



# 大悦城控股集团股份有限公司2023年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一期）信 用评级报告

---

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2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-1-9

## 评级观点

- 中证鹏元评定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：000031.SZ）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，评定公司本次拟面向专业投资者公开发行不超过 20 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定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，此外，需关注公司待售项目销售情况及盈利能力波动。

## 债券概况

**发行规模：**本期债券分为两个品种，总计发行规模不超过 20 亿元（含）

**发行期限：**品种一为 5 年期，附第 3 个计息年度末公司票面利率调整选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期

**偿还方式：**按年付息，到期一次还本

**发行目的：**偿还到期债务

## 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。

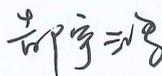
## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	2,151.04	2,127.27	1,998.71	1,831.83
归母所有者权益	183.84	188.38	183.51	194.11
总债务	753.14	717.98	708.06	691.03
营业收入	248.58	426.14	384.45	337.87
净利润	11.38	7.67	11.23	37.05
经营活动现金流净额	25.84	-84.64	98.14	40.65
销售毛利率	27.85%	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%
剔除预收款项的资产负债率	71.14%	70.31%	71.76%	70.79%
净负债率	98.10%	92.47%	88.30%	100.37%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57	2.19
总债务/总资本	59.45%	57.95%	60.80%	61.90%
OCF/净债务	5.13%	-17.57%	24.35%	9.52%
速动比率	0.52	0.54	0.63	0.68
现金短期债务比	1.31	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com



项目组成员：陈思敏  
chensm@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

## 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，旗下商业物业整体运营情况良好。
- **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

- **需关注公司待售项目销售情况。**受房地产市场环境波动影响，2022 年 1-6 月，公司实现合同销售面积 106 万平方米，同比下降 35%，实现合同销售金额 285 亿元，同比下降 21%，未来需持续关注公司项目销售及回款情况。
- **需关注公司盈利能力波动。**由于结算项目中低毛利项目占比提高，2019-2021 年公司商品房销售业务毛利率水平呈持续下降态势，主营业务盈利能力趋弱。公司对联营、合营企业投资持续亏损，2019-2021 年公司对联营企业及合营企业的投资损失分别为 9.58 亿元、13.69 亿元及 9.18 亿元。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，综合影响下，2019-2021 年公司净利润规模持续下降。
- **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，截至 2022 年 9 月末，少数股东权益占所有者权益的比重上升至 64%，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 2022 年 9 月末，公司对外担保实际金额合计 72.53 亿元，占同期末净资产的比例为 14.12%，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_2022V1.0</a>

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy\\_ffmx\\_2022V1.0](#)

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	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	4/较大
	行业&运营风险状况	7/优秀		杠杆状况	2.80/非常大
	行业风险	3		净负债率	4
	经营状况	6.05/优秀		EBITDA 利息保障倍数	3
	经营规模	7		剔除预收款项的资产负债率	3
	产品、服务和技术	6		OCF/净债务	1
	品牌形象和市场份额	7		杠杆状况调整分	0
	经营效率	4		盈利状况	中
	业务多样性	6		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	7	
			流动性比率	4	
			获取流动性资源的能力	非常强	
业务状况评估结果		7/优秀	财务状况评估结果		6/较小
指示性信用评分					aa+
调整因素	ESG 因素	0			
	重大特殊事项	0			
	补充调整	0			
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司为中粮集团的重要子公司，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为中粮集团作为以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，具有很强的业务实力及财务实力，其提供支持的能力较强。

### 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/22 大悦 03	2022-11-30	郜宇鸿、陈思敏	房地产开发企业信用评级方法和模型 ( <a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a> )、外部特殊支持评价方法 ( <a href="#">cspy_ff_2022V1.0</a> )	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	AAA/15 中粮 01	2019-03-11	/	/	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/15 中粮 01	2015-04-24	林丽霞、雷巧庭	房地产行业评级方法 ( <a href="#">py_ff_2013V1.0</a> )	<a href="#">阅读全文</a>

## 一、发行主体概况

公司系经原中共宝安县委以宝组（1982）007号文批准，于1983年2月成立的县属地方国营企业，原名为“宝安县城建设公司”。1993年2月，经深圳市宝安区人民政府以深宝府[1993]15号文批准，公司更名为“深圳市宝安区城建发展总公司”。1993年7月，经深圳市人民政府办公厅以深府办复[1993]761号文批准，公司改组为募集设立的股份有限公司，更名为“深圳宝恒（集团）股份有限公司”。1993年10月，根据深圳市证券管理办公室深证办复[1993]116号文及深圳证券交易所深证市字[1993]第39号文批准，公司采用募集设立方式向境内社会公众公开发行内资股（A股）股票50,000,000股，发行后股份总额达到200,000,000股，并于1993年10月8日起在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码为000031.SZ。后经过多次送股和配股，截至1997年5月28日，公司总股份达到466,302,377股。

2004年12月31日，深圳市宝安区投资管理公司（以下简称“宝投公司”）与中粮集团签订《股权转让协议书》，经国务院国有资产监督管理委员会于2005年5月以国资产权[2005]536号批复，宝投公司将其所持有的公司278,062,500股国家股转让给中粮集团。转让后，中粮集团持有公司278,062,500股国家股，占总股本的59.63%，成为公司第一大股东。2006年4月13日，公司更名为“中粮地产（集团）股份有限公司”。此后，又经过多次配股、送股和转增股份，截至2018年末，公司股本为181,373.16万元，中粮集团持有公司股份918,665,014股，占总股本的45.67%。

2019年1月，公司以发行股份的方式向Vibrant Oak Limited（以下简称“明毅公司”）收购大悦城地产91.34亿股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%），本次发行股份购买资产完成后，公司股本增加至392,587.03万元，明毅公司持有公司53.80%股份；中粮集团直接和间接通过中粮集团（香港）有限公司、明毅公司合计持有公司75.64%股份。2019年3月，公司名称变更为现名，证券简称由“中粮地产”变更为“大悦城”。

2020年1月，公司向太平人寿保险有限公司和工银瑞信投资管理有限公司非公开发行股票360,443,001股，总股本增加至4,286,313,339股，明毅公司持股数量不变（2,112,138,742股），但持股比例被动稀释至49.28%，中粮集团持股数量不变（857,354,140股），但持股比例被动稀释至20.00%。

截至2022年9月末，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过明毅公司间接持有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（以下简称“国务院国资委”），期末公司产权及控制结构关系如附录二所示。

公司主要从事商品房开发、物业租赁等。截至2022年9月末，公司合并范围的子公司合计291户，其中一级子公司共40户，具体见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**大悦城控股集团股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

**发行规模：**本期债券分为两个品种，设品种间回拨选择权，总计发行规模不超过20亿元（含）；

**债券期限和利率：**固定利率；品种一为5年期，附第3个计息年度末公司票面利率调整选择权及投资者回售选择权；品种二为5年期；

**还本付息方式：**按年计息，不计复利，到期一次还本。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券两个品种拟募集资金总额不超过20亿元（含），募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司到期债务。

### 四、运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济持续复苏，2022 年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求**

2021 年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022 年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022 年 1-8 月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8 月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总

量和结构双重功能，降准降息并下调中长期 LPR 利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

## （二）行业环境

**房地产政策自 2020 年下半年密集加码调控后于 2021 年四季度迎来边际放松，2022 年以来房地产政策加速调整，在“房住不炒”的基本框架内，从全面降息、压实地方责任保交楼、市场化纾困等多角度稳定地产市场；11 月以来中央层面多次出台金融“组合拳”纾困房地产，行业政策面积积极信号持续强化**

房地产政策自 2020 年下半年密集加码调控后于 2021 年四季度迎来边际放松。2021 年年初中国人民银行（以下简称“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，与 2020 年 8 月出台的“三道红线”共同成为房地产行业的三大长效调控机制。随后，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会、国务院办公厅、住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）等多部门密集出台政策政策强调“三稳”目标，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 2021 年 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”。12 月 8-10 日，中央经济工作会议召开，会议指出“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 12 月 15 日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞，重申房地产是国民经济支柱产业，并表示正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债情况。12 月 16 日，中央经济工作会议再次重申保交楼、支持刚性和改善性住房需求，以及有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。

2022 年以来房地产政策端进一步打开空间，多方面出台政策稳定地产市场。2022 年 4 月政治局会议明确“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”。随后央行于 5 月连续下调首套房贷利率下限 20BP 和 5 年期 LPR15BP。与此同时，多达 103 城出台了 126 条住房需求支持政策，并更多涉及强二线城市和限购、限售、商贷首付比例等力度较强的政策。2022 年 7 月政治局会议强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，明确了保交楼以地方政府为责任主体，多地实施“一楼一

策一专班”机制，将保交楼责任落实到政府机构人员，如郑州、咸阳、遂宁、连云港等；其次，银行、AMC 为保交楼提供金融服务，例如，西安发文要求银行协助追回被挪用预售资金，河南资产与郑州地产集团联合设立地产纾困基金；此外，房企负有自救主体责任，通过销售回款、资产处置等尽力推动项目复工。8月15日，MLF 降息 10BP。8月19日，央视新闻称住建部、财政部和人民银行等部门近日完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付；同日，交易商协会召集多家民营房企召开座谈会，探讨通过中债增进公司增信的方式支持民营房企发债融资。8月22日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布 5 年期 LPR 再次下调 15BP 至 4.3%，房贷利率下降空间进一步打开。2022 年 11 月，央行及中国银行保险监督管理委员会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，通知包含十六项具体举措，提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展”。

**2022 年上半年房地产销售进一步探底，7 月份以来受经济下行和“停贷”事件等因素影响，销售走弱趋势未有改观，市场修复尚需时日；分城市能级来看，一线城市尚具韧性，二三线城市销售和价格降幅扩大**

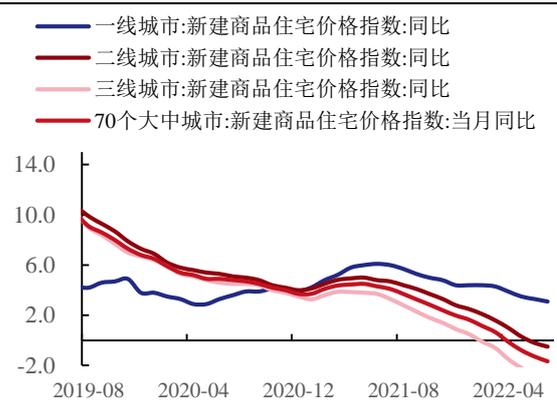
2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓，2018 年中央强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温。受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。2020 年一季度，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标。随着地产调控政策持续加码，2021 年全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至 1.90%、4.80%。2022 年以来政策支持对市场预期扭转及销售端的提振并不明显，叠加停贷、烂尾等房地产市场舆情等方面的冲击，购房者信心不足，房企销售仍处于磨底阶段，销售持续走弱，2022 年 1-11 月累计销售面积 12.13 亿平方米，同比下降 23.3%；累计销售金额 11.86 万亿元，同比下降 26.6%，市场修复尚需时日。截至 2022 年 11 月末，商品房待售面积 55,203 万方，累计同比增长 10%，绝对值规模持续上升。商品房屋库存去化周期进一步延长，狭义房屋去化周期 4.65 个月，广义房屋去化周期为 75.50 个月，同比分别增长 0.20 个月和 3.22 个月，去化周期为近年来高位。

分城市能级来看，受年底房企集中推盘影响，2022 年 12 月，30 大中城市中一线、二线和三线城市商品房成交面积单月环比分别增长 3.14%、增长 36.48%和增长 16.10%，但同比表现依然较弱，2022 年 1-12 月累计同比分别下降 24.33%、27.45%和 34.71%。价格方面，自 2021 年三季度以来，70 大中城市新建商品住宅销售价格及二手住宅销售价格整体呈下滑态势，其中三线住宅价格降幅最大，2022 年 11 月，一线、二线和三线城市新建商品住宅价格指数同比分别增长 2.50%、下降 1.20%及下降 3.90%。

**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

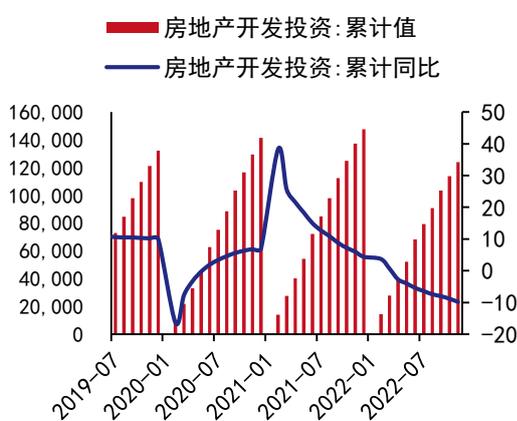


资料来源：Wind，中证鹏元整理

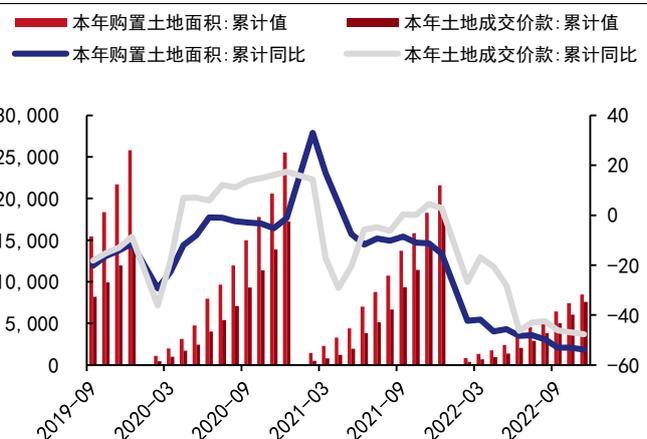
受地产销售尚未企稳影响，2022年以来房地产行业投资降幅扩大，新开工、竣工持续低迷，房企土地购置消极；金融机构信心低迷，使得行业融资规模继续收缩，房地产融资政策利好频出，但仅央企和少量头部民企开发贷、境内债等融资渠道重新迎来信用扩张

自2021年7月起，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，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，2021年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，房地产投资同比增速持续收窄。2022年以来考虑到当前房企资金端仍然承压，预售资金受到严格监管，市场情绪持续低迷，房企即使开工销售也难以在短期内实现资金回流，新开工动力持续不足，2022年1-11月，累计新开工面积同比下降38.9%；11月单月新开工面积环比减少11.66%，同比降幅扩大至50.82%。2022年1-11月累计竣工面积同比下降19%，累计同比降幅扩大0.3个百分点；单月竣工面积同比下降20.23%，环比上升60.83%，随着保交楼持续推进，竣工面积同比增速有望持续修复。

图3 房地产开发投资情况（单位：亿元、%） 图4 百城成交土地情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理



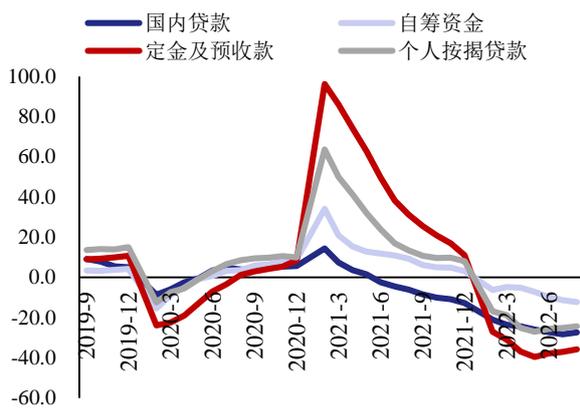
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年1-11月，累计土地购置面积同比下降53.8%，11月当月土地购置面积环比增长3.99%，同比

下降 58.48%；同期累计土地成交价款 7,591 亿元，同比下降 47.7%；当月值为 1,530 亿元，环比增长 47.60%，同比下降 50.78%。11 月多地突破开展第四、第五轮土地集中供应，未来集中供应或常态化，而土地市场能否走出颓势仍取决于销售端能否回暖。

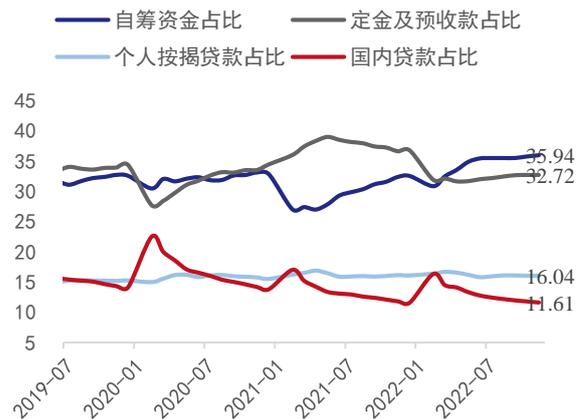
2022 年 1-11 月，房地产累计到位资金 136,313 亿元，同比减少 25.70%，其中定金及预收款、国内贷款、个人按揭贷款和自筹资金同比分别下降 33.6%、26.9%、26.2% 和 17.5%。11 月单月房企到位资金 10,832.88 亿元，同比降幅扩大至 35.38%，环比下降 3.12%，其中国内贷款和自筹资金单月到位金额有所下降。受到销售低迷以及预售资金严管控的影响，定金及预收款累计同比降幅 33.6%，仍表现最弱但降幅有所收窄。房地产开发资金来源中，自筹资金占比仍 35.94%，较上月小幅增长，国内贷款占比有所下滑。11 月以来房地产行业“三箭齐发”，政策层面融资支持力度加大，但 11 月资金面数据整体未呈现改善，短期内政策惠及对象仅限于央国企及部分优质民企，后续政策对房企整体资金面的传导有待持续观察。

**图5 房地产开发资金来源累计同比（单位：%）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图6 房地产开发资金来源占比变化（单位：%）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**受宏观经济下行、电商行业分流实体商铺消费需求等因素影响，近年我国商业地产开发投资和销售情况表现不佳，商业地产行业整体处于供应过剩状态**

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。从需求端来看，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年商业地产销售面积为9,045.55万平方米，同比下滑2.62%。从供给端来看，我国商业地产投资增速自2014年以来大幅放缓，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，自2014年以来新开工面积亦呈下降趋势，2021年全国商业地产新开工面积14,105.53万平方米，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，叠加新冠疫情影响，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7 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8 全国商业地产新开工及销售情况



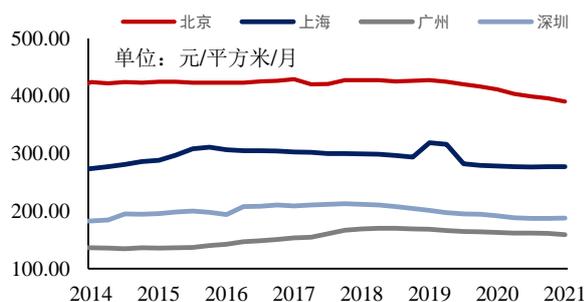
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**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**

分类型来看，近年来优质零售物业出租情况整体好于写字楼。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。

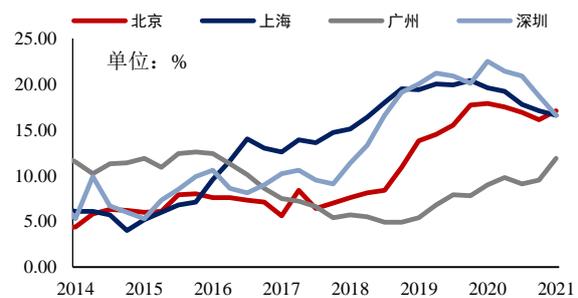
写字楼方面，截至2021年末，北京、上海、深圳及广州优质写字楼空置率平均水平为15.55%，同比下降1.70个百分点，以杭州、成都、武汉、重庆等为代表的重点二线城市写字楼空置率亦有不同程度改善。租金水平方面，截至2021年末，北京、上海、广州及深圳写字楼租金分别为390.20元/平方米/月、277.10元/平方米/月、159.00元/平方米/月及187.70元/平方米/月，一线城市写字楼平均租金同比下降2.89%，其中北京市下降幅度相对较大。2022年以来，受新冠疫情局部散点爆发等因素影响，部分区域写字楼租赁市场活跃度有所下降，同时，受新增供应累积、疫情期间被抑制的租赁需求逐步释放完毕等多重因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

图9 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10 一线城市优质写字楼空置率



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司根据《公司法》《证券法》和其他有关规定制订了公司章程，建立了法人治理结构。公司设股东大会、董事会及监事会。根据《公司章程》，股东大会是公司的权利机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人，根据需要可设立副董事长，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中职工代表的比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会设监事会主席 1 名，可以设副主席，监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师（财务负责人）、董事会秘书、总法律顾问，均由董事会聘任或解聘。另外，公司根据《中国共产党章程》设立党委及党的纪律检查委员会（以下简称“纪委”），党委参与公司重大问题决策，支持股东大会、董事会、监事会及经理层依法行使职权。纪委履行党的纪律审查及纪律监督职责。

内部控制方面，为加强公司治理和内部控制机制建设，公司制定了《全面预算管理规定》《会计核算制度》等一系列管理制度，可满足公司日常业务开展需要。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构（见附录三），公司根据战略定位和管理需要，设立办公室、财务部、人力资源部、法律部、审计部、纪委办公室、安全环保部等职能部门。另外，公司董事会下设战略、薪酬与考核、审计和提名委员会，各委员会对董事会负责。

员工构成方面，截至 2021 年末，公司共有在职员工 10,186 人，包括物业服务、技术、酒店服务、商业管理及职能人员等，具体见表 1；学历结构方面，2021 年末公司在职工工中拥有大学本科及以上学历员工占比为 52.86%，员工专业及学历结构与公司生产经营特征较为相符，整体素质较好。

**表1 截至 2021 年末公司人员构成情况（单位：人）**

专业结构	人数	占员工总数的比例
物业服务人员	3,768	36.99%
技术人员	1,701	16.70%
酒店服务人员	1,350	13.25%
商业管理人员	1,033	10.14%
职能人员	1,003	9.85%
财务人员	531	5.21%
销售人员	398	3.91%
其他	402	3.95%
<b>合计</b>	<b>10,186</b>	<b>100.00%</b>
教育程度	人数	占员工总数的比例
本科及以上	5,384	52.86%
本科以下	4,802	47.14%
<b>合计</b>	<b>10,186</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

整体看来，公司治理结构相对较合理，各职能部门独立运行、权责较为明晰，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

## 六、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。2019-2021年公司营业收入规模持续增长，其中商品房销售及一级土地开发业务为带动公司收入增长的主要因素，亦为公司最主要收入来源，占同期营业收入的平均比重超过80%。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。2020年新冠疫情对公司商业物业经营及酒店经营业务冲击较大，但随着疫情防控形势改善及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%。物业及其他管理收入包括公司物业管理收入、购物中心/写字楼管理输出取得的管理费收入及品牌使用费等。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，叠加轻资产管理项目增多，近年来公司物业及其他管理收入持续增长。

各业务毛利率方面，受结算项目中低毛利项目占比提高影响，近年来公司商品房销售业务毛利率持续下滑；商业物业经营业务毛利率水平较高且表现相对稳定，有效提升公司主营业务毛利率水平；酒店经营业务方面，受新冠疫情影响，2020年酒店经营业务毛利率出现阶段性下滑，随着入住游客数量回升，2021年酒店经营业务毛利率有所改善，但仍未回升至疫情前水平。综合影响下，2021年公司销售毛利率进一步下降至27.44%，近年来主营业务盈利能力有所下降。

2022年1-9月，公司实现营业收入248.58亿元，同比增长12.33%；受持有型业务减免租影响，当期投资物业及相关服务业务毛利率同比降幅较大，当期销售毛利率为27.85%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售及一级土地开发	203.19	23.54%	356.30	22.04%	325.75	27.76%	268.97	37.91%
投资物业及相关服务	32.09	56.85%	50.48	64.05%	44.38	61.55%	51.44	62.40%
酒店经营	4.25	21.25%	7.66	32.60%	5.98	28.59%	8.42	35.72%
物业及其他管理	8.14	23.26%	10.73	28.32%	7.17	14.27%	6.92	13.47%
其他业务	0.92	39.36%	0.97	52.96%	1.17	34.71%	2.11	56.40%
<b>合计</b>	<b>248.58</b>	<b>27.85%</b>	<b>426.14</b>	<b>27.44%</b>	<b>384.45</b>	<b>31.44%</b>	<b>337.87</b>	<b>41.20%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年年报及公司提供，中证鹏元整理

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；但受市场环境变化影响，2022年上半年公司商品房销售金

额下滑，需持续关注未来项目销售情况；此外，公司项目开发也面临一定的资金压力

近年来公司住宅地产领域的主要产品包括壹号系列、祥云系列、锦云系列及鸿云系列等四条产品线，涵盖了首置首改的刚需型产品以及部分高端产品。近年来公司保持了一定的开工节奏，新开工面积表现相对稳定。随着公司持续推进前期开工项目建设，近年来竣工面积保持较快增长，房地产项目结算资源持续增加。销售方面，2020年公司全口径商品房签约销售面积同比增长7.60%，但受疫情及销售区域逐步下沉的影响，销售均价及合同销售金额同比均有所下降。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1-6月，公司实现合同销售面积106万平方米，同比下降35%，实现合同销售金额285亿元，同比下降21%，未来需持续关注公司项目销售及回款情况。

**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	2019年
新开工面积（万平方米）	405.99	411.66	403.08
竣工面积（万平方米）	447.16	277.33	116.46
期末在建面积（万平方米）	1,008.47	1,054.03	919.70
合同销售面积（万平方米）	287.03	312.07	290.04
合同销售金额（亿元）	727.12	693.97	710.82
销售均价（元/平方米）	25,333	22,238	24,508
期末已售待结转面积（万平方米）	372	432	401

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>及二线城市<sup>2</sup>合同销售金额占比分别为34.55%及54.23%，近年来随着公司规模扩张和前期的业务布局，公司重点销售项目逐步由一线城市向二线城市渗透。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

<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。

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%
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

**近年来公司土地获取节奏有所波动，公司项目储备充沛，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。2019年，公司土地储备温和扩张，通过招拍挂方式获取武汉市蔡甸区、昆明市西山区和广东江门等地块，通过收购方式获取了天津滨海新区、天津中北祥云、苏州相城望亭等地块，新增项目

数量22个，新增土地购置总金额为276亿元（占当期全口径销售金额的38.86%）。2020年公司通过招拍挂方式在重庆、成都、武汉、廊坊等城市获取地块，通过收购方式获取了嘉兴秀洲区、重庆江北区和西安国际港务区等地块，新增项目共18个，新增土地购置总金额为209亿元（占当期全口径销售金额的30.13%）。2021年公司土地获取力度有所加快，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327万平方米，新增土地购置总金额为316亿元（占当期全口径销售金额的43.42%）。2022年1-6月，公司新增获取6个项目，主要位于北京、杭州、重庆、成都、南京等地，项目计容建筑面积合计41万平方米，土地价款合计77亿元。

楼面地价方面，2019-2020年公司购置的部分地块区域逐步由核心城市拓展至核心城市群的周边城市以及西安、沈阳、苏州、株洲、哈尔滨和江门等二三线城市及市中心周边的远城区，新增土地储备楼面价相对偏低。2021年公司新获地块聚焦于核心城市群重点二线城市，新增土地储备楼面均价增至9,659元/平方米，平均溢价率为16%，同比有所上升。2022年1-6月，公司新获土地均位于一线及重点二线城市，其中北京昌平地块楼面均价相对较高，带动当期平均楼面价升至18,776元/平方米。自2021年下半年以来，土地市场热度持续回落，公司获取的部分土地储备溢价率偏高，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。

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1-6月	2021年	2020年	2019年
新增项目数量（个）	7	16	18	22
新增土地计容建筑面积（万平方米）	41	327	457	500
新增土地价款（亿元）	77	316	209	276
楼面均价（元/平方米）	18,776	9,659	4,579	5,524

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

近年来公司投资物业经营收入受疫情冲击影响有所波动，整体出租率维持在较高水平；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。

近年来，随着北京大兴春风里、重庆大悦城购物中心、武汉大悦城等新项目陆续开业，公司自持购物中心数量及可租面积持续增长。截至2022年9月末，公司持有已开业12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2022年9月末，公司自持购物中心可出租面积增至118.35万平方米，已出租面积109.28万平方米，平均出租率为92.34%，维持在较好水平。此外，截至2021年末，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。2020年受新冠疫情冲击，公司旗下各购物中心出租率均有所下滑，由于购物中心客流量及销售额下降，当期购物中心租赁收入同比下滑9.63%。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物业租赁收入回升至33.34亿元，同比增长16.09%。2022年以来，受各地疫情反复影响，公司旗下多个购物中心项目出租率有所下滑，2022年1-9月，公司自持购物中心实现租赁收入合计19.61亿元。

**表7 截至 2022 年 9 月末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			
				2022年1-9月	2021	2020	2019	2022年1-9月	2021	2020	2019
西单大悦城购物中心	30.39	5.27	4.99	4.18	6.40	5.71	7.03	95%	98%	97%	99%
朝阳大悦城购物中心	27.35	12.65	12.44	3.55	6.74	5.55	6.71	98%	99%	97%	98%
天津大悦城购物中心	30.39	8.83	8.57	2.67	4.64	3.97	4.38	97%	98%	97%	98%
沈阳大悦城购物中心	59.59	10.33	9.45	0.97	2.59	2.24	2.47	91%	94%	95%	97%
上海静安大悦城购物中心	30.39	6.67	6.09	0.77	1.84	1.64	2.42	91%	89%	86%	96%
烟台大悦城购物中心	30.39	7.65	6.93	0.43	1.18	1.14	1.40	91%	89%	90%	95%
成都大悦城购物中心	59.59	9.04	8.6	1.61	2.51	1.97	1.98	95%	96%	96%	93%
上海长风大悦城购物中心	21.67	5.57	4.97	0.43	1.10	1.2	0.79	89%	96%	89%	92%

杭州大悦城购物中心	32.77	7.7	7.29	0.8	1.55	1.59	1.94	95%	93%	91%	94%
西安大悦城购物中心	17.33	6.19	5.87	1.25	2.23	2.44	1.53	95%	95%	97%	99%
北京祥云小镇	51	7.53	7.13	0.9	1.35	1.1	1.13	95%	95%	96%	97%
北京大兴春风里	29.8	5.17	4.02	0.66	1.00	0.17	-	78%	88%	91%	-
重庆大悦城购物中心	59.59	6.91	5.57	0.27	-	-	-	81%	75%	-	-
苏州大悦春风里	29.85	9.08	8.43	0.46	0.21	-	-	93%	91%	-	-
北京丰台春风里	25	2.82	2.66	0.25	-	-	-	94%	94%	-	-
武汉大悦城购物中心	30.39	6.94	6.27	0.41	-	-	-	90%	-	-	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>118.35</b>	<b>109.28</b>	<b>19.61</b>	<b>33.34</b>	<b>28.72</b>	<b>31.78</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

截至2022年9月末，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21.22万平方米，大部分位于一线城市的核心地段。得益于优越的地理位置，近年来写字楼整体出租率保持在较高的水平，2020年公司实行租金减免政策，物业租赁收入同比均有所下滑。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。整体看来，近年来公司写字楼、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，2022年1-9月，公司实现投资物业及相关服务收入32.09亿元。

**表8 截至2022年9月末公司写字楼、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	权益比例	可租面积	已租面积	物业租赁收入				出租率			
				2022年1-9月	2021	2020	2019	2022年1-9月	2021	2020	2019
北京中粮广场	30.39%	9.96	9.06	1.95	2.93	2.95	2.89	91%	88%	90%	90%
香港中粮大厦	59.59%	1.57	1.23	0.42	0.56	0.77	0.85	78%	71%	85%	95%
写字楼 中粮置地广场	30.39%	5.68	5.00	1.12	1.77	1.63	1.28	88%	93%	90%	70%
西单大悦城写字楼	30.39%	1.34	1.28	0.23	0.36	0.43	0.48	95%	88%	88%	91%
深圳中粮地产集团中心大厦	100.00%	2.55	2.36	0.14	0.26	0.24	0.24	93%	92%	84%	87%

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	-	104.00	101.24	2.68	4.72	4.39	6.31	97%	99%	99%	96%
	中粮健康科技园	100.00%	19.10	10.80	0.16	0.32	0.20	-	57%	60%	78%	--
长租公寓	大悦乐邑系列产品	-	8.24	7.30	0.37	0.23	0.11	-	89%	92%	63%	78%
酒店公寓	上海鹏利辉盛阁	59.59%	4.85	4.49	0.93	1.28	1.21	1.22	93%	92%	87%	88%
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>157.29</b>	<b>142.76</b>	<b>8.00</b>	<b>12.43</b>	<b>11.93</b>	<b>13.27</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 七、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2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2022年9月末，公司合并范围的子公司合计291户，其中一级子公司共40户，具体见附录四。

### 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**

近年来公司资产规模保持增长，截至2022年9月末，公司资产规模达2,151.04亿元，资产结构以流动资产为主。

受土地款支出同比减少影响，2022年以来公司货币资金余额有所增加，截至2022年9月末，公司货币资金账面余额255.14亿元，2022年6月末公司使用权受限的货币资金合计1.93亿元，主要为项目资本金监管资金、法院冻结资金。其他应收款主要为往来款、项目保证金、押金等。截至2022年6月末，往来款账面余额合计211.99亿元，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、北京恒合悦兴置业有限公司、上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司及重庆葆悦房地产开发有限公司，均为公司联营或合营企业。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，公司存货账面价值持续增长，截至2022年6月末，公司存货中开发成本账面价值为885.38亿元。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年公司对天津中粮大道、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，期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2022年6月末，公司存货中账面价值301.82亿元的资产已用于借款抵押，占期

未存货账面价值的比重为28.17%。

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。2021年末公司长期股权投资账面价值同比增幅较大，主要系当年新增对参股企业出资所致。近年来公司联营合营项目持续投资亏损，2019-2021年公司权益法核算的长期股权投资收益分别为-9.58亿元、-13.69亿元及-9.18亿元。投资性房地产主要为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2022年6月末，公司投资性房地产账面价值增至329.75亿元，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144.10亿元。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，2022年6月末账面价值为36.00亿元，其中24.58亿元用于借款抵押。

总体来看，近年来公司资产规模持续增长，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2022年6月末，使用权受限的资产账面价值合计486.96亿元，受限资产占总资产比重为22.33%，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9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	255.14	11.86%	248.86	11.70%	317.64	15.89%	275.98	15.07%
其他应收款（合计）	226.84	10.55%	243.10	11.43%	237.48	11.88%	244.28	13.34%
存货	1,035.24	48.13%	1,020.03	47.95%	874.57	43.76%	757.68	41.36%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,585.53</b>	<b>73.71%</b>	<b>1,575.62</b>	<b>74.07%</b>	<b>1,492.64</b>	<b>74.68%</b>	<b>1,337.80</b>	<b>73.03%</b>
长期股权投资	145.04	6.74%	140.39	6.60%	114.71	5.74%	113.05	6.17%
投资性房地产	329.97	15.34%	319.10	15.00%	292.95	14.66%	283.73	15.49%
固定资产	35.72	1.66%	37.15	1.75%	40.48	2.03%	42.24	2.31%
<b>非流动资产合计</b>	<b>565.51</b>	<b>26.29%</b>	<b>551.65</b>	<b>25.93%</b>	<b>506.07</b>	<b>25.32%</b>	<b>494.03</b>	<b>26.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,151.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,127.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,998.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,831.83</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年来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持续减少

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。随着业务规模扩张、商品房结算资源增加，近年来公司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，2021年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。

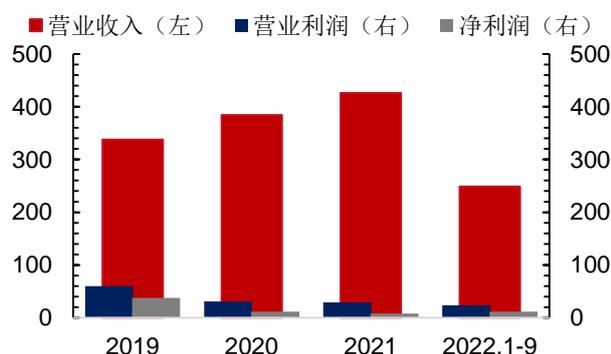
毛利率方面，由于结算项目中低毛利项目占比提高，近年来公司商品房销售及一级土地开发业务毛利率持续下滑，2021年公司销售毛利率进一步下降至27.44%，主营业务盈利能力趋弱。

期间费用方面，近年来公司财务费用受汇兑收益变动影响波动较大。此外，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%。2021年公司期间费用合计44.03亿元，期间费用率为10.33%，较2019年下降3.27个百分点，整体而言，近年来公司控费能力有所改善。

近年来公司对联营、合营企业投资持续亏损，2019-2021年公司权益法核算的长期股权投资收益分别为-9.58亿元、-13.69亿元及-9.18亿元。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，近年来公司总资产回报率和EBITDA利润率等盈利能力指标持续下滑。

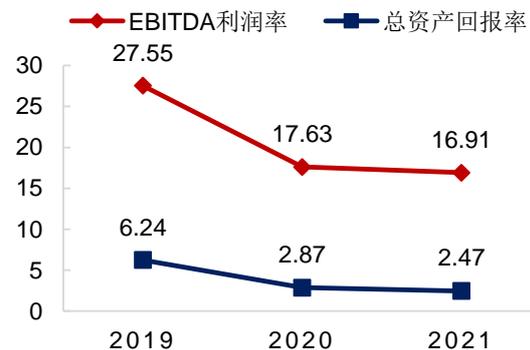
2022年1-9月，公司实现营业收入公司营业收入248.58亿元，同比增长12.33%，受持有型业务减免租及销售型业务结利项目平均权益占比下降影响，同期归属于上市公司股东的净利润同比下降91.88%。

**图11 公司收入及利润情况（单位：亿元）**



资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-9月财务报表，中证鹏元整理

**图12 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

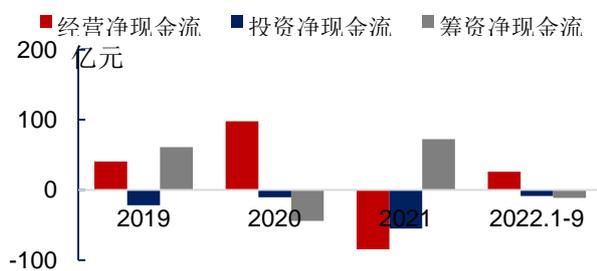
**2022年以来公司采取稳健的投资策略，经营活动现金流有所改善，公司在建及拟建房产项目所需资金规模大，仍面临一定的资金压力**

受商品房销售回款节奏影响，2019-2021年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所波动。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转为大幅净流出状态。受市场环境影响，2022年1-9月公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降16.08%；同时，公司采取稳健的投资策略，土地款支出同比减少，综合影响下当期经营活动产生的现金流转为净流入状态。

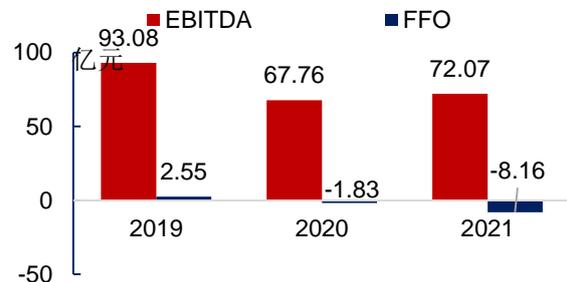
投资活动产生的现金流主要系公司支付/回收合作企业投资款及往来款，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金等。2021年公司投资活动产生的现金流净额为-54.96亿元，净流出规模大幅扩大，主要系当期收回参股企业借款同比减少所致。

筹资活动方面，2020年公司偿还较大规模的债务并支付利息，筹资活动现金净流出44.04亿元。随着公司合作开发项目增加，2021年公司吸收投资所收到的现金同比增长较快，受此影响，当期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13 公司现金流结构**



**图14 公司EBITDA和FFO情况**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

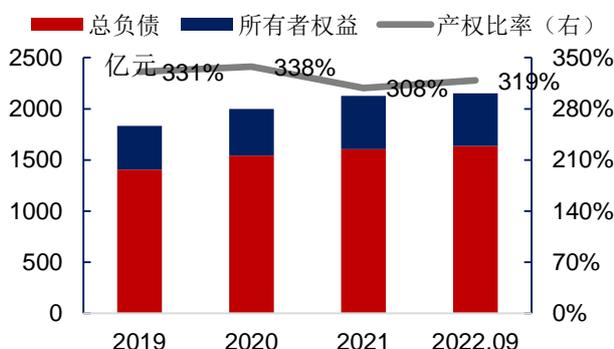
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

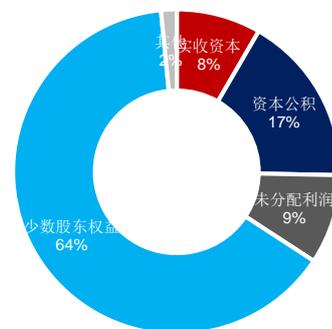
### 公司整体负债经营程度仍偏高，债务规模较大，面临一定的债务偿还压力

近年来公司负债规模持续增长，截至2022年9月末，公司总负债规模为1,637.33亿元。此外，随着公司加大合作开发力度，项目权益占比持续降低。截至2022年9月末，公司股东权益合计513.71亿元，其中少数股东权益占比达64%；同期末公司产权比率为318.73%，所有者权益对总负债的保障程度较弱。

**图15 公司资本结构**



**图16 2022年9月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，截至2022年9月末，流动负债占总负债的比重为64.22%。

流动负债方面，短期借款包括信用借款及保证借款，截至2022年9月末，短期借款余额为33.08亿元。应付账款主要系应付工程款、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。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年末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，截至2022年9月，公司一年内到期的非流动负债账面余额为163.02亿元。

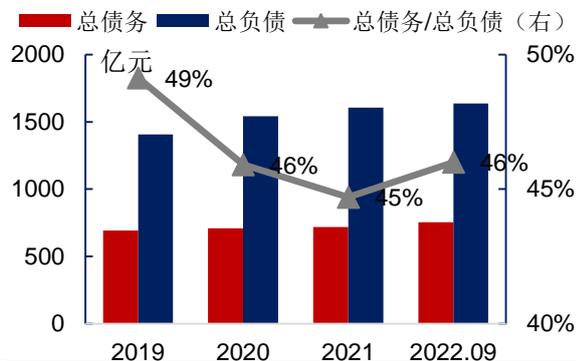
长期借款主要为保证、信用借款，抵押物为公司存货、投资性房地产、固定资产以及子公司股权等。截至2021年末，公司长期借款利率区间为1.20%-6.95%。公司应付债券包括公司本部发行的中期票据及控股子公司中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”）发行的公司债券等，2021年度公司本部陆续发行“21大悦城MTN001”、“21大悦城MTN002”及“21大悦城MTN003”，发行规模合计35.20亿元，期限均为3年，票面利率位于3.44%-3.73%区间。2022年以来，中粮置业及公司本部陆续发行“22中粮01”、“22中粮02”、“22大悦01”和“22大悦02”。截至2022年9月末，公司应付债券账面余额增至93.76亿元。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）**

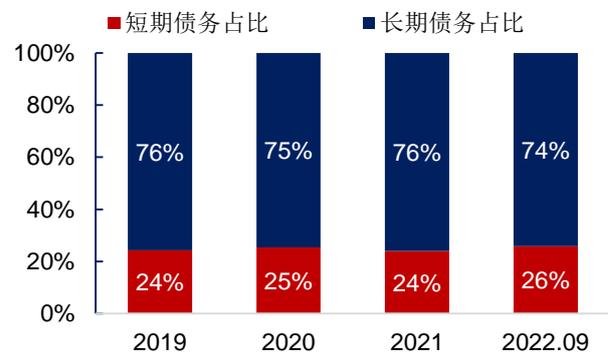
项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33.08	2.02%	34.50	2.15%	22.14	1.44%	31.96	2.27%
应付账款	172.18	10.52%	147.22	9.16%	170.93	11.08%	109.51	7.79%
合同负债	366.49	22.38%	369.36	22.99%	379.87	24.63%	77.81	5.53%
其他应付款（合计）	235.28	14.37%	234.52	14.60%	129.34	8.39%	127.73	9.08%
一年内到期的非流动负债	163.02	9.96%	139.47	8.68%	161.63	10.48%	135.91	9.66%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,051.46</b>	<b>64.22%</b>	<b>1,033.03</b>	<b>64.31%</b>	<b>979.64</b>	<b>63.52%</b>	<b>848.37</b>	<b>60.32%</b>
长期借款	447.01	27.30%	429.79	26.76%	469.43	30.44%	453.78	32.27%
应付债券	93.76	5.73%	78.77	4.90%	58.46	3.79%	69.75	4.96%
长期应付款（合计）	17.62	1.08%	36.73	2.29%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>585.88</b>	<b>35.78%</b>	<b>573.33</b>	<b>35.69%</b>	<b>562.61</b>	<b>36.48%</b>	<b>558.05</b>	<b>39.68%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,637.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,606.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,542.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,406.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务规模有所增长，2022年9月末公司总债务增至753.14亿元，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25.86%，各年度到期债务规模分布相对均匀。近年来公司融资成本持续小幅下降，2021年公司平均融资成本为4.91%，整体融资成本处于较低水平。

**图17 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

**图18 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

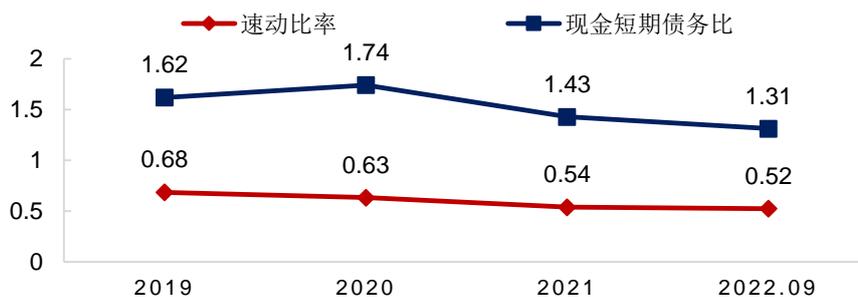
偿债能力指标方面，截至2022年9月末，公司剔除预收款项的资产负债率及净负债率分别为71.14%及98.10%，负债经营水平较高。随着项目结转收入增加，2021年公司EBITDA规模同比有所增长，当期EBITDA对利息支出的保障程度有所改善。2022年以来，随着土地价款支出减少，公司经营活动现金流转为净流入状态，OCF/净债务表现有所改善。

**表11 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
剔除预收款项的资产负债率	71.14%	70.31%	71.76%	70.79%
净负债率	98.10%	92.47%	88.30%	100.37%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57	2.19
总债务/总资本	59.45%	57.95%	60.80%	61.90%
OCF/净债务	5.13%	-17.57%	24.35%	9.52%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司现金短期债务比为1.43，流动性指标表现尚可。截至2022年9月末，公司尚未使用的银行授信额度627亿元，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19 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、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10月25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。

### （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2022年9月末，公司对合营联营企业实际担保金额合计72.53亿元，占同期末净资产的比例为14.12%。中证鹏元关注到，近年来公司对联营合营企业投资持续亏损，2019-2021年公司对联营企业及合营企业的投资损失分别为9.58亿元、13.69亿元及9.18亿元。公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方财务状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。

**表12 截至 2022 年 9 月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
苏州吴江锐泽置业有限公司	2022.01.26	24,000.00	有	8年
南京联锦悦房地产开发有限公司	2022.03.17	18,750.00	有	6年
北京悦恒置业有限公司	2022.04.18	99,450.00	有	6年
青岛东耀房地产开发有限公司	2022.06.29	19,600.00	有	5年
<b>合计</b>		<b>725,302</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2022年6月末，公司承担阶段性担保尚未结清的金额为105.83亿元。

## 九、外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至2022年9月末，中粮集团及其全资子公司明毅有限公司合计持有公司69.28%股权。中粮集团作为国务院国资委直属的以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，资本实力雄厚，且在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面具有显著优势。

中证鹏元认为公司对中粮集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 中粮集团是国资委首批确定的16家以房地产为主业的中央企业之一，公司业务范围覆盖商业、住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高。

(2) 公司在资产及利润方面对中粮集团的贡献较大。2021年中粮集团实现营业收入6,649.47亿元，利润总额238.05亿元，同期公司营业收入及利润总额占中粮集团的比重分别为6.41%及12.27%，公司经营的酒店、房地产开发经营业务有效提升中粮集团利润水平。截至2021年末，中粮集团总资产规模为6,860.12亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达31.01%。

(3) 公司为中粮集团旗下综合地产开发业务经营主体，亦为中粮集团旗下重要的境内债券发行主体，公司违约会对中粮集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

## 十、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，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。尽管近年来公司盈利能力有所下滑，在建及拟建项目建设面临一定的资金压力，但考虑到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；公司投资持有的购物中心、写字楼等地理位置优越、运营情况良好，可为公司提供相对稳定的现金流入；公司股东实力雄厚，且具备较强的直接及间接融资能力，整体抗风险能力很强。

## 十一、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源主要包括：

(1) 公司日常经营活动产生的现金流：2019-2021年公司分别实现营业收入337.87亿元、384.45亿元及426.14亿元，实现净利润37.05亿元、11.23亿元及7.67亿元。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，项目的后续销售将有望给公司带来较好的现金流入，可为本期债券还本付息提供一定保障。

同时中证鹏元关注到，2022年上半年我国房地产市场销售情况进一步探底，若短期内销售端表现继续走弱，公司项目销售回款压力将有所增加。此外，公司部分储备土地溢价率偏高，项目收益存在一定的不确定性。

（2）外部融资：截至2022年9月末，公司共获得银行授信1,456亿元，剩余未使用额度627亿元，授信额度为公司资金周转提供了一定保障。若在本期债券兑付时遇到突发性临时资金周转问题，有望通过金融机构借款以及其他方式融资进行资金周转以偿付到期债务。

同时中证鹏元关注到，若房地产行业调控政策变动或公司经营状况恶化，外部融资渠道或将受限。

（3）资产变现：截至2022年6月末，公司存货及投资性房地产中尚未抵押的资产账面价值合计955.22亿元。极端情况下，公司可以通过处置项目资产或抵押融资的方式筹措偿债资金。

同时中证鹏元关注到，上述资产价值易受地方房地产市场环境影响，能否集中变现或抵押融资存在一定不确定性。

## 十二、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

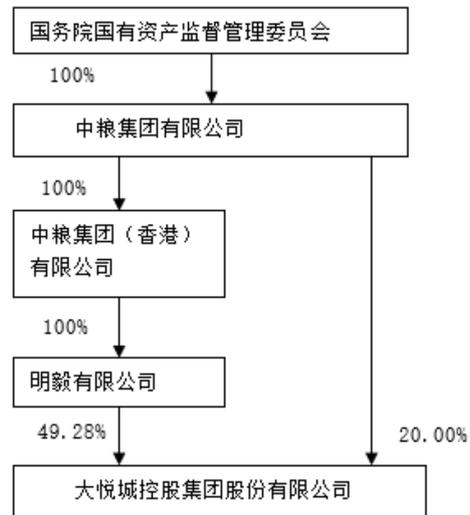
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	255.14	248.86	317.64	275.98
其他应收款（合计）	226.84	243.10	237.48	244.28
存货	1,035.24	1,020.03	874.57	757.68
流动资产合计	1,585.53	1,575.62	1,492.64	1,337.80
投资性房地产	329.97	319.10	292.95	283.73
非流动资产合计	565.51	551.65	506.07	494.03
资产总计	2,151.04	2,127.27	1,998.71	1,831.83
应付账款	172.18	147.22	170.93	109.51
合同负债	366.49	369.36	379.87	77.81
其他应付款（合计）	235.28	234.52	129.34	127.73
一年内到期的非流动负债	163.02	139.47	161.63	135.91
流动负债合计	1,051.46	1,033.03	979.64	848.37
长期借款	447.01	429.79	469.43	453.78
应付债券	93.76	78.77	58.46	69.75
非流动负债合计	585.88	573.33	562.61	558.05
负债合计	1,637.33	1,606.36	1,542.25	1,406.42
总债务	753.14	717.98	708.06	691.03
归属于母公司的所有者权益	183.84	188.38	183.51	194.11
营业收入	248.58	426.14	384.45	337.87
净利润	11.38	7.67	11.23	37.05
经营活动产生的现金流量净额	25.84	-84.64	98.14	40.65
投资活动产生的现金流量净额	-8.62	-54.96	-10.54	-21.69
筹资活动产生的现金流量净额	-11.49	72.63	-44.04	60.93
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	27.85%	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	318.73%	308.37%	337.87%	330.60%
剔除预收款项的资产负债率	71.14%	70.31%	71.76%	70.79%
净负债率	98.10%	92.47%	88.30%	100.37%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.91	1.57	2.19
总债务/总资本	59.45%	57.95%	60.80%	61.90%
OCF/净债务	5.13%	-17.57%	24.35%	9.52%
速动比率	0.52	0.54	0.63	0.68
现金短期债务比	1.31	1.43	1.74	1.62

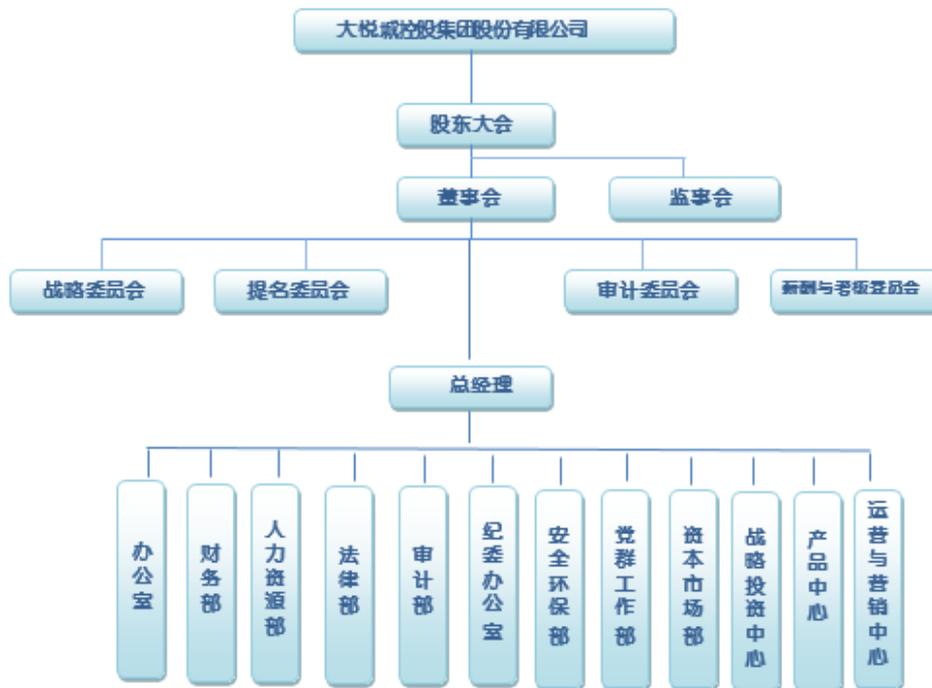
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 公司合并报表范围的一级子公司情况（截至 2022 年 9 月末）

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
1	中粮地产集团深圳工人服务有限公司	工业地产租赁	90.09	9.91	设立
2	中粮地产集团深圳大洋服务有限公司	工业地产租赁	90.00	10.00	设立
3	中粮地产集团深圳工业发展有限公司	工业地产租赁	80.00	20.00	设立
4	深圳市宝安三联有限公司	工业地产租赁	77.54	-	设立
5	深圳市宝安福安实业有限公司	工业地产租赁	56.00	-	设立
6	华高置业有限公司（香港）	商业贸易	100.00	-	设立
7	大悦城控股集团物业服务服务有限公司	物业管理	100.00	-	设立
8	深圳中粮地产物业服务有限公司	物业管理	100.00	-	设立
9	中粮地产集团深圳房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
10	中粮地产发展（深圳）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
11	长沙中粮地产投资有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
12	大悦城控股集团（成都）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
13	成都天泉置业有限责任公司	房地产开发	100.00	-	同一控制下企业合并
14	大悦城控股集团南京有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
15	苏源集团江苏房地产开发有限公司	房地产开发	90.00	-	同一控制下企业合并
16	杭州易筑房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
17	大悦城控股集团（浙江）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
18	中粮地产（上海）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
19	上海加来房地产开发有限公司	房地产开发	51.00	-	同一控制下企业合并
20	中粮地产（北京）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
21	天津粮滨投资有限公司	房地产开发	90.00	-	设立
22	中耀房地产开发（沈阳）有限公司	房地产开发	65.00	-	设立
23	大悦城控股集团苏南有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
24	中粮地产（天津）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
25	中粮房地产开发（杭州）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
26	烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	同一控制下企业合并
27	中粮天悦地产（苏州）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
28	太仓悦祥房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
29	中粮地产（武汉）有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
30	深圳市前海中粮投资管理有限公司	房地产开发	51.00	-	设立
31	大悦城控股集团东北有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
32	沈阳和悦投资有限公司	房地产开发	51.00	-	设立
33	大悦城控股集团西北有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
34	西安悦鼎房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	设立
35	大悦城地产有限公司	商业开发、管理	59.59	-	同一控制下企业合并

36	西安国际陆港文盛置业有限公司	房地产建设开发	70.00	-	非同一控制下企业合并
37	西安国际陆港文汇置业有限公司	房地产建设开发	70.00	-	非同一控制下企业合并
38	西安国际陆港文兴置业有限公司	房地产建设开发	70.00	-	非同一控制下企业合并
39	大悦城控股集团（海南）有限公司	商业综合体管理服务	100.00	-	设立
40	大悦城产业管理（天津）有限公司	商务服务业	100.00	-	设立

资料来源：公司提供

## 附录五 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+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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%
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%
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

## 附录六 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

#### 四、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。