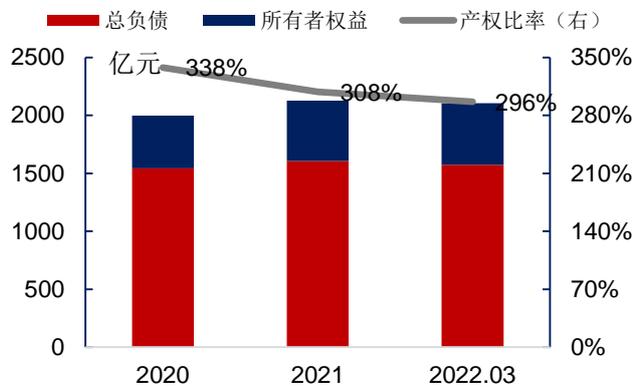
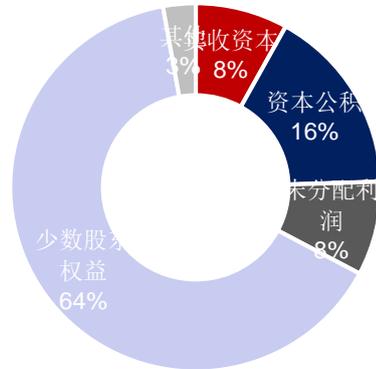
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司整体负债经营程度仍偏高，债务规模较大，面临一定的债务偿还压力

2021年以来公司负债规模有所波动，截至2022年3月末，公司总负债规模为1,573.79亿元。近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低。截至2022年3月末公司股东权益合计531.15亿元，其中少数股东权益占比达64%。截至2022年3月末，公司产权比率下降至296.30%，所有者权益对总负债的保障程度依然偏弱。

**图 14 公司资本结构**

**图 15 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

公司负债主要为流动负债，截至2022年3月末，流动负债占总负债的比重为60.82%。

流动负债方面，短期借款主要为信用借款及保证借款，截至2021年末短期借款余额为34.50亿元。截至2022年3月末，公司应付账款余额为126.52亿元，主要为应付工程款、地价及服务费等。合同负债主要包括预收售房款、物业服务费及酒店房费等，无实际偿付压力，随着结转项目增加，2021年以来公司合同负债账面余额有所下降。其他应付款主要为与相关单位往来款、诚意金、保证金及押金等，2021年公司其他应付款同比增幅较大，主要系当期来自参股项目、非控股股东、中粮集团及其关联方借款增加所致。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、应付债券、租赁负债等，随着到期债务陆续偿付，2021年以来公司一年内到期的非流动负债账面余额持续下降。

长期借款主要为保证或抵押借款，抵押物为公司存货、投资性房地产、固定资产以及子公司股权等。截至2021年末，公司长期借款利率区间为1.20%-6.95%。公司应付债券包括公司本部发行的中期票据及控股子公司中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”）发行公司债券等，2021年度公司本部陆续发行“21大悦城MTN001”、“21大悦城MTN002”及“21大悦城MTN003”，发行规模合计35.20亿元，期限均为3年，票面利率位于3.44%-3.73%区间。2022年1月，中粮置业发行“22中粮01”及“22中粮02”，发行规模合计15.00亿元，票面利率分别为3.08%及3.49%。截至2022年3月末，公司应付债券账面余额增至93.78亿元。2021年末公司长期应付款账面余额增至36.73亿元，主要系公司新增发行购房尾款ABS及沈阳大悦城CMBS所致，其中“工银瑞投-大悦城控股购房尾款资产支持专项计划”于2021年1月成立，发行规模合计20.00亿元；“中信建投-沈阳大悦城资产支持专项计划”于2021年7月成立，发行规模合计18.01亿元。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	24.28	1.54%	34.50	2.15%	22.14	1.44%
应付账款	126.52	8.04%	147.22	9.16%	170.93	11.08%
合同负债	350.89	22.30%	369.36	22.99%	379.87	24.63%
其他应付款（合计）	252.67	16.05%	234.52	14.60%	129.34	8.39%
一年内到期的非流动负债	113.15	7.19%	139.47	8.68%	161.63	10.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>957.20</b>	<b>60.82%</b>	<b>1,033.03</b>	<b>64.31%</b>	<b>979.64</b>	<b>63.52%</b>
长期借款	476.90	30.30%	429.79	26.76%	469.43	30.44%
应付债券	93.78	5.96%	78.77	4.90%	58.46	3.79%
长期应付款（合计）	17.73	1.13%	36.73	2.29%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>616.59</b>	<b>39.18%</b>	<b>573.33</b>	<b>35.69%</b>	<b>562.61</b>	<b>36.48%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,573.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,606.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,542.25</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务规模有所增长，2022年3月末公司总债务增至724.78亿元，总债务占总负债的比重亦有所上升；期末短期债务占总债务的比重为18.81%，各年度到期债务规模分布相对均匀，2022年及2023年公司分别需偿还债务172.69亿元和142.29亿元。2021年公司平均融资成本为4.91%，较上年下降0.19个百分点，近年来公司融资成本持续小幅下降，整体融资成本处于较低水平。

图 16 公司债务占负债比重

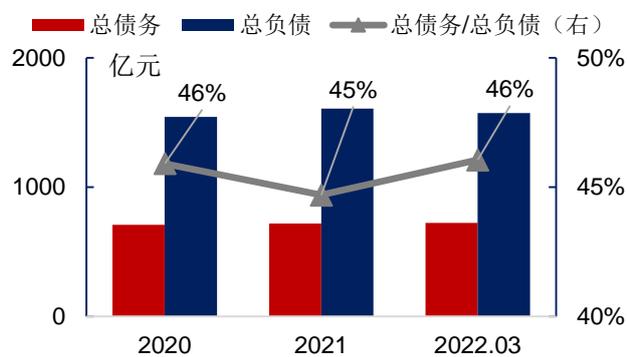
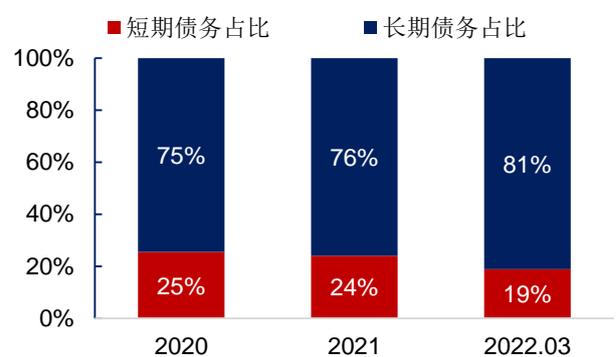


图 17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，截至2022年3月末，公司剔除预收款项的资产负债率为69.67%，较2020年末略有改善，但受到债务规模增加及货币资金保有量下降影响，公司净负债率小幅上升至92.53%。随着项目结转收入增加，2021年公司EBITDA规模同比有所增长，当期EBITDA对利息支出的保障程度有所改善。2021年以来公司经营活动现金流呈净流出状态，OCF/净债务表现较弱。

表11 公司杠杆状况指标

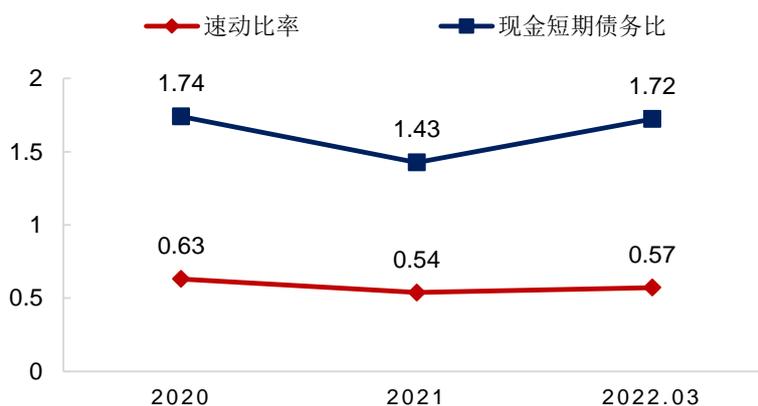
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
剔除预收款项的资产负债率	69.67%	70.31%	71.76%
净负债率	92.53%	92.47%	88.30%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57

OCF/净债务	-0.68%	-17.57%	24.35%
---------	--------	---------	--------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司现金短期债务比为1.72，流动性指标表现尚可。截至2021年底，公司尚未使用的银行授信额度653.82亿元，授信额度较为充足；另外作为A股上市公司，公司直接融资渠道通畅，且控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持。整体来看，公司具备较好的财务弹性。

**图 18 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据子公司北京稻香四季房地产开发有限公司及中粮地产（深圳）实业有限公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（分别为2022年5月7日和2022年4月8日），上述子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### （二）或有事项分析

近年来公司合作开发项目增多，公司对参股及合作开发公司的担保金额有所增加。截至2021年末，公司对合营联营企业实际担保金额合计67.06亿元，占同期末净资产的比例为12.87%。中证鹏元关注到，2020年以来公司对联营合营企业投资持续亏损，2020-2021年公司对联营企业及合营企业的投资收益分别为-13.69亿元及-9.18亿元。公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方经营状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。

**表12 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

担保对象名称	发生日期	实际担保金额	反担保情况	担保期
佛山市新纪元置业有限公司	2019.5.20	60,000	有	18年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	2019.6.28	60,000	有	5年
北京悦恒置业有限公司	2020.4.13	107,100	有	4年
北京恒合悦兴置业有限公司	2020.6.8	171,500	有	6年
江门侨新置业有限公司	2020.7.1	30,000	有	4年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	2020.7.29	30,000	有	6年
固安裕坤房地产开发有限公司	2020.11.2	39,200	有	6年
苏州金悦璨房地产开发有限公司	2021.6.29	19,900	有	6年
北京金色时枫房地产开发有限公司	2021.7.07	86,500	有	16年
沈阳市和慧房地产开发有限公司	2021.7.08	39,200	有	7年
中葛永茂(苏州)房地产开发有限公司	2021.8.30	9,702	有	6年
佛山市淦盈置业有限公司	2021.12.30	17,500	有	5年
<b>合计</b>		<b>670,602</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司按房地产经营惯例为商品房承购人就按揭贷款债务提供阶段性连带责任保证担保，保证期间从借款合同签订之日起至借款人（购房人）办妥以商业银行为抵押权人的正式抵押手续并向商业银行交付他项权证之日止。截至2021年末，公司承担阶段性担保金额为142.00亿元。

## 八、抗风险能力分析

公司作为中粮集团旗下综合地产开发平台，业务范围涵盖住宅地产、商业地产、酒店、写字楼、长租公寓等多种业态。公司旗下“大悦城”品牌在国内商业地产领域具有很强的品牌影响力，其投资持有的购物中心、写字楼等物业主要位于一线城市黄金地段，运营情况良好。公司房地产开发储备项目资源丰富，区域布局较好，未来业绩可持续性较好。

公司与多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2021年末，公司尚未使用的银行授信额度653.82亿元，授信额度较为充足。此外，公司作为A股上市公司，具备较好的直接融资能力，控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持。

同时中证鹏元注意到，近年来公司房产开发业务毛利率持续下滑，叠加公司对联营、合营企业投资亏损及计提资产减值损失等影响，公司盈利能力有所下滑。另外，近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低。同时，公司对外担保存在一定的代偿风险，在建及拟建项目投资规模较大，项目开发建设面临一定的资金压力。

总体来看，公司抗风险能力很强。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“20大悦01”信用等级为AAA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	237.19	248.86	317.64	275.98
其他应收款（合计）	240.12	243.10	237.48	244.28
存货	1,005.72	1,020.03	874.57	757.68
流动资产合计	1,553.01	1,575.62	1,492.64	1,337.80
投资性房地产	319.66	319.10	292.95	283.73
非流动资产合计	551.93	551.65	506.07	494.03
资产总计	2,104.94	2,127.27	1,998.71	1,831.83
短期借款	24.28	34.50	22.14	31.96
合同负债	350.89	369.36	379.87	77.81
其他应付款（合计）	252.67	234.52	129.34	127.73
一年内到期的非流动负债	113.15	139.47	161.63	135.91
流动负债合计	957.20	1,033.03	979.64	848.37
长期借款	476.90	429.79	469.43	453.78
应付债券	93.78	78.77	58.46	69.75
长期应付款	17.73	36.73	0.00	0.00
非流动负债合计	616.59	573.33	562.61	558.05
负债合计	1,573.79	1,606.36	1,542.25	1,406.42
总债务	724.78	717.98	708.06	691.03
归属于母公司的所有者权益	189.07	188.38	183.51	194.11
营业收入	81.81	426.14	384.45	337.87
净利润	7.92	7.67	11.23	37.05
经营活动产生的现金流量净额	-3.36	-84.64	98.14	40.65
投资活动产生的现金流量净额	-4.84	-54.96	-10.54	-21.69
筹资活动产生的现金流量净额	-3.17	72.63	-44.04	60.93
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	36.93%	27.44%	31.44%	41.20%
EBITDA 利润率	--	16.91%	17.63%	27.55%
总资产回报率	--	2.47%	2.87%	6.24%
产权比率	296.30%	308.37%	337.87%	330.60%
剔除预收款项的资产负债率	69.67%	70.31%	71.76%	70.79%
净负债率	92.53%	92.47%	88.30%	100.37%
OCF/净债务	-0.68%	-17.57%	24.35%	9.52%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57	2.19
速动比率	0.57	0.54	0.63	0.68
现金短期债务比	1.72	1.43	1.74	1.62

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 2021 年公司合并报表范围变化情况

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	合并方式
佛山市鹏悦置业有限公司	100.00	非同一控制下企业合并
厦门市悦鹏置业有限公司	100.00	非同一控制下企业合并
武汉裕灿房地产开发有限公司	50.00	非同一控制下企业合并
成都保泽达锦房地产开发有限公司	50.00	非同一控制下企业合并
长沙市望城区新悦之城置业有限公司	60.00	非同一控制下企业合并
工银瑞投-大悦城控股购房尾款资产支持专项计划	-	设立
中信建投-沈阳大悦城资产支持专项计划	-	设立
光信·光华·沈阳大悦城财产权信托	-	设立
大悦城控股集团（山东）有限公司	100.00	新设
嘉兴秀禾房地产开发有限公司	100.00	新设
昆明鸿悦房地产开发有限公司	100.00	新设
成都悦东置地有限公司	100.00	新设
嘉兴兴悦商务咨询有限公司	100.00	新设
重庆悦鼎房地产开发有限公司	100.00	新设
嘉兴悦霖商业管理有限公司	100.00	新设
嘉兴悦葭商业管理有限公司	100.00	新设
嘉兴悦桑商业管理有限公司	100.00	新设
义乌印悦置业有限公司	100.00	新设
南京悦锦成房地产实业有限公司	50.00	新设
南昌合悦企业管理有限公司	100.00	新设
SHINE OCEAN HONG KONG LIMITED	100.00	新设
Huitaiyueheng Limited	100.00	新设
大悦城（太原）房地产开发有限公司	100.00	新设
大悦城控股集团（厦门）物业管理有限公司	100.00	新设
西安朝悦房地产开发有限公司	100.00	新设
南昌悦佰企业管理有限公司	51.00	新设
成都鼎隽房地产开发有限公司	51.00	新设
常州悦府房地产开发有限公司	51.00	新设
杭州玺悦置业有限公司	51.00	新设
常州和诚房地产有限公司	100.00	新设
成都樾林置业有限公司	51.00	新设

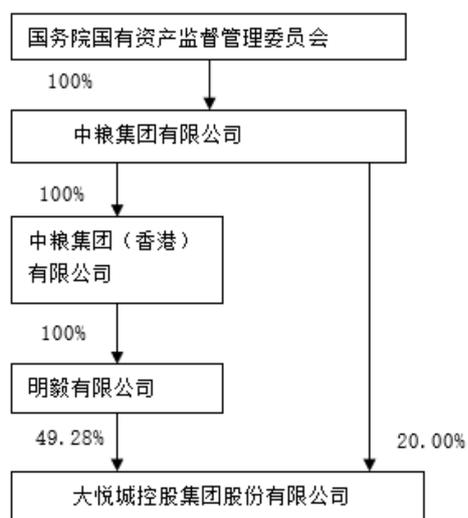
### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例 (%)	不再纳入的原因
上海兴尊实业有限公司	51.00	注销
嘉兴悦霖商业管理有限公司	100.00	注销

嘉兴悦葭商业管理有限公司	100.00	注销
嘉兴悦桑商业管理有限公司	100.00	注销
上海兴悦房地产开发有限公司	100.00	注销
上海世而房地产开发有限公司	100.00	注销
上海世斯房地产开发有限公司	100.00	注销
上海玥世企业管理咨询有限公司	100.00	注销
云南大悦城控股房地产开发有限公司	100.00	注销
成都大悦西川置业有限公司	55.00	注销
南京鹏展运营管理有限公司	100.00	注销
郑州市悦铭置业有限公司	100.00	注销

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

### 附录三 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年报

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债中有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+长期应付款
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
盈余现金	现金类资产-（营业成本+管理费用+销售费用）×3%
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
期间费用率	（销售费用+财务费用+管理费用+研发费用）/营业收入
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
剔除预收款项的资产负债率	（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款）
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净负债率	净债务/所有者权益

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。