

中粮地产(集团)股份有限公司

2015 年公司债券(第一期)

2019 年跟踪信用评级报告



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

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评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

中粮地产（集团）股份有限公司 2015 年公司债券 （第一期）2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【107】号 01

债券简称：15 中粮 01
债券剩余规模：20 亿元
债券到期日期：
2020 年 08 月 17 日
债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 30 日	2019 年 3 月 11 日

分析师

姓名：
郜宇鸿 林心平
电话：
0755-82873966
邮箱：
gaoyh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
房地产行业企业主体长
期评级方法，该评级方
法已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份 有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对大悦城控股集团股份有
限公司¹（以下简称“大悦城控股”或“公司”，股票代码：000031）及其 2015 年 8 月 17
日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用
等级维持为 AAA²，公司主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结
果是考虑到跟踪期内大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）
完成过户并纳入公司合并范围，显著提升了公司综合竞争力；公司商品房签约金额持续增
长，项目区域布局较好，未来业绩具有保障；租赁业务可为公司贡献稳定的现金流入。同
时中证鹏元也关注到，公司经营活动现金流表现欠佳，在建与拟建项目尚需投入资金量较
大，面临一定的开发资金压力，有息债务迅速增长使公司面临一定的偿债压力，以及对外
担保使公司面临一定的代偿风险等风险因素。

正面：

- 2019 年 1 月，大悦城地产完成过户并纳入公司合并范围，显著提升了公司的综合
竞争力。2018 年 3 月，公司披露重大资产重组预案，拟以发行股份的方式收购大
悦城地产 91.34 亿股普通股股份，2018 年 12 月获得证监会批复，2019 年 1 月大悦
城地产过户完成后纳入公司合并范围。公司完成重大资产重组并实现对大悦城地

¹公司原名为中粮地产（集团）股份有限公司。

²根据中证鹏元公告【2019】46 号，2019 年 3 月 11 日中证鹏元将公司主体信用等级和“15 中
粮 01”债券信用等级由 AA+上调至 AAA。

产并表后，2019 年 1-3 月公司实现营业收入 84.19 亿元，较上年同期³大幅增长 285.43%，综合毛利率提升至 54.59%，总资产较上年末增长 83.93%至 1,676.91 亿元，归属于母公司所有者权益合计较上年末增长 112.83%至 167.30 亿元。大悦城地产专注于商业地产和综合开发板块，品牌知名度高，投资物业资产质量良好，租赁物业经营业绩稳步提升；本次重组有利于公司实现住宅地产和商业地产的双轮驱动和协同效应，进一步提升公司的持续经营能力，显著提升综合竞争力。

- **商品房签约金额持续增长，项目区域布局较好，未来业绩具有保障。**2018 年公司商品房签约面积同比增长 50.93%至 128.86 万平方米，合同销售金额同比增长 52.39%至 398.64 亿元；截至 2018 年末，公司在建、拟建及竣工项目可供出售面积合计 1,321.38 万平方米，项目主要布局在北京、深圳等一线城市和苏州、重庆等热点二线城市；商品房已售待结转面积 100.66 万平方米，较多的项目储备及待结算资源能够为公司未来业绩提供保障。
- **租赁业务可贡献稳定的现金流入。**随着可出租物业逐步运营成熟及单位租金稳步增长，2018 年公司租赁收入同比增长 4.14%至 6.11 亿元，出租率均保持在较高水平；同时公司近年积极参与深圳市城市更新项目，若能够顺利推进，将产生更多的可出租物业。

关注：

- **经营活动现金流表现欠佳，项目建设面临一定资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 18.64 亿元，期末除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资达 1,918.96 亿元，已完成投资 1,238.23 亿元，尚需投入资金约 680.73 亿元，后续面临一定的开发资金压力。
- **有息债务规模迅速增加，面临一定的偿债压力。**截至 2018 年末，公司剔除预收款项的资产负债率为 80.00%，负债经营程度高，EBITDA 利息保障倍数下降至 1.77；2019 年 3 月末公司有息债务增加至 725.88 亿元，占总负债的比重为 55.88%；2019 年 1-4 月，公司累计新增借款金额 72.96 亿元，后续面临一定的债务偿还压力。
- **对外担保面临一定的代偿风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 23.74 亿元，占同期末净资产的比例为 17.25%，主要是增加对参股及合作开发公司的担保，若被担保方受行业环境影响经营不佳，则公司存在一定的代偿风险。

³ 2019 年公司同一控制下企业合并大悦城地产有限公司，评级报告中上年同期和上年期末数取自公司 2018 年审计报告和 2018 年第一季度报告，均为未追溯调整的以前年度会计数据和财务指标。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	16,769,108.62	9,117,193.00	7,575,147.58	6,127,695.01
归属于母公司所有者权益合计	1,672,967.27	786,070.32	663,048.56	589,212.77
有息债务	7,258,810.46	3,698,031.87	2,655,098.77	2,417,951.96
资产负债率	77.46%	84.91%	84.50%	81.58%
剔除预收账款后的资产负债率	72.98%	80.00%	79.30%	76.05%
流动比率	1.65	1.78	1.35	1.65
速动比率	0.81	0.84	0.63	0.69
营业收入	841,892.48	1,411,957.51	1,404,235.59	1,802,519.15
营业利润	252,919.48	285,872.53	239,144.97	222,404.65
投资净收益	12,478.61	70,783.94	52,295.51	4,938.78
净利润	180,522.28	200,436.36	173,483.84	133,345.90
综合毛利率	54.59%	42.51%	36.33%	34.26%
总资产回报率	-	4.71%	4.86%	4.88%
EBITDA	-	412,606.06	355,542.72	307,599.69
EBITDA 利息保障倍数	-	1.77	2.27	1.79
经营活动现金流量净额	23,679.53	-186,386.32	171,779.54	683,759.87

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

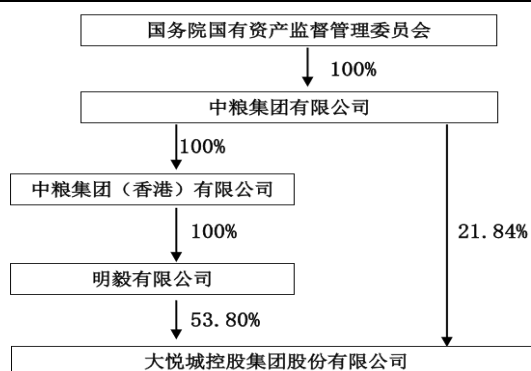
一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]1887”号文核准，公司于2015年8月17日发行5年期的20亿元公司债券，票面利率为4.40%，募集资金拟用于补充公司流动资金或偿还银行借款。公司募集资金已全部用于补充公司流动资金或偿还银行借款，截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1,405.61万元，主要为剩余付息款和利息结余。

二、发行主体概况

2018年3月31日，公司披露重大资产重组预案，拟以发行股份的方式向Vibrant Oak Limited（以下简称“明毅”）收购大悦城地产91.34亿股普通股股份（以下简称“标的资产”，占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%）。2018年12月25日，公司获得证监会《关于核准中粮地产（集团）股份有限公司向Vibrant Oak Limited（明毅有限公司）发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，证监会核准公司向明毅发行2,112,138,742股股份收购标的资产。2019年2月，本次重大资产重组的标的资产已登记至公司名下并完成过户，过户完成后大悦城地产纳入公司合并范围。截至2019年3月末，公司实收资本增加至392,587.03万元，公司名称变更为大悦城控股集团股份有限公司，证券简称由“中粮地产”变更为“大悦城”。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制结构关系



资料来源：公司2018年年度报告

本次发行股份购买资产完成后，明毅持有公司53.80%股份；中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）直接和间接通过中粮集团（香港）有限公司、明毅合计持有公司75.64%

股份，公司控股股东仍为中粮集团⁴，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。

截至2018年末，公司合并范围变化情况见附录三。跟踪期内，公司原独立董事顾云昌和孟焰因任期满离任，原董事贾鹏因工作调动离任；刘园和袁淳通过选举被任命为独立董事，姜勇通过选举被任命为董事。公司原监事会副主席侯文荣因工作调动离任，吴立鹏通过选举被任命为监事会副主席。

三、运营环境

2018 年以来房地产调控政策经历了由紧到边际放松的转变，调控政策的局部放松主要表现为限购、限售政策的松绑，不同城市的调控政策开始分化，但中央层面房地产调控政策总体基调未变

2018 年以来，我国经济面临内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力，经济下行压力持续凸显，GDP 增长率呈现逐季回落的特征，全年 GDP 增速为 6.6%，同比下降 0.2 个百分点。2018 年房地产调控政策也经历了由紧到边际放松的转变。2018 年 3 月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7 月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，8 月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10 月国务院常务会议明确要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策。中央层面仍坚持调控总基调不变，但 2018 年 10 月之后，房地产市场成交开始降温，12 月百强房企单月销售金额同比增速已从 7 月近 60% 的高位大幅回落至 21% 左右，土地流拍成为常态。在此背景下，中央政策层面步入“空窗期”。

随着中央政府将政策自主权下放至地方政府，地方政府可根据各城市市场实际情况，一城一策，精准调节，以实现房地产市场的“稳地价、稳房价、稳预期”目标。因城施策调控下，部分地区调控政策开始有松动迹象，2018 年 12 月菏泽市取消了一年前开始实行的限售措施；广州三区取消限价政策，对商服类物业项目不再限制销售对象，多城市例如北京、广州、深圳三个一线城市下调房贷利率上浮比例。

2019 年第一季度，房地产市场开始逐步回暖，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.8%；商品房销售面积 29,829 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月份收窄 2.7 个百分点；商品房销售额 27,039 亿元，增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。

在市场回暖的背景下，2019 年 4 月，中共中央政治局会议再次提及了“房住不炒”的定位，显示中央层面房地产调控的长效机制始终不会放松。从地方层面看，区域市场需求依旧旺盛，供求关系偏紧，房价上行压力较大的高能级城市，仍大概率维持现有调控力

⁴ 公司未提供控股股东中粮集团企业信用报告。

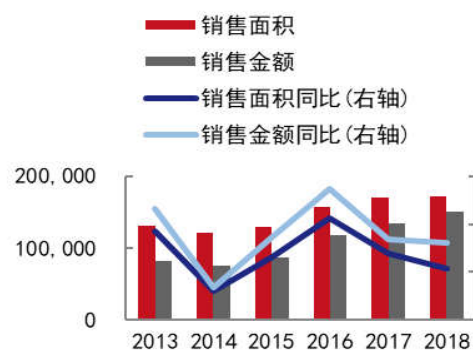
度；而区域经济走弱，人口净流出，居民杠杆高、棚改货币化安置力度大幅退坡等特征的城市，房地产调控力度有望边际放松。

在房住不炒的基调下，2018 年商品房成交面积较上年微增，其中一线城市商品房成交持续下滑，二线城市同比增速有所回升，三四线城市同比增速明显回落；2019 年需关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况

2018 年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，提出构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。根据国家统计局数据，2018 年全国商品房销售面积同比增长 1.3%，增速较上年下滑 6.4 个百分点；销售额同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点。在房住不炒的基调下，2018 年商品房成交面积较上年微增，其中三四线城市成交面积占比达到 83%。

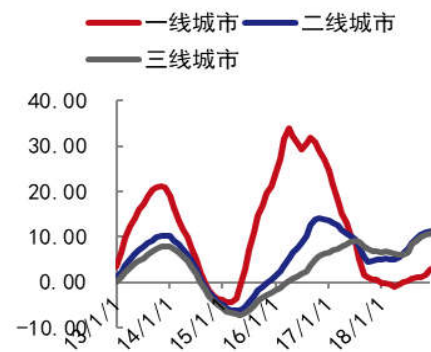
从不同类别城市表现来看，一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018 年销售面积同比下降 5.11%，销售额同比增长 7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018 年销售面积同比基本持平，销售额同比增长 11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018 年商品房销售面积同比仅增加 4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图 2 商品房销售情况(万方, 亿元, %)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 不同能级城市住宅价格指数情况(%)

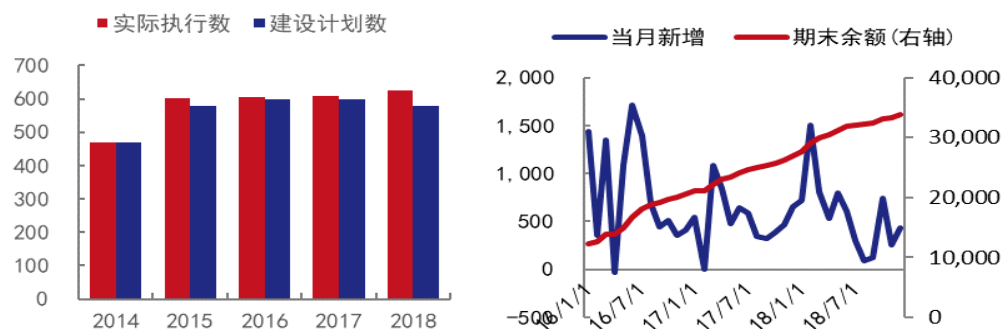


资料来源：Wind，中证鹏元整理

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，2016-2017 年我国棚改货币化安置比例分别为 48.9%和 60.0%，其中三四线城市通过棚改货币化安置分别去库存 1.4 亿平方米和 1.8 亿平方米，占销售面积的 14.8%和 18.0%。2019 年及 2020 年年均棚改任务将明显减少，同时国务院会议明确提出因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，在商品住房存量不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。因此预计棚

改货币化安置带来的购房需求难以长期延续，2019 年部分受棚改货币化支撑较大的低能级城市商品房销售面积将明显下降。

图 4 2018 年棚改实际执行超预期（万套） 图 5 2018 年 H2 新增 PSL 投放量缩减（亿元）



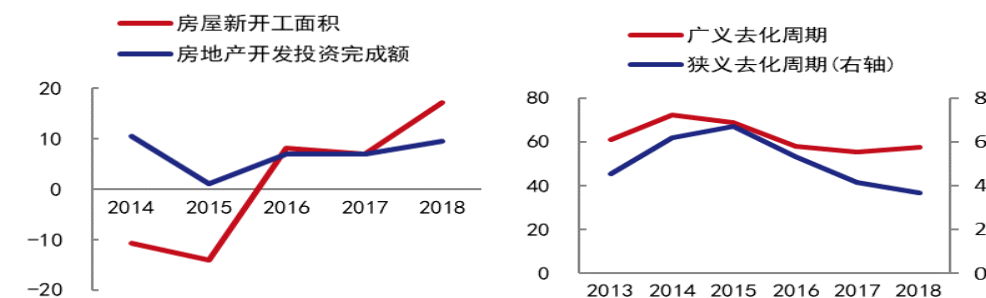
资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年房屋新开工面积和开发投资保持高增长，土地购置力度大幅增强，房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜

房屋新开工方面，2018 年全国房屋新开工面积同比增长 17.20%，较上年提高 10.20 个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是 2018 年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，中证鹏元预计 2019 年房屋新开工面积增速将回落。开发投资方面，2018 年房屋销量的增长进一步刺激投资的增加，房地产开发投资同比增长 9.70%，但其中建筑、安装投资均呈负增长，土地购置等其他费用投资同比大幅增长 46.90%，土地购置等支出支撑房地产投资增速保持高位。自 2016 年 11 月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018 年末同比下滑 11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为 57.49 个月，较 2017 年末小幅增加 2.13 个月，广义房屋去化周期开始回升。

图 6 房屋新开工面积以及开发投资同比增速(%) 图 7 广义及狭义去化周期(月)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

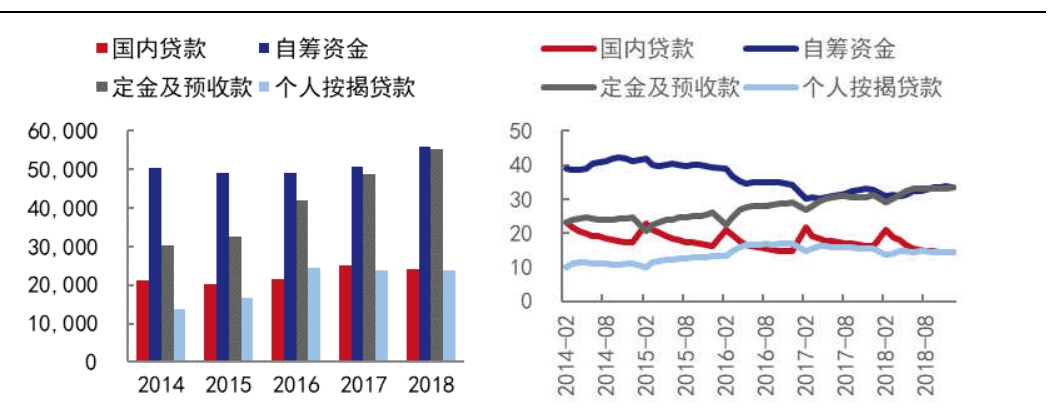
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年百城成交土地建面同比增加 9.39%，增速同比回落 7.40 个百分点，其中三线城市土地成交面积规模最大且增速最快。当前地产调控政策依然较严，各城楼面均价呈现下行的态势，但住建部稳地价预期强烈，预计未来下行幅度有限。对于房企而言，受棚改货币化退坡以及三四线城市居民杠杆率偏高的影响，三四线城市拿地面临的风险较大，近期房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜。

2017 年以来房地产企业的融资渠道受限，外部融资规模下降，销售回款占资金来源比重呈上升趋势

2017 年以来，房地产融资政策持续收紧，2018 年房地产开发投资资金合计为 165,962.89 亿元，同比增加 6.35%，同比增速较 2017 年下滑 1.86 个百分点，整体资金面相对紧张。从各项资金来源的情况来看，房地产开发投资资金以定金及预收款、个人按揭贷款组成的其他资金为主，其次为房地产企业的自筹资金和国内贷款。2018 年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地产贷款利率总体上升，同时在融资表外转表内的政策方向下，委托贷款和信托贷款的融资环境受到不利影响，2018 年国内贷款 24,004.52 亿元，同比减少 4.90%，占投资资金的比重为 14.46%。此外，2017 年以来公司债、非标融资等传统外部融资方式受到严监管，其规模出现大幅下滑。在外部融资收紧的情况下，房地产企业愈发依赖通过销售回笼的资金。2018 年个人按揭贷款和定金及预收款分别为 23,705.89 亿元和 55,418.17 亿元，合计占总资金比例为 47.68%，占比同比上升 1.15 个百分点。

图 8 房地产开发投资资金来源情况（亿元） 图 9 房地产开发投资资金来源占比（%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

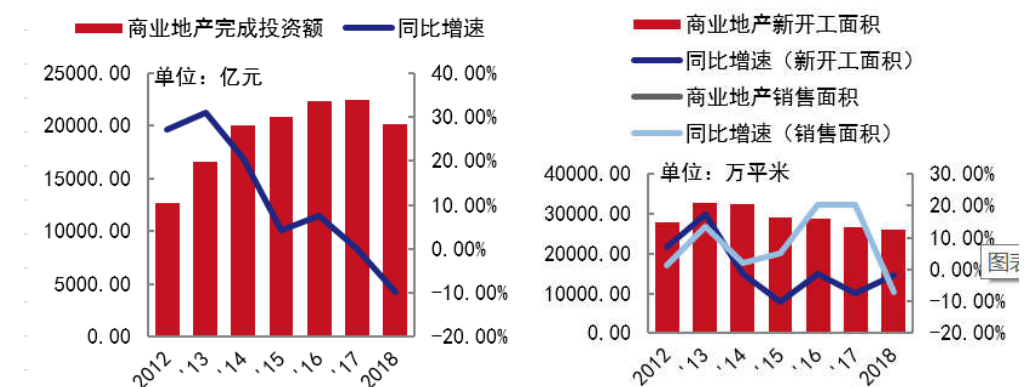
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年我国商业地产开发投资和销售面积均转为负增长，新开工面积降幅收窄，商业地产供应过剩的局面持续改善；2018 年优质零售物业空置率较低，部分城市首层租金持续下滑

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。从供给端来看，2018 年全国完成商业地产开发投资 20,173.42 亿元，同比下降 9.94%，开发投资额近年来首次出现负增长；商业地产新开工面积 26,114.73 万平方米，同比下降 1.91%，新开工面积已连续五年下降，但 2018 年降幅较上年有所收窄。目前我国商业地产供给端整体压力较大，在行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，2018 年商业地产开发投资额和新开工面积均出现下滑。

从需求端来看，2018 年我国商业地产全年销售面积为 16,334.75 万平方米，同比下滑 7.16%。商业地产下游需求主要受到人口、地域经济和产业结构等长期因素影响，呈现较明显的区域分化。目前我国一线城市商业物业市场仍然保持较低的空置率和一定程度的租金增长；部分二三线城市在高速增长的同时，市场空置率不断攀升，经营压力持续加大。截至 2018 年末，我国商业营用房待售面积同比减少 9.3%至 13,793 万平方米，办公楼待售面积同比减少 0.4%至 3,649 万平方米，商业地产整体供应过剩的局面持续得到改善。

图 10 全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速

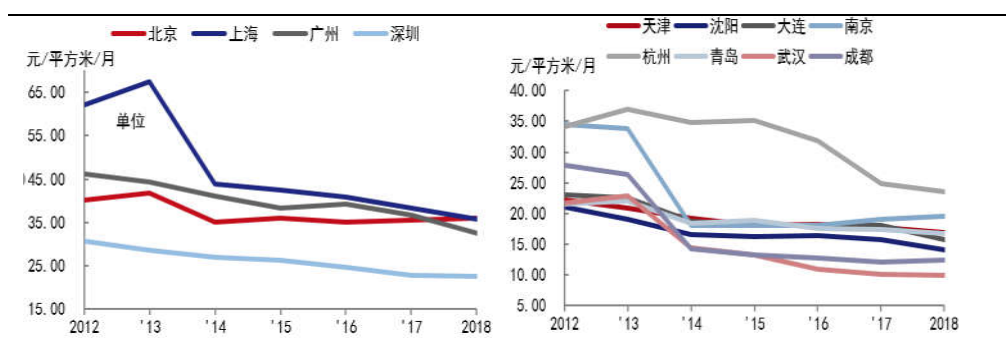


资料来源：Wind，中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益。受宏观经济下行、社零增速同比持续下降，电商冲击及新建商业零售物业大批量投入市场等因素影响，2014年我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金大幅调低，此后由于需求不振，租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2018年除北京、南京和成都之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现下滑。目前零售物业的租金水平区域分化仍较为严重，一线城市租金水平较高，但考虑到行业仍处在市场景气度下行阶段，未来可能面临租金下跌的风险。我国优质零售物业空置

率相对较低，但仍存在一定的区域差异分化。除天津和沈阳之外，其他重点城市近5年来优质零售物业空置率均低于15%，2018年末空置率均在13%以下。

图11 我国重点城市优质零售物业首层租金情况（单位：元/平方米/月）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事商品房开发、物业租赁和物业管理等业务，2018年公司实现营业收入141.20亿元，同比增长0.55%。商品房销售仍然是公司最主要收入来源，2018年在营业收入所占比重为90.16%，由于当期结算面积减少导致同比下滑2.21%；租赁收入主要来自深圳宝安福永东芝泰格厂房、宝安三区中心大厦、北京祥云小镇等可租物业，2018年实现房屋租赁收入6.11亿元，同比增长4.14%，主要是租金水平稳步增长所致；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，2018年公司实现物业管理收入5.88亿元，同比增长121.98%；公司其他业务收入主要包括项目公司出售地下停车位和物业管理公司其他增值业务等，2018年其他业务收入规模同比增长9.77%。

各业务毛利率方面，2018年公司商品房销售业务毛利率提升至43.59%，主要是公司当年结算地产项目多位于一线城市及热点二线城市，如深圳天悦壹号、天津中粮大道和深圳云景国际等项目；租赁地产项目运营渐趋成熟，房屋租赁业务毛利率较上年小幅提升；物业管理业务多为自建的地产项目，2018年盈利情况有所好转，毛利率回升至0.54%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售	1,273,034.79	43.59%	1,301,768.77	36.59%
房屋租赁	61,080.36	56.75%	58,653.66	53.64%
物业管理	58,849.84	0.54%	26,510.97	-23.34%
其他业务	18,992.53	54.33%	17,302.20	49.03%

合计	1,411,957.51	42.51%	1,404,235.59	36.33%
----	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司放缓拿地节奏，新增土地储备计容建筑面积及土地购置总金额同比均大幅下滑，同时需关注新购置地块未来收益实现存在不确定性。

2018年我国土地购置市场依旧保持增长态势，房地产开发企业土地购置面积29,142万平方米，比上年增长14.2%；土地成交价款16,102亿元，同比增长18.02%，但增速较上年下滑31.38个百分点。在部分区域土地市场遇冷、楼面地价有所下行的背景下，公司放缓拿地节奏，2018年新进入武汉、西安、株洲、嘉兴等城市，新增土地储备项目14个，均为住宅类项目，计容建筑面积合计为195.82万平方米，同比减少43.98%；购置总金额为189.71亿元，同比减少58.50%。

公司继续坚持“3+X”，即环北京、环上海、环深圳的核心城市群为基础的“核心城市-中心城市-卫星城市”的区域布局，同时为提高拿地成功率、分散风险和降低资金压力，继续鼓励在公开市场上联合拿地。2018年公司通过招拍挂形式取得北京朝阳区孙河、天津市北辰区、南京溧水、嘉兴秀洲等项目地块，通过股权收购方式取得苏州相城区富元路和广州蔬菜研究所等项目地块。由于当年公司购置的部分地块区域拓展至西安、沈阳、苏州、株洲等城市及市中心周边的远城区，2018年平均楼面地价为0.97万元/平方米，同比减少0.34万元/平方米。

表2 2018年及2019年1-3月公司新获得的土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	土地用途	土地面积	规划建筑面积	土地价款	土地取得方式	权益比例
2018年新增土地储备						
北京天瑞宸章项目（原北京孙河U地块项目）	住宅	5.35	5.88	33.65	招拍挂	20%
沈阳锦云天城（原沈北新区项目）	住宅	17.03	42.59	8.52	招拍挂	100%
天津昆仑御（原北辰高峰路项目B地块）	住宅、商业	6.35	10.87	19.00	招拍挂	49%
南京悦江府（原溧水 G21 地块）	住宅、商业	3.26	8.48	15.20	招拍挂	51%
南京珑悦（原溧水 G79 地块）	住宅	3.51	8.39	13.40	股权收购	33.5%
武汉新洲邾城 085 地块	住宅	6.33	15.83	3.60	招拍挂	50%
株洲锦云	住宅	8.35	12.53	2.63	招拍挂	100%
苏州紫郡兰园（原富元路项目）	住宅	7.48	18.69	26.71	股权收购	14%
杭州旭辉中粮朗香郡（原临安青山湖项目）	住宅	6.35	15.87	17.63	招拍挂	50%
重庆江州锦云	住宅	6.26	9.39	4.20	招拍挂	50%
嘉兴秀湖祥云（原嘉兴 60 地块）	住宅	6.47	11.65	10.00	招拍挂	100%

嘉兴江南国际城（原嘉兴 30 地块）	住宅	6.77	14.9	12.76	招拍挂	51%
西安灞桥锦云	住宅	5.2	12.18	4.90	招拍挂	100%
广州蔬菜研究所	住宅	2.85	8.57	17.48	股权收购	10%
小计		91.56	195.82	189.71	-	-
2019 年 1-3 月新增土地储备						
三亚市吉阳区东岸单元控规 DA2-18-01A 和 DA2-18-01B 地块	其他商务混合零售商业用地	2.08	9.35	5.61	招拍挂	100%

注：表中土地面积、规划建筑面积和土地价款均为全口径统计，未按照权益比例计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建及拟建项目计容建筑面积1,012.06万平方米；在建、拟建及竣工项目可供出售面积合计1,321.38万平方米，目前的土地储备预期可满足未来2-3年的发展需求。2019年公司计划依据城市战略有计划、有节奏地继续增加土地储备，并持续跟进深圳城市更新项目的进展。考虑到部分新购置地块拓展到城市中心区周边的远城区，或将影响公司房地产业务利润率。

公司在售面积、未来规划可售面积较大，且项目多位于一二线城市，区域布局较好，较多的项目储备及待结算资源能够为未来业绩提供保障；公司新开工面积大幅增加，但项目开发面临一定资金压力，严厉的调控政策可能使公司项目销售、维持目前利润率水平面临一定的挑战。

2018年公司商品房签约面积为128.86万平方米，同比增长50.93%，合同销售金额同比增长52.39%至398.64亿元，合同销售均价同比增加0.03万元/平方米至3.09万元/平方米，重点销售项目包括北京瑞府（原北京孙河N地块项目）、北京中粮天恒天悦壹号、深圳云景国际和深圳天悦壹号等项目。

2018年公司当期结算面积同比减少11.48%至62.60万平方米，结转收入127.46亿元，同比下降2.10%。公司当年结算的主要项目包括（1）深圳天悦壹号项目，结算金额25.29亿元；（2）苏州中粮祥云国际项目，结算金额13.88亿元；（3）天津中粮大道项目，结算金额13.09亿元；（4）深圳云景国际项目，结算金额9.20亿元；（5）北京中粮瑞府项目，结算金额9.01亿元，具体结算项目情况见附录四。由于公司2018年结转项目主要位于北京、深圳等一线城市以及天津、苏州、重庆等热点二线城市，单位房价相对较高，带动公司商品房销售毛利率同比提升7.00个百分点至43.59%。

表3 2017-2018年公司房地产开发业务主要经营指标

项目	2018年	2017年
新开工面积（万平方米）	371.69	115.09
竣工面积（万平方米）	122.04	58.97
合同销售面积（万平方米）	128.86	85.38
合同销售金额（亿元）	398.64	261.59
当期结算面积（万平方米）	62.60	70.72
当期结转收入（亿元）	127.46	130.19
期末已售待结转面积（万平方米）	100.66	89.89
新增土地储备面积（万平方米）	合计计容建筑面积 195.82 万平方米	合计计容建筑面积 349.58 万平方米
新增土地价款合计（亿元）	189.71	457.13

注：2018年较上年统计口径有所差异；期末已售未结转面积含已签署购房合同但尚未全款缴付的部分；新增土地价款合计数为全口径，即整个项目的土地价款，非按权益计的价款。

资料来源：公司提供

未来经营业绩方面，截至2018年底，公司竣工在售项目22个、在建项目49个，已售待结转商品房面积100.66万平方米；拟建项目4个，规划可供出售总面积合计48.44万平方米，具体如附录四所示，较大规模的待结算资源为公司业绩形成一定的保障。2018年公司扩大自建营销团队，积极去化库存，并通过降低长期库存占比，优化库存结构，同时提升新开盘项目去化率以实现快速回款。但我们也关注到，公司在深圳、沈阳、成都等地区的商业及办公产品去化较慢，存在一定的去化压力。截至2018年底，公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资达1,918.96亿元（具体见附录四），已完成投资1,238.23亿元，尚需投入资金约680.73亿元，后续面临一定的开发资金压力。

表4 公司新开工房地产项目情况（单位：万平方米）

项目名称	项目性质	2018年新开工面积	2017年新开工面积
北京祥云赋项目（原北京顺义马头庄地块）	住宅、公寓	12.02	-
北京天瑞宸章项目（原北京孙河U地块项目）	住宅	5.88	-
北京海淀永丰项目	住宅、商业	13.92	-
北京瑞悦府项目（原北京孙河N地块项目）	住宅、公寓	8.92	-
北京南苑槐新项目	住宅、商业、办公	4.11	-
北京青龙湖西海项目	商业别墅	2.88	-
北京京西祥云	住宅、商业	2.60	6.87
北京中粮天恒天悦壹号	住宅	5.20	11.87
深圳宝安25区项目一期A	住宅、办公、公寓	15.04	-
成都中粮原山（原成都崇州市街子古镇旅游景区）	住宅、商业	4.67	-
成华珑悦锦云	住宅	10.86	-
成都中粮武侯瑞府（武侯区簇桥街道项目）	住宅	16.36	-

成都中粮宸悦（原成都天府三街北侧、益州大道东侧）	公寓	8.00	-
沈阳锦云天城（原沈北新区项目）	住宅	21.95	-
沈阳中粮花熙祥云(原望花地块)	住宅	11.04	-
沈阳保利中粮堂悦	住宅	14.26	-
沈阳中粮隆玺	住宅、写字楼、公寓	6.90	6.90
天津雍祥府（原北辰高峰路项目 AC 地块）	住宅、商业	13.76	-
南京悦江府（原溧水 G21 地块）	住宅、商业	8.48	-
南京三金祥云（原溧水 G07 地块）	住宅、商业	6.85	-
南京都会 09（原溧水 G09 地块）	住宅、办公、商业	8.32	-
南京央誉（原溧水 G19 地块）	住宅、商业	14.66	-
南京珑悦（原溧水 G79 地块）	住宅	8.39	-
长沙北纬 28 度	住宅	10.18	-
太仓项目	住宅	4.62	-
苏州天悦（原相城区元和街道项目）	高层、洋房、商业	10.77	-
苏州中粮祥云国际	住宅	5.33	12.59
苏州紫郡兰园（原富元路项目）	住宅	18.69	-
杭州旭辉中粮朗香郡（原临安青山湖项目）	住宅	15.87	-
佛山世茂望德（原佛山禅城华祥路 03 项目）	住宅	19.25	-
佛山中粮珑湾祥云（原佛山禅城华祥路 04 项目）	住宅	7.99	-
厦门中粮鹭湾祥云（原厦门环东海新城 07 地块）	住宅	5.43	-
绍兴公元 2020（原柯桥城区 R-15 地块）	住宅	16.75	-
嘉兴秀湖祥云（原嘉兴 60 地块）	住宅	11.65	-
嘉兴江南国际城（原嘉兴 30 地块）	住宅	14.90	-
广州蔬菜研究所地块*	住宅	5.19	-
上海新场项目	住宅	-	6.83
上海顾村项目	住宅	-	12.64
上海南桥半岛	住宅	-	8.30
南京中粮祥云	住宅、写字楼、商业	-	11.47
长沙北纬 28 度	住宅	-	17.98
杭州良渚祥云	住宅	-	6.80
重庆鸿云	住宅、公寓、商业	-	12.84
合计	-	371.69	115.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从新开工项目情况看，公司持续以环北京、环上海、环深圳的核心城市群为基础辐射周边城市，形成“核心城市-中心城市-卫星城市”的城市星系布局，重点布局京津冀、长三角、珠三角、长江中游、成渝等中国五大城市群的核心城市及周边辐射区域。跟踪期内，公司推行大运营体系加快开发效率，部分新获取项目已于年内开工，2018年新开工项目36

个，新开工面积371.69万平方米，较上年大幅增加256.60万平方米。

但需注意的是，目前在我国“房住不炒”的基调下，2019年国内房地产市场存在进一步下行的压力，政策调控未有实质性放松，有可能对公司项目销售带来一定的压力。

随着出租物业运营渐趋成熟，公司租赁收入稳步增加，毛利率相对较为稳定，可为公司贡献稳定的现金流入；未来随着深圳城市更新项目的建设，公司可租面积有望增加，但城市更新项目受拆迁进度、城市规划等因素影响，在实施进度、收益实现等方面存在一定不确定性。

截至2018年末，公司可出租物业主要包括位于深圳市宝安区的工业厂房、写字楼及位于北京、深圳和成都等地的商铺。2018年公司可出租面积合计为128.33万平方米，受部分厂房拆迁影响较上年小幅减少1.31万平方米；随着单位租金稳步增长，公司租赁收入同比增长4.14%至6.11亿元。公司物业出租率均保持在较高水平，2018年工业厂房、写字楼和商铺的出租率分别为99%、93%和98%。跟踪期内，公司租赁项目租金及可租面积整体保持稳定，2018年公司租赁业务毛利率为56.75%，较上年增加3.11个百分点。此外，公司69区创芯公园项目已于2018年底竣工验收，计划于2019年9月开园该项目将以互联网产业、软件及科技信息服务业、网络金融服务业为主导产业，成为集研发办公、双创孵化、生活休闲于一体的新型产业综合体。

表 5 2017-2018 年公司房地产租赁业务情况（单位：万平方米、万元）

类型	出租项目	2018 年		2017 年	
		可出租面积	出租率	可出租面积	出租率(%)
工业厂房及配套设施	宝安福永东芝泰格厂房，大洋华丰厂房，67区中粮商务公园等	109.36	99.00%	110.39	98.00%
写字楼	宝安三区中心大厦	2.66	93.00%	2.67	97.00%
商铺	北京祥云小镇，北京长阳半岛广场，成都地下商街，深圳宝河等	16.31	98.00%	16.58	95.00%
合计	-	128.33	-	129.64	-
确认房屋租赁收入		61,080.36		58,653.66	

资料来源：公司提供

从租赁业务持续性来看，公司近年积极参与城市更新项目，若能够顺利推进，未来将产生更多的可租物业。除在售的深圳中粮天悦壹号、深圳祥云国际、深圳云景国际、69区创芯公园等城市更新项目外，公司还申报了深圳宝安25区城市更新项目（简称“25区项目”）、深圳金帝食品厂城市更新项目（简称“金帝项目”）、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。

深圳市宝安区25区城市更新项目一期A项目于2017年6月15日获得实施主体确认书，于2017年11月14日取得用地规划许可证；一期B、C部分正在开展拆迁、谈判等前期工作。

金帝食品厂城市更新项目（即深圳梅林工业区项目）于2017年9月规划草案公示，于2017年12月28日取得专项规划批复，该项目拟更新方向为新型产业等功能，更新单元用地面积28,409.50平方米，拆除用地面积28,409.50平方米，其中开发建设用地24,147.50平方米，计容建筑面积144,810平方米。2018年4月28日，公司全资子公司中粮（深圳）智汇置业有限公司取得该项目的城市更新项目实施主体确认书，现正在开展清租谈判等前期工作。

深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区项目于2017年12月20日在《2017年深圳市宝安区城市更新单元第一批计划》进行了公示，项目更新方向以普通工业为主，更新单元面积为187,631.2平方米，拟拆除范围用地面积为166,439.4平方米。

未来随着该等项目的实施，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；但同时我们也关注到，城市更新项目周期长，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。

大悦城地产专注于商业地产和综合开发板块，品牌知名度高，投资物业资产质量良好，租赁物业经营业绩稳步提升；本次重组有利于公司实现住宅地产和商业地产的双轮驱动和协同效应，提升公司的持续经营能力。

大悦城地产作为中粮集团商业综合体及商业地产运营的香港联交所上市平台，依托于全国性商业地产品牌“大悦城”，是专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业的大型地产开发商及运营商。2016-2018年，大悦城地产分别实现营业收入69.87亿元、116.58亿元和81.29亿元，收入主要来源于投资物业出租、物业开发销售、酒店运营以及管理输出及其他服务业务板块。

大悦城地产旗下商业地产项目运营情况良好，租金水平稳步提升，近年来投资物业租金及相关收入持续增长；大悦城城市综合体项目中的住宅、办公、写字楼及部分商业用于对外销售以快速回笼资金，近年来物业及土地开发收入受结算产品结构调整因素的影响呈现较大的波动；大悦城地产所控股及参股的酒店主要位于北京和三亚，定位以高端为主，近年来酒店经营收入受到部分酒店经营改造及出售资产影响持续下降；管理输出及相关服务近年来收入规模保持较快增长。2016-2018年大悦城地产综合毛利率波动增长，整体保持在较高水平，盈利能力较好。

表 6 大悦城地产营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
投资物业	36.33	74.2%	34.33	71.6%	31.23	70.8%
物业及土地开发	35.76	39.7%	71.36	32.4%	27.56	40.8%
酒店经营	7.33	42.3%	9.59	45.0%	10.10	38.7%
管理输出及相关服务	1.88	41.4%	1.29	34.6%	1.00	33.7%
合计	81.29	55.4%	116.58	45.0%	69.87	53.8%

资料来源：大悦城地产 2016-2018 年报

近年来，大悦城地产积极推进大悦城商业综合体的开发与运营，截至2018年底在北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都、西安、重庆、青岛、武汉和昆明等12个城市，运营及在建共16个大悦城城市综合体项目、2个大悦城春风里项目，以及北京中粮广场、香港中粮大厦、北京中粮置地广场等一线城市核心地段的物业。出租率方面，在经过两至三年的培育期后，大悦城地产投入运营的项目出租率达到较高水平，已投运购物中心和写字楼出租率基本保持在90%以上。整体来看，大悦城地产旗下商业地产项目地理位置优越、资产质量良好，经营业绩稳步提升，具有良好的保值和增值潜力。

表 7 近年来大悦城地产租赁业务经营情况（单位：万平方米）

项目名称	出租率		
	2016	2017	2018
西单大悦城商场	94%	97%	98%
西单大悦城写字楼	84%	93%	97%
朝阳大悦城商场	95%	92%	94%
天津南开大悦城商场	99%	97%	98%
上海静安大悦城商场	90%	94%	95%
沈阳大悦城商场	95%	95%	98%
成都大悦城商场	93%	93%	94%
烟台大悦城商场	99%	98%	92%
杭州大悦城商场	-	-	94%
北京中粮广场(注1)	92%	77%	86%
上海鹏利辉盛阁	82%	88%	87%
香港中粮大厦	95%	96%	93%
上海长风大悦城商场	-	71%	97%
合计	-	-	-

注 1：中粮广场 C 座于 2016 年开始改造，2016 年为写字楼数据，2017-2018 年为中粮广场整体数据；

注 2：西安大悦城、中粮置地广场尚处于免租期，未列示在表中。

资料来源：公司提供

大悦城地产所销售物业主要依托于大悦城商业综合体，近年来开发销售的项目包括上海海景壹号、上海静安大悦城天悦壹号、三亚龙溪悦墅以及杭州、成都、天津大悦城的写字楼及办公楼部分。大悦城地产开发项目主要定位于中高端购房客群，近年来销售单价保持在较高水平。受结算计划影响，2018年大悦城地产结转销售收入同比大幅下滑至35.69亿元，但合同销售金额保持增长，同比增长8.91%至88.83亿元。

表 8 2017-2018 年大悦城地产房地产开发业务主要经营指标

项目	2018 年	2017 年
合同销售面积（万平方米）	23.15	24.25
合同销售金额（亿元）	88.83	81.56
当期结转收入（亿元）	35.69	71.24

资料来源：公司提供

根据公司与明毅签署的《盈利预测补偿协议》，明毅对大悦城地产中采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法估值的资产所属主体（以下简称“承诺资产”）在特定年度的净利润情况作出承诺，并就业绩承诺期内不足承诺部分按照约定进行补偿。明毅对承诺资产在业绩承诺期的净利润累计数进行承诺，承诺资产在2019年、2020年和2021年的累计承诺净利润为189,420万元。

公司完成重大资产重组并实现对大悦城地产并表后，整体经营实力及盈利水平均得到明显提升。2019年1-3月，公司实现营业收入84.19亿元，较上年同期大幅增长285.43%，占2018年全年营业收入的比重为59.63%，综合毛利率提升至54.59%，总资产较上年末大幅增长83.93%至1,676.91亿元。本次重组将为公司主营业务注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应，使公司成为中粮集团下属融合住宅地产与商业地产一体化的房地产专业化平台。公司既能通过开发型物业销售实现现金回流，又能实现持有型物业带来的长期稳定收益和升值红利，有利于改善公司的持续经营能力，显著提升综合竞争力。

表 9 大悦城地产主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	988.61	863.70	825.50
股东权益合计（不含少数股东权益）	282.09	270.19	262.03
资产负债率	54.31%	50.82%	49.72%
流动比率	1.08	1.59	1.51
速动比率	0.50	0.74	0.58
营业收入	81.29	116.58	69.87
营业利润	41.79	49.08	31.62
净利润（不含少数股东权益）	21.03	11.53	7.98

综合毛利率	55.36%	45.01%	53.82%
总资产回报率	5.74%	5.79%	4.07%
经营活动现金流量净额	56.36	45.26	48.83

资料来源：大悦城地产 2016-2018 年年度报告（香港会计准则），中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告以及2019年1-3月未经审计财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。2018年公司合并范围较上年增加21户，减少3户；2019年一季度合并范围较上年末增加1家一级子公司，具体如附录三所示。

资产结构与质量

受益于大悦城地产纳入合并范围，公司资产规模大幅增长，结构上以在建、拟建、在售房地产项目和投资性房地产为主，资产质量良好，整体资产流动性尚可。

随着业务持续发展，公司总资产规模保持增长，截至2018年12月31日，公司总资产规模达911.72亿元，同比增长20.36%，流动资产占总资产比重为88.53%，其中货币资金、其他应收款和存货等构成的流动资产是公司资产的主要组成部分。

截至2019年3月31日，随着大悦城地产纳入公司合并范围，公司总资产较2018年末大幅增长83.93%至1,676.91亿元；由于投资性房地产规模大幅增加，公司非流动资产占比上升至30.97%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,598,615.82	15.50%	1,200,129.49	13.16%	1,028,255.65	13.57%
其他应收款	2,434,436.39	14.52%	2,243,080.47	24.60%	1,809,877.40	23.89%
存货	5,927,512.27	35.35%	4,283,507.34	46.98%	3,463,066.01	45.72%
其他流动资产	400,114.20	2.39%	165,459.76	1.81%	185,621.49	2.45%
流动资产合计	11,576,425.18	69.03%	8,071,315.31	88.53%	6,521,551.34	86.09%
长期股权投资	970,884.24	5.79%	441,494.29	4.84%	336,388.15	4.44%
投资性房地产	3,298,435.37	19.67%	377,358.31	4.14%	381,960.09	5.04%
固定资产	433,257.78	2.58%	54,856.41	0.60%	56,845.36	0.75%

非流动资产合计	5,192,683.43	30.97%	1,045,877.69	11.47%	1,053,596.24	13.91%
资产总计	16,769,108.62	100.00%	9,117,193.00	100.00%	7,575,147.58	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2018 年末公司货币资金余额 120.01 亿元，其中 0.76 亿元为受限资金，主要为深圳祥云国际项目回迁安置房建设基金以及苏州中粮祥云项目按规定比例专户储存的房地产开发项目资金。公司其他应收款主要系公司与项目合作开发单位的往来款、项目保证金、押金，以及子公司与子公司其他股东之间的往来款等。近年来公司联合开发项目持续增加，2018 年末其他应收款账面价值同比增长 23.94% 至 224.31 亿元，期末往来款账面余额占比为 94.19%，往来对象主要是公司关联企业如北京恒合悦兴置业有限公司和佛山市鹏悦置业有限公司等。截至 2018 年末，公司其他应收款余额前五名情况如下表所示。

表 11 截至 2018 年末公司其他应收款余额前五名情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	年末金额	账龄	占比	坏账准备
北京恒合悦兴置业有限公司	往来款	280,679.96	1-2 年	12.36%	2,806.80
佛山市鹏悦置业有限公司	往来款	262,902.04	2 年以内	11.58%	2,629.02
北京悦恒置业有限公司	往来款	154,449.44	3 个月以内	6.8%	1,544.49
苏州工业园区悦金房地产有限公司	往来款	145,272.92	2 年以内	6.4%	1,452.73
天津市中辰朝华置业有限公司	往来款	140,817.00	1 年以内	6.2%	1,408.17
合计	-	984,121.36	-	43.34%	9,841.21

资料来源：公司 2018 年审计报告

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括完工开发产品、在建开发成本等。随着房地产项目开发投入增加，2018 年末公司存货账面价值同比增长 23.69% 至 428.35 亿元。截至 2018 年末，公司完工开发产品主要包括深圳祥云国际、深圳天悦壹号、北京中粮瑞府等；在建开发成本主要包括成都中粮武侯瑞府、深圳市宝安 25 区城市更新以及杭州临安青山湖项目等，项目多集中在深圳、北京、成都和杭州等一线及热点二线城市。2018 年公司对成都御岭湾、南京溧水 G07 地块两个项目计提存货跌价准备 1.72 亿元，年末存货跌价准备余额 2.09 亿元。2018 年末公司存货中账面价值 90.05 亿元的资产已用于长期借款抵押，占期末存货账面价值的比重为 21.02%。公司其他流动资产主要为预缴的增值税、土地增值税和企业所得税等各项税费，2018 年末余额 16.55 亿元。

表 12 2017-2018 年公司存货构成明细（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
开发产品	1,329,253.57	31.03%	725,666.52	20.95%

开发成本	2,868,555.66	66.97%	2,677,817.86	77.33%
出租开发产品	85,596.94	2.00%	59,469.60	1.72%
其他存货	101.17	0.002%	112.03	0.003%
合计	4,283,507.34	100.00%	3,463,066.01	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。公司长期股权投资按权益法进行核算，2018年末账面价值为44.15亿元，同比增长31.25%，主要是增加合作开发项目规模，对合营及联营企业的投资额增加所致；2018年公司权益法核算的长期股权投资收益-5.24亿元，由于项目仍在前期开发中因此资产收益情况较差。截至2018年末，公司投资性房地产主要包括67区中粮商务公园和北京祥云小镇等用于出租的项目，投资性房地产按成本模式进行计量，期末账面价值37.74亿元，同比减少1.20%，主要是计提折旧增加所致，其中账面价值27.94亿元用于长期借款抵押，抵押资产占比达74.03%。由于历史遗留原因，2018年末公司尚有账面价值3.45亿元的投资性房地产未办理产权证明，主要为自建厂房、宿舍等。公司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，截至2018年账面价值为5.49亿元，其中2.60亿元用于长期借款抵押。

得益于大悦城地产的并表，截至2019年3月末，公司货币资金、存货和长期股权投资较上年末分别增长116.53%、38.38%和119.91%；投资性房地产账面价值为329.84亿元，按成本法计量，较2018年末增加292.11亿元，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，区域分布在北京、天津、上海、沈阳、杭州等一二线城市，项目地理位置优越、资产质量良好，近年来经营业绩稳步提升，具有良好的保值和增值潜力。

总体来看，随着房地产开发业务的持续发展及大悦城地产并表，公司资产规模迅速增长，资产结构上以在建、拟建、在售房地产项目和投资性房地产为主，资产质量良好。截至2018年末，公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产中合计账面价值121.34亿元资产使用权受限，受限资产占总资产比重为13.31%，公司整体资产流动性尚可。

资产运营效率

2018年公司资产运营效率下降，在同业中仍处于中等偏弱的水平

2018年公司继续加大商品房销售力度，库存去化速度加快，全年商品房签约销售金额和合同销售面积分别为398.64亿元和128.86万平方米，同比分别增长52.39%和50.93%；但结转收入和结算面积分别为127.46亿元和62.60万平方米，同比分别减少2.10%和11.48%。商品房结算减少使得营业收入规模仅实现小幅增长，同时土地储备增加及房地产项目持续开发投入带动存货规模增长，在此双重作用下，公司存货周转效率有所下降，2018年存货

/预收款项增加至1.92，存货周转天数为1,717.69天，比上年同期增加408.16天；全年总资产周转天数为2,127.98天，同比增加371.50天。

表 13 公司主要运营效率指标

项目	2018 年	2017 年
存货/预收款项	1.92	1.82
存货周转天数（天）	1,717.69	1,309.53
流动资产周转天数（天）	1,860.34	1,506.79
总资产周转天数（天）	2,127.98	1,756.48

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

与收入规模相近的同业上市公司相比，公司存货周转天数处于中等偏弱水平。2019 年公司计划继续通过调整价格策略、付款方式和加强整售等方式提高存货周转率。

表 14 2018 年同行业收入规模相近上市公司存货周转天数比较（单位：天）

上市公司简称	存货周转天数
中华企业	573.98
滨江集团	1,030.34
迪马股份	1,102.27
福星股份	1,125.00
陆家嘴	1,318.20
世茂股份	1,326.46
信达地产	1,486.37
大悦城控股	1,717.69
金融街	2,224.97
华发股份	2,411.25

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入实现小幅增长，待结算规模较大，未来短中期业绩仍有一定保障，盈利能力稳步提升，在同业中处于较好水平；2019年第一季度，公司整体经营实力及盈利水平均得到显著提升

公司2018年营业收入同比小幅增长0.55%至141.20亿元，考虑到截至2018年末，公司预收款项余额为223.62亿元，已售待结转面积100.66万平米，当前在建项目规模较大且多位于国内一线城市和热点二线城市，公司未来地产销售收入来源具有保障。毛利率方面，公司2018年结算的房地产项目多位于深圳、北京等一线城市及其他热点二线城市，因此实现的销售毛利率较高，带动综合毛利率同比提升6.18个百分点。

2018年公司实现投资收益7.08亿元，同比增长35.35%，主要为向关联企业（包括合营企业、联营企业等）收取的借款利息（2017年该部分利息收入由计入财务费用的利息收入转入投资收益科目核算）。公司利润规模持续提升，2018年实现营业利润28.59亿元，同比增长19.54%，其中投资收益占营业利润的比重为24.76%。随着利息支出及职工薪酬等期间费用增长，2018年公司期间费用率同比增加1.34个百分点至15.19%。受益于利润规模增长及盈利水平提升，2018年公司利润总额和净利润同比分别增长19.31%和15.54%。公司各项盈利能力指标均表现较好，总资产回报率和净资产收益率与上年基本持平。从收入相近的同业上市公司对比看，公司盈利能力处于相对较好水平。

公司完成重大资产重组并实现对大悦城地产并表后，整体经营实力及盈利水平均得到明显提升。2019年1-3月公司实现营业收入84.19亿元，较上年同期大幅增长285.43%，是2018年全年营业收入的比重为59.63%。2019年1-3月，公司实现营业利润25.29亿元、实现净利润18.05亿元，同比均大幅增长。2019年第一季度，公司各项盈利能力指标表现均较好，综合毛利率和营业利润率分别提升至54.59%和30.04%，期间费用率下降至11.70%。

表 15 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	841,892.48	1,411,957.51	1,404,235.59
投资收益	12,478.61	70,783.94	52,295.51
营业利润	252,919.48	285,872.53	239,144.97
期间费用	98,514.53	214,470.08	194,501.10
利润总额	253,507.71	285,728.09	239,479.48
净利润	180,522.28	200,436.36	173,483.84
综合毛利率	54.59%	42.51%	36.33%
期间费用率	11.70%	15.19%	13.85%
营业利润率	30.04%	20.25%	17.03%
总资产回报率	-	4.71%	4.86%
净资产收益率	-	15.72%	15.06%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表 16 2018 年公司与规模相近的同业上市公司盈利能力比较

上市公司简称	营业收入（亿元）	综合毛利率	营业利润率
陆家嘴	126.39	53.97%	43.00%
金融街	221.13	48.60%	24.35%
世茂股份	186.67	44.56%	33.02%
中华企业	192.86	43.05%	24.07%
大悦城控股	141.20	42.51%	20.25%
滨江集团	211.15	35.74%	20.11%

信达地产	187.54	34.87%	15.93%
福星股份	107.35	30.50%	15.32%
迪马股份	132.46	29.92%	13.35%
华发股份	236.99	27.28%	13.07%

注：以综合毛利率自高向低排序。

资料来源：Wind

现金流

2018年公司经营活动现金流表现欠佳，在建及拟建房产项目所需资金规模大，未来仍有一定资金压力

经营现活动现金流入方面，公司参股项目持续增加，尽管全口径商品房签约销售金额同比增长，但合并报表范围内的商品房销售项目回款较上年有所减少，2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降7.34%至177.82亿元；收到的押金、保证金（主要为土地竞拍保证金）规模下降至63.24亿元。经营活动现金流出方面，公司放缓拿地节奏，当年支付的保证金、押金、备用金下降至72.27亿元；同时随着合作开发项目增加，公司支付联合、合营公司款项及集团外部单位往来款项迅速增加。公司经营活动现金流受商品房销售回款下降、收回土地储备保证金较上年减少和往来款支出增加等因素的影响，2018年经营活动净现金流为-18.64亿元，整体表现欠佳。

2018年公司投资活动净流出24.48亿元，净流出规模较上年大幅减少，主要是收回对股东及参股企业借出的款项及利息，同时支付往来款较上年减少所致。跟踪期内公司加大筹资力度，通过金融借款、发行中票和资产支持专项计划、以及关联方资金拆借等多种方式融资，2018年筹资活动现金流入304.25亿元；同期公司偿还较大规模的有息债务并支付利息，筹资活动现金流净额为61.28亿元，同比增长12.22%。考虑到公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目尚需资金投入约680.73亿元及到期债务的偿付，未来公司仍有一定的资金压力。

表 17 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
销售商品、提供劳务收到的现金	728,926.55	1,778,158.94	1,918,936.40
收到其他与经营活动有关的现金	590,781.37	1,406,868.38	3,859,118.52
购买商品、接受劳务支付的现金	476,395.99	1,267,936.83	1,224,519.99
支付其他与经营活动有关的现金	581,767.83	1,686,349.59	4,013,822.18
经营活动产生的现金流量净额	23,679.53	-186,386.32	171,779.54
投资活动产生的现金流量净额	24,198.26	-244,803.67	-1,056,783.35
筹资活动产生的现金流量净额	639,456.63	612,816.17	546,065.09

现金及现金等价物净增加额	686,502.56	181,674.42	-339,006.14
--------------	------------	------------	-------------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表

资本结构与财务安全性

公司资本结构有所优化，但整体负债经营程度仍较高，有息债务规模增长迅速，面临一定的债务偿还压力

随着土地收储和房地产开发项目的推进，公司资金需求加大，负债水平较上年进一步上升，2018年末公司负债总额同比增长20.94%至774.12亿元。截至2018年末，公司产权比率同比上升17.61个百分点至562.60%。

2019年3月末，公司负债总额较上年末增长67.79%至1,298.91亿元，产权比率下降至343.63%，得益于大悦城地产纳入合并范围进而股东权益大幅增加，所有者权益对总债务的保障程度有所回升，公司资本结构得到优化。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	12,989,130.36	7,741,214.45	6,400,688.66
股东权益	3,779,978.26	1,375,978.54	1,174,458.92
产权比率	343.63%	562.60%	544.99%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司应付账款主要系应付工程款、土地款及保证金、销售佣金等，截至2018年末为65.56亿元。公司预收款项主要为商品房预售房款，无实际支付压力，2018年末预收款项余额为223.62亿元，同比增长17.64%；其中深圳天悦壹号的预收房款为54.77亿元，深圳祥云国际为20.03亿元，苏州中粮祥云为24.59亿元。公司其他应付款主要是与相关单位往来款借款、保证金及押金等，2018年末账面余额60.91亿元。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	506,983.38	3.90%	252,500.00	3.26%	462,500.00	7.23%
应付账款	845,625.29	6.51%	655,572.90	8.47%	484,422.57	7.57%
预收款项	2,778,659.59	21.39%	2,236,218.13	28.89%	1,900,947.43	29.70%
其他应付款	1,159,753.95	8.93%	609,092.80	7.87%	788,862.61	12.32%
一年内到期的非流动负债	1,006,195.95	7.75%	374,849.30	4.84%	778,017.08	12.16%
流动负债合计	7,009,215.92	53.96%	4,527,969.92	58.49%	4,841,999.23	75.65%
长期借款	4,606,919.66	35.47%	2,340,494.12	30.23%	1,215,834.91	19.00%
应付债券	996,211.47	7.67%	587,688.45	7.59%	198,746.78	3.11%

长期应付款	142,500.00	1.10%	142,500.00	1.84%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5,979,914.44	46.04%	3,213,244.54	41.51%	1,558,689.43	24.35%
负债合计	12,989,130.36	100.00%	7,741,214.45	100.00%	6,400,688.66	100.00%
其中：有息债务	7,258,810.46	55.88%	3,698,031.87	47.77%	2,655,098.77	41.48%

注：有息债务未包括其他应付款中有息债务。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务合计为369.80亿元，同比增加39.28%，包括短期借款25.25亿元、长期借款272.53亿元（其中一年内到期部分37.48亿元）、应付债券58.77亿元以及长期应付款14.25亿元。由于大悦城地产并表，2019年3月末公司有息债务攀升至725.88亿元；2019年1-4月公司累计新增借款金额72.96亿元。公司有息债务规模增长迅速，未来面临一定的债务偿还压力。

2018年末公司短期借款由信用借款（23.25亿元）和保证借款（2.00亿元）构成；长期借款中221.26亿元系保证或抵押借款（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），其余为信用借款；应付债券包括本期债券（“15中粮01”）、以及2018年中期票据（“18中粮地产MTN001、18中粮地产MTN002、18中粮地产MTN003”），到期日均在2020年以后；长期应付款系2018年7月成立的华夏资本-中粮购房尾款1号资产支持专项计划，其中优先级资产支持证券发行规模14.25亿元，由公司认购的次级资产支持证券发行规模0.75亿元，预计于2020年8月12日到期。

表 20 公司主要偿债能力指标

项目	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	77.46%	84.91%	84.50%
剔除预收款项的资产负债率	72.98%	80.00%	79.30%
净负债率	123.29%	181.55%	138.52%
流动比率	1.65	1.78	1.35
速动比率	0.81	0.84	0.63
EBITDA（万元）	-	412,606.06	355,542.72
EBITDA 利息保障倍数	-	1.77	2.27
有息债务/EBITDA	-	8.96	7.47
债务总额/EBITDA	-	18.76	18.00
经营性净现金流/流动负债	0.34%	-4.12%	3.55%
经营性净现金流/负债总额	0.18%	-2.41%	2.68%
货币资金/短期有息债务	171.73%	191.30%	82.89%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2018年末公司资产负债率和剔除预收款项的资产负债率分别为84.91%和80.00%，与上年末相近；2019年3月末，大悦城地产并表导致二项指标分别下降

至77.46%和72.98%，净负债率下降至123.29%，公司资本结构有所优化，但整体负债经营程度仍较高。随着房地产项目开发投入增加以及债务期限结构调整，2018年公司流动比率、速动比率分别为1.78和0.84，货币资金对短期有息债务的覆盖程度为1.91倍，均较上年有所提升。得益于利润规模增加，2018年公司EBITDA较上年有所提升，但迅速增加的有息负债规模引致利息支出增加，公司EBITDA利息保障倍数小幅下降至1.77，现金生成能力对利息支出的保障程度有所减弱。此外，2018年公司经营活动现金流呈净流出，对债务保障程度不足，后续债务偿还和项目开发建设投入使得公司融资需求增加，未来面临一定的债务偿还压力。

六、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2016年1月1日至报告查询日（2019年4月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额23.74亿元，占同期末净资产的比例为17.25%，主要原因近年来合作开发项目增加，增加对参股及合作开发公司的担保所致。但需注意的是，国内房地产开发市场发展势头放缓，行业面临较大的下行压力，公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方受行业环境影响经营不佳，则公司存在一定的代偿风险。

表 21 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型	担保期限	是否有反担保
杭州良悦置业有限公司	80,000.00	连带责任保证	2018.7.11-2022.7.10	否
南京雍详房地产开发有限公司	24,500.00	连带责任保证	2018.7.27-2022.7.26	否
北京恒合悦兴置业有限公司	34,300.00	一般保证担保	2018.9.7-2022.9.6	否
佛山市淦盈置业有限公司	30,000.00	连带责任保证	2018.12.18-2023.12.7	否
北京恒合悦兴置业有限公司	49,000.00	连带责任担保	2018.12.20-2023.12.11	否
北京恒合悦兴置业有限公司	19,600.00	一般保证担保	2018.12.28-2023.12.11	否
合计	237,400.00	-	-	-

资料来源：公司 2018 年年度报告

七、评级结论

2019年1月大悦城地产完成过户并纳入公司合并范围；大悦城地产专注于商业地产和综合开发板块，品牌知名度高，投资物业资产质量良好，租赁物业经营业绩稳步提升；本次重组有利于公司实现住宅地产和商业地产的双轮驱动和协同效应，进一步提升公司的持续经营能力，显著提升综合竞争力。2018年公司签约销售金额持续提升，房地产开发项目主要布局在北京和深圳等一线城市以及热点二线城市，区域布局情况较好，且项目储备充足，待结算资源规模较大，为公司未来业务提供保障。随着出租物业逐步运营成熟及单位租金稳步增长，公司租赁业务可贡献稳定的现金流入，同时公司近年积极参与深圳市城市更新项目，若能够顺利推进将产生更多的可租物业。

但中证鹏元也关注到，公司经营活动现金流表现欠佳，在建与拟建项目尚需投入资金量较大，后续面临一定的开发资金压力；有息债务规模迅速增加，面临一定的偿债压力，以及对外担保面临一定的代偿风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AAA，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	2,598,615.82	1,200,129.49	1,028,255.65	1,362,269.49
其他应收款	2,439,525.81	2,243,080.47	1,809,877.40	675,760.11
存货	5,927,512.27	4,283,507.34	3,463,066.01	3,041,839.82
长期股权投资	970,884.24	441,494.29	336,388.15	204,535.28
投资性房地产	3,298,435.37	377,358.31	381,960.09	400,920.29
总资产	16,769,108.62	9,117,193.00	7,575,147.58	6,127,695.01
短期借款	506,983.38	252,500.00	462,500.00	512,500.00
预收款项	2,778,659.59	2,236,218.13	1,900,947.43	1,413,883.93
其他应付款	1,159,753.95	609,092.80	788,862.61	159,255.60
一年内到期的非流动负债	1,006,195.95	374,849.30	778,017.08	225,112.24
长期借款	4,606,919.66	2,340,494.12	1,215,834.91	1,302,518.56
应付债券	996,211.47	587,688.45	198,746.78	377,821.16
长期应付款	142,500.00	142,500.00	0.00	0.00
总负债	12,989,130.36	7,741,214.45	6,400,688.66	4,998,942.09
有息债务	7,258,810.46	3,698,245.96	2,655,098.77	2,417,951.96
归属于母公司所有者权益合计	1,672,967.27	786,070.31	663,048.56	589,212.77
少数股东权益	2,107,010.99	589,908.23	511,410.35	539,540.14
所有者权益合计	3,779,978.26	1,375,978.54	1,174,458.92	1,128,752.92
营业收入	841,892.48	1,411,957.51	1,404,235.59	1,802,519.15
营业利润	252,919.48	285,872.53	239,230.19	222,404.65
净利润	180,522.28	200,436.36	173,483.84	133,345.90
经营活动产生的现金流量净额	23,679.53	-186,386.32	171,779.54	683,759.87
投资活动产生的现金流量净额	24,198.26	-244,803.67	-1,056,783.35	-333,130.06
筹资活动产生的现金流量净额	639,456.63	612,816.17	546,065.09	1,530,046.94
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
存货周转天数	-	1,717.69	1,309.53	1,044.98
流动资产周转天数	-	1,860.34	1,506.79	1,033.20
总资产周转天数	-	2,127.98	1,756.48	1,181.34
综合毛利率	54.59%	42.51%	36.33%	34.26%
期间费用率	11.70%	15.19%	13.85%	8.21%
营业利润率	30.04%	20.25%	17.03%	12.34%
总资产回报率	-	4.71%	4.86%	4.88%
净资产收益率	-	15.72%	15.06%	11.84%
资产负债率	77.46%	84.91%	84.50%	81.58%

剔除预收款项后的资产负债率	72.98%	80.00%	79.30%	76.05%
产权比率	343.63%	562.60%	544.99%	442.87%
流动比率	1.65	1.78	1.35	1.65
速动比率	0.81	0.84	0.63	0.69
EBITDA (万元)	-	412,606.06	355,542.72	307,599.69
EBITDA 利息保障倍数	-	1.77	2.27	1.79
有息债务/EBITDA	-	8.96	7.47	7.86
债务总额/EBITDA	-	18.76	18.00	16.25
经营性净现金流/流动负债	0.34%	-4.12%	3.55%	21.50%
经营性净现金流/负债总额	0.18%	-2.41%	2.68%	13.68%
净负债率	123.29%	181.55%	138.52%	93.53%
货币资金/短期有息债务	171.73%	191.30%	82.89%	184.69%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
剔除预收款项的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$
净负债率	$(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益} \times 100\%$
货币资金/短期有息债务	$\text{货币资金} / (\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的非流动负债})$

附录三 公司合并范围变化情况

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主要经营地	业务性质	合并方式
株洲金城日月湖置业有限公司	100.00%	株洲	房地产开发	收购
嘉兴京开房地产开发有限公司	51.00%	嘉兴	房地产开发	增资
南京嘉阳房地产开发有限公司	40.00%	南京	房地产开发	增资
成都鹏鼎置业有限责任公司	50.00%	成都	房地产开发	增资
成都蜀鑫悦企业管理有限公司	100.00%	成都	房地产开发	新设
嘉兴嘉云房地产开发有限公司	100.00%	嘉兴	房地产开发	新设
沈阳和嘉投资有限公司	100.00%	沈阳	房地产开发	新设
天津市北源置业有限公司	100.00%	天津	房地产开发	新设
天津鹏源置业有限公司	100.00%	天津	房地产开发	新设
昆明府悦房地产开发有限公司	100.00%	昆明	房地产开发	新设
杭州浩悦实业有限公司	100.00%	杭州	房地产开发	新设
杭州旭悦置业有限公司	50.00%	杭州	房地产开发	新设
南京卓泓晟房地产开发有限公司	33.50%	南京	房地产开发	新设
北京燕都水韵房地产开发有限公司	100.00%	北京	房地产开发	新设
北京燕都乐郡房地产开发有限公司	100.00%	北京	房地产开发	新设
沈阳和坤房地产开发有限公司	100.00%	沈阳	房地产开发	新设
西安悦鼎房地产开发有限公司	100.00%	西安	房地产开发	新设
广州市鹏悦置地有限公司	100.00%	广州	房地产开发	新设
中粮地产（厦门）有限公司	100.00%	厦门	房地产开发	新设
河北昆泰众腾房地产开发有限公司	60.00%	河北	房地产开发	新设
华夏资本中粮购房尾款 1 号资产支持专项计划	-	-	-	新设

2、2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
北京鹏悦置业有限公司	34.00%	房地产开发	股权处置
深圳鹏丽陶瓷有限公司	100.00%	非金属产品制造	注销
天津市中辰朝华置业有限公司	34.00%	房地产开发	股权处置

3、2019 第一季度纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
大悦城地产有限公司	64.18%	房地产开发、商业地产运营	股权收购

资料来源：公司 2018 年审计报告、公开资料

附录四 公司2018年房地产项目开发及销售明细（单位：万平方米、万元）

具体项目	业态	权益比例	可供出售面积	2018年签约面积	2018年签约金额	2018年结算面积	2018年结算金额	累计结算面积	预计总投资金额	截至2018年末已投资金额
（一）在建项目										
北京祥云赋项目（原北京顺义马头庄地块）	住宅、公寓	25%	10.6	6.12	263,849.00	-	-	0	注2	599,185.56
北京天瑞宸章项目（原北京孙河U地块项目）*	住宅	20%	11.8	2.22	151,620.00	-	-	0	注2	370,622.81
北京海淀永丰项目	住宅、商业	49%	9.87	3.12	158,091.84	-	-	0	1,059,776.35	712,798.52
北京瑞悦府项目（原北京孙河N地块项目）	住宅、公寓	25%	6.25	10.96	566,140.00	-	-	0	注2	573,054.07
北京南苑槐新项目	住宅、商业、办公	25%	10.05	3.99	139,655.48	-	-	0	注2	471,963.64
北京良乡旭辉城（原良乡3号地）	住宅、公寓	11.10%	10.03	0.03	3,330.00	-	-	0	264,486.00	20,093.54
北京青龙湖西海项目	商业别墅	20%	5.66	1.14	37,001.70	-	-	0.08	200,026.00	151,595.76
北京京西祥云	住宅、商业	49.91%	16.38	3.37	192,730.31	-	-	0	726,710.00	577,067.00
北京中粮天恒天悦壹号	住宅	51%	22.84	4.26	347,989.00	-	-	0	1,483,519.00	1,128,375.35
北京中粮瑞府	住宅	100%	7.6	1.06	108,997.00	1.18	90,106.00	6.15	440,883.00	446,471.15
上海禧瑞祥云（原新场项目）	住宅	50%	6.58	0	0	-	-	0	387,817.00	302,936.89
上海央玺（原顾村项目）	住宅	25%	10.36	0	0	-	-	0	985,834.00	835,255.00
上海南桥半岛	住宅	100%	18.85	3.51	127,039.35	0.11	2,364.39	10.71	318,805.00	264,315.96
深圳宝安25区项目一期A	住宅、办公、公寓	100%	9.79	0	0	-	-	0	581,402.00	300,013.68
深圳云景国际	住宅、商铺、写字楼、公寓	51%	41.58	12.97	311,631.33	2.52	92,028.43	18.3	660,968.00	587,675.06
成都中粮原山（原成都	住宅、商业	24.50%	16.26	1.58	15,750.81	-	-	0	52,100.00	11,815.87

崇州市街子古镇旅游景区地块)										
成华珑悦锦云	住宅	50%	10.83	0.78	14,846.00			0	206,202.00	148,992.00
成都中粮武侯瑞府(武侯区簇桥街道项目)	住宅	95%	15.75	0	0	-	-	0	注2	328,680.00
成都中粮宸悦(原成都天府三街北侧、益州大道东侧地块)	公寓	24.50%	7.98	4.17	76,009.28	-	-	0	89,621.00	10,210.38
成都御岭湾	住宅	100%	22.34	2.26	42,448.01	3.07	34,789.91	15.58	252,352.00	262,799.18
沈阳锦云天城(原沈北新区项目)*	住宅	100%	42.59	0	0	-	-	0	290,468.00	98,847.41
沈阳中粮花熙祥云(原望花地块)	住宅	100%	11.04	1.21	15,456.14	-	-	0	134,035.00	83,238.80
沈阳保利中粮堂悦	住宅	51%	14.26	0.82	14,409.00	-	-	0	171,077.00	86,941.82
沈阳中粮隆玺	住宅、写字楼、公寓	65%	66	4.52	98,787.56	1.55	25,274.00	40.76	877,470.00	654,404.66
天津雍祥府(原北辰高峰路项目 AC 地块)	住宅、商业	34%	18.98	0	0	-	-	0	638,966.00	425,067.98
天津昆仑御(原北辰高峰路项目 B 地块)*	住宅、商业	49%	10.83	0.84	18,048.35	-	-	0	319,586.00	216,402.96
天津中粮大道	住宅、写字楼、商业	90%	22.72	0.48	25,857.15	5.32	130,887.57	13.35	1,630,367.92	377,670.87
南京悦江府(原溧水 G21 地块)*	住宅、商业	51%	8.75	0	0	-	-	0	220,267.00	169,382.73
南京三金祥云(原溧水 G07 地块)	住宅、商业	50%	6.73	0	0	-	-	0	126,200.00	77,743.94
南京都会 09(原溧水 G09 地块)	住宅、办公、商业	49%	8.16	0.35	3,855.65	-	-	0	120,374.00	75,703.95
南京央誉(原溧水 G19 地块)	住宅、商业	40%	14.41	0	0	-	-	0	240,000.00	132,732.50
南京珑悦(原溧水 G79 地块)*	住宅	33.50%	7.97	0	0	-	-	0	215,000.00	160,318.05
南京中粮祥云	住宅、写字楼、商业	51%	19.77	2.96	61,046.78	3.46	80,997.86	3.46	263,568.00	188,634.91

南京颐和南园	住宅	90%	27.27	0	0	-	-	27.17	170,449.76	158,009.51
长沙北纬 28 度	住宅	98%	76.44	17.44	111,324.50	11.75	63,776.15	43.6	450,516.61	344,287.13
太仓项目	住宅	100%	4.5	0	0	-	-	0	86,004.31	40,807.43
苏州金茂府（原苏州科技城项目）	住宅、商业	12.25%	38.84	0.21	27,680.00	-	-	0	1,200,000.00	819,740.83
苏州天悦（原相城区元和街道项目）	高层、洋房、商业	50.10%	22.27	0.84	24,838.24	-	-	0	841,587.00	418,699.31
苏州中粮祥云国际	住宅	51%	22.04	5.81	119,395.22	7.86	138,794.22	7.86	311,566.00	270,774.92
苏州紫郡兰园（原富元路项目）*	住宅	14%	18.3	0	0	-	-	0	529,528.00	292,677.00
杭州旭辉中粮朗香郡（原临安青山湖项目）*	住宅	50%	15.41	0.83	13,753.00	-	-	0	注 2	202,947.00
杭州梦栖祥云项目（原良渚祥云）	住宅	50%	6.74	3.48	100,416.06	-	-	0	217,631.00	158,640.12
佛山世茂望德（原佛山禅城华祥路 03 项目）	住宅	25%	14.84	0.35	8,001.00	-	-	0	430,200.70	280,167.67
佛山中粮珑湾祥云（原佛山禅城华祥路 04 项目）	住宅	25%	6.37	0	0	-	-	0	176,760.00	125,884.45
厦门中粮鹭湾祥云（原厦门环东海新城 07 地块）	住宅	50%	4.97	0	0	-	-	0	229,773.00	177,823.28
绍兴公元 2020（原柯桥城区 R-15 地块）	住宅	25.90%	33.74	4.04	63,608.00	-	-	0	583,872.00	290,511.42
嘉兴秀湖祥云（原嘉兴 60 地块）*	住宅	100%	11.43	0	0	-	-	0	202,146.00	110,038.60
嘉兴江南国际城（原嘉兴 30 地块）*	住宅	51%	13.15	1.77	54,346.00	-	-	0	246,509.00	143,156.04
广州蔬菜研究所地块*	住宅	10%	7.16	0	0	-	-	0	337,873.00	199,774.35
（二）拟建项目										
重庆江州锦云*	住宅	50%	9.32	0	0	-	-	0	97,668.06	43,597.29
西安灞桥锦云*	住宅	100%	11.28	0	0	-	-	0	119,629.00	176.7
株洲锦云*	住宅	100%	12.44	0	0	-	-	0	注 2	23,880.60

武汉新洲邾城 085 地块*	住宅	50%	15.4	0	0	-	-	0	注 2	735.61
(三) 竣工项目										
北京祥云国际	住宅、商业、 写字楼、公寓	51%	44.69	0.04	4,117.81	1.06	30,212.18	47.29	860,766.60	849,741.72
北京长阳三号地南侧地块	住宅、商业	50%	13.62	0	0	0.04	1,580.32	7.4	192,545.48	196,480.35
北京长阳一号地、五号地	住宅、商业	50%	77.88	0.48	16,572.00	0.53	20,664.61	79.15	1,296,556.65	1,213,121.57
上海翡翠别墅	住宅	51%	23.01	0.12	3,423.60	0.24	3,546.98	21.29	317,811.00	315,463.87
深圳一品澜山	住宅	100%	11.67	0.16	4,625.22	0.19	4,467.00	10.83	155,598.00	155,542.82
深圳中粮凤凰里	住宅	100%	12.43	0	0	1.39	57,205.63	12.19	135,136.00	134,903.50
深圳天悦壹号	住宅、公寓、 写字楼、商业	100%	14.96	3.26	209,002.07	4.39	252,912.86	4.39	390,398.09	371,907.18
深圳祥云国际	住宅、公寓、 写字楼、商业	51%	15.36	3.27	114,944.64	1.16	40,027.54	1.16	542,643.00	457,765.02
69 区创芯公园	公寓、写字楼	100%	14.02	2.73	105,448.65	0	-	-	267,826.00	245,418.13
深圳中粮锦云	住宅	100%	0	0	0	0.02	461.83	13.36	156,224.29	129,202.25
广州金域蓝湾	住宅	50%	43.4	0	0	-	-	22.77	436,591.45	442,487.77
成都中粮锦云	住宅	100%	18.76	0.04	2,772.77	0.21	2,998.36	18.06	270,364.00	250,804.24
成都祥云国际	住宅	70%	22.5	0.2	2,157.92	0.46	6,047.53	28.86	274,409.00	281,109.42
成都香榭丽都	住宅	100%	5.88	0.03	227	0.02	328.7	8.06	76,793.49	102,843.29
成都中粮鸿云	住宅、商业	51%	25.89	1	37,410.41	3.11	48,190.53	20.17	261,029.43	256,941.57
成都香颂丽都	住宅、商业	61.45%	10.97	0.11	2,841.82	0.06	759.13	10.64	125,256.00	107,467.15
成都中粮祥云里	住宅	51%	7.48	0.48	10,300.27	2.3	20,637.16	2.3	83,307.82	67,056.15
重庆鸿云	住宅、公寓、 商业	50%	12.7	7.89	112,990.64	8.56	82,729.67	8.56	99,832.63	97,698.89
南京彩云居	住宅、公寓	100%	7.51	0.03	215.9	0.04	262.29	8.08	73,513.00	70,782.86
南京中粮鸿云坊	住宅	100%	30.49	1.34	38,336.69	1.77	37,773.56	27.5	467,558.00	438,562.22
杭州方圆府	住宅、公寓	100%	0	0	0	0.03	782.86	9.22	208,789.00	188,170.30
中粮朗云	住宅	100%	12.64	0.21	3,066.85	0.2	4,007.80	11.92	73,600.00	72,932.87

北京祥云国际	住宅、商业、写字楼、公寓	51%	44.69	0.04	4,117.81	1.06	30,212.18	47.29	860,766.60	849,741.72
北京长阳三号地南侧地块	住宅、商业	50%	13.62	0	0	0.04	1,580.32	7.4	192,545.48	196,480.35
北京长阳一号地、五号地	住宅、商业	50%	77.88	0.48	16,572.00	0.53	20,664.61	79.15	1,296,556.65	1,213,121.57
上海翡翠别墅	住宅	51%	23.01	0.12	3,423.60	0.24	3,546.98	21.29	317,811.00	315,463.87
深圳一品澜山	住宅	100%	11.67	0.16	4,625.22	0.19	4,467.00	10.83	155,598.00	155,542.82
深圳中粮凤凰里	住宅	100%	12.43	0	0	1.39	57,205.63	12.19	135,136.00	134,903.50
深圳天悦壹号	住宅、公寓、写字楼、商业	100%	14.96	3.26	209,002.07	4.39	252,912.86	4.39	390,398.09	371,907.18
深圳祥云国际	住宅、公寓、写字楼、商业	51%	15.36	3.27	114,944.64	1.16	40,027.54	1.16	542,643.00	457,765.02
69区创芯公园	公寓、写字楼	100%	14.02	2.73	105,448.65	0	-	-	267,826.00	245,418.13
深圳中粮锦云	住宅	100%	0	0	0	0.02	461.83	13.36	156,224.29	129,202.25
广州金域蓝湾	住宅	50%	43.4	0	0	-	-	22.77	436,591.45	442,487.77
成都中粮锦云	住宅	100%	18.76	0.04	2,772.77	0.21	2,998.36	18.06	270,364.00	250,804.24
成都祥云国际	住宅	70%	22.5	0.2	2,157.92	0.46	6,047.53	28.86	274,409.00	281,109.42
成都香榭丽都	住宅	100%	5.88	0.03	227	0.02	328.7	8.06	76,793.49	102,843.29
成都中粮鸿云	住宅、商业	51%	25.89	1	37,410.41	3.11	48,190.53	20.17	261,029.43	256,941.57
成都香榭丽都	住宅、商业	61.45%	10.97	0.11	2,841.82	0.06	759.13	10.64	125,256.00	107,467.15
成都中粮祥云里	住宅	51%	7.48	0.48	10,300.27	2.3	20,637.16	2.3	83,307.82	67,056.15
重庆鸿云	住宅、公寓、商业	50%	12.7	7.89	112,990.64	8.56	82,729.67	8.56	99,832.63	97,698.89
南京彩云居	住宅、公寓	100%	7.51	0.03	215.9	0.04	262.29	8.08	73,513.00	70,782.86
南京中粮鸿云坊	住宅	100%	30.49	1.34	38,336.69	1.77	37,773.56	27.5	467,558.00	438,562.22
杭州方圆府	住宅、公寓	100%	0	0	0	0.03	782.86	9.22	208,789.00	188,170.30
中粮朗云	住宅	100%	12.64	0.21	3,066.85	0.2	4,007.80	11.92	73,600.00	72,932.87

注 1：上述项目名称后面带有“*”符号的为新增项目；注 2：此项目尚处于立项阶段；注 3：表中合计数据均为全口径统计。

资料来源：公司提供

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、债务人主体长期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。