

中粮地产(集团)股份有限公司

**2015 年公司债券(第一期)**

**2020 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：



评级总监： [Handwritten Signature]



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【50】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

分析师

姓名：  
邵宇鸿 陈刚

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  
法已披露于中证鹏元官  
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](http://www.cspengyuan.com)

## 中粮地产（集团）股份有限公司 2015 年公司债券 （第一期）2020 年跟踪信用评级报告

	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	2020 年 5 月 26 日	2019 年 5 月 30 日

### 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<sup>1</sup>（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 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用  
等级维持为 AAA，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  
果是考虑到完成对大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）  
的重大资产重组后，公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力；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；公司在深圳宝安区工业地产体量较大，  
未来城市更新项目的实施将增加公司的项目储备；非公开发行股票能够优化公司财务结  
构，缓解资金压力。同时中证鹏元也关注到，公司商业地产项目运营面临一定的压力；公  
司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：

- 公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。2019 年公司完成重大资产重组后，  
成为中粮集团旗下以商业地产、住宅地产和产业地产为核心板块，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处于领先地位，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。

<sup>1</sup>公司原名为中粮地产（集团）股份有限公司。

- **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。**2019 年公司合同销售金额同 618.54 亿元，同比大幅增长。截至 2019 年末，公司项目主要布局在北京、深圳等一线城市和南京、成都、苏州等热点二线城市，商品房已售待结转面积 401.20 万平方米，主要在售项目待售面积合计 991.81 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。
- **深圳城市更新项目的实施将增加公司的项目储备。**截至 2019 年底，公司在深圳市宝安区拥有物业建筑面积约 131 万平方米，工业地产体量较大，未来随着城市更新项目的顺利实施，将为公司增加低成本的优质项目储备，带动商品房销售收入和租赁收入规模增长。
- **非公开发行股票能够优化公司财务结构，缓解资金压力。**2019 年 12 月，公司采用非公开方式募集配套资金，募集资金总额 24.26 亿元。本次非公开发行股票有助于改善公司财务状况，缓解公司资金压力，并在一定程度上降低债务压力。

#### 关注：

- **面临一定的偿债压力。**截至 2019 年末，公司剔除预收款项和合同负债的资产负债率为 70.79%，有息债务增加至 691.41 亿元；2020 年 3 月末，公司有息债务较上年末增加 14.46% 至 791.37 亿元，净负债率上升至 105.97%，整体负债经营程度仍较高，后续面临一定的债务偿还压力。
- **商业地产项目存在一定的运营压力。**2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对零售、酒店、餐饮、娱乐等聚焦个人消费的行业产生负面影响，商业地产的整体需求预计在全年都将有所降温，商业物业将面临空置率上升和租金下跌的风险，公司商业地产项目存在一定的运营压力。
- **面临一定的资金压力。**公司在建商业及住宅项目体量较大，2019 年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 3,002.33 亿元，已完成投资 2,171.88 亿元（含立项阶段的项目），后续至少尚需投入资金 830.45 亿元，面临一定的开发资金压力。
- **对外担保存在一定的代偿风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 32.94 亿元，占同期末净资产的比例为 7.74%，主要是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。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	19,222,893.16	18,318,256.64	16,037,829.05	7,575,147.58
归属于母公司所有者权益合计	1,929,249.84	1,941,097.73	1,545,202.08	663,048.56
有息债务	7,913,688.67	6,914,062.93	6,379,323.44	2,655,098.77
资产负债率	77.73%	76.78%	77.74%	84.50%
剔除预收款项和合同负债的资产负债率	72.83%	70.79%	72.70%	79.30%
流动比率	1.71	1.58	1.51	1.35
速动比率	0.80	0.68	0.71	0.63
营业收入	545,873.78	3,378,662.32	2,216,862.99	1,404,235.59
营业利润	91,873.94	599,914.36	519,849.16	239,230.19
投资收益	-4,150.53	49,663.15	84,666.71	52,295.51
净利润	46,181.68	370,536.35	357,421.11	173,483.84
综合毛利率	43.68%	41.20%	46.08%	36.33%
总资产回报率	-	4.99%	5.90%	4.86%
EBITDA	-	994,573.14	818,372.66	355,542.72
EBITDA 利息保障倍数	-	2.34	2.42	2.27
经营活动现金流净额	-253,811.30	406,499.24	112,680.74	171,779.54
存货周转天数（天）	-	1,220.18	1,408.34	1,309.53

注：2017年和2018年财务数据分别采用2018和2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020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

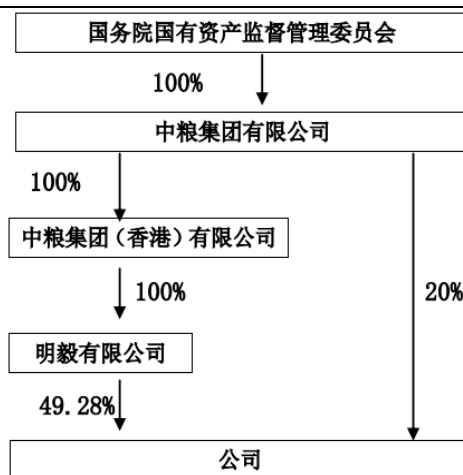
经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]1887”号文核准，公司于2015年8月17日发行5年期的20亿元公司债券，票面利率为4.40%，募集资金用于补充公司流动资金或偿还银行借款。公司募集资金已全部用于补充公司流动资金或偿还银行借款，截至2020年5月9日，本期债券募集资金专项账户余额为50.09万元，主要为剩余付息款和利息结余。

## 二、发行主体概况

2019年2月，公司向明毅有限公司（以下简称“明毅”）发行股份收购大悦城地产9,133,667,644股普通股股份已登记至公司名下并完成过户，过户完成后公司总股本增加至3,925,870,338股，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”。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。重组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。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。

2019年12月，公司采用非公开方式募集配套资金，发行人民币普通股360,443,001股，发行价格为人民币6.73元/股，募集资金总额人民币2,425,781,396.73元，发行对象为太平人寿保险有限公司和工银瑞信投资管理有限公司。本次非公开发行新增股份于2020年1月6日上市，公司总股本由发行前的3,925,870,338股增加至发行后的4,286,313,339股。明毅持股数量不变（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2020年3月31日，中粮集团及其一致行动人明毅合计持有公司69.28%的股份，公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会，公司产权及控制结构关系如图1所示。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制结构关系



资料来源：公司2019年年度报告

### 三、运营环境

2019年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4月中央政治局重提“房住不炒”，5月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托、等金融机构不得违规进行房地产融资，7月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP增长率逐季回落，全年GDP增速为6.1%，同比下降0.5个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019年第三季度我国GDP同比增长6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020年2月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受COVID-19疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地

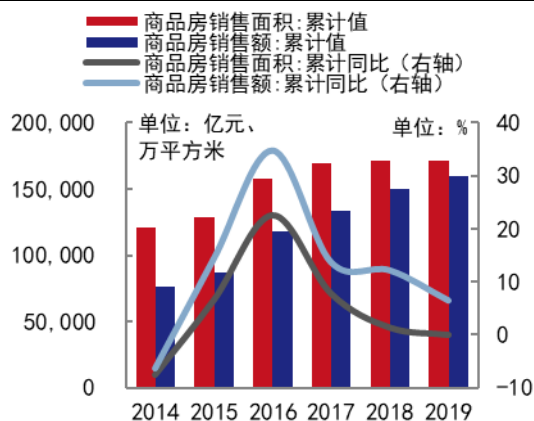
财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

**2019 年不同能级城市商品房销售情况持续分化，三四线城市销售呈现一定的韧性；仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况**

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。根据国家统计局数据，2019 年全国销售额同比增长 6.50%，增速同比下滑 5.7 个百分点；商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点，销售情况超出市场预期。

从 30 大中城市数据来看，各能级城市成交变动情况分化显著。其中，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，二线城市表现相对较弱，三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市商品房成交面积占比超过 70%，在棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求的背景下，预计 2020 年全国商品房销售面积将继续下行。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势仍呈现一定分化。

图 2 商品房销售情况



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变动情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019 年末，我国居民部门杠杆率达到 55.80%，同比增长 2.60 个百分点。家庭部门债务主要以房贷为主，近年居民部门杠杆率逐步推高，在居民部门去杠杆的背景下，房地产销售进一步承压，预计商品房价格涨幅将有所回落。房地产市场短中期需求受货币政策、政策调控等方面因素影响较大。首套房贷利率方面，2019 年 6 月起房贷利率开始回弹，但上行速度逐月趋缓，受房贷利率新政影响，增量和存量商业房贷均与 LPR 挂钩，购房贷款利率大概率再次下行，有望对市场需求及房价形成一定承托。

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，由于棚改资金下放到推动销售存在一定的时滞，2019 年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，销售呈



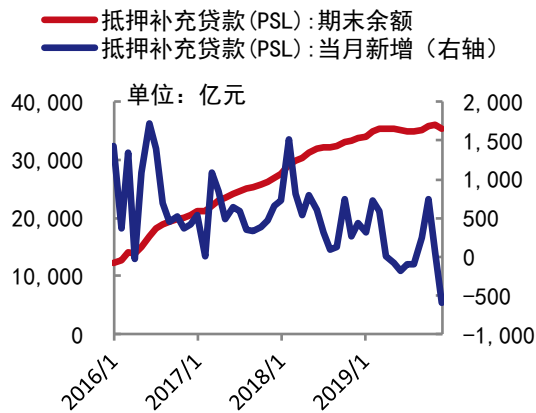
现一定韧性。2019年4-8月，央行连续五个月未发放PSL，9月恢复投放释放了政策逆周期调节信号，但考虑到房地产融资环境整体偏紧，新增PSL投向基建的可能性较大。在PSL投放缩减和行业融资环境严峻的背景下，2019年地方政府棚改专项债和土储专项债合计发行规模13,397.41亿元，弥补了棚改建设资金缺口。2019年9月国务院常务会议对2019年内提前使用2020年新增专项债券额度投向进行限制，明确本批次债券不得用于棚户区改造项目、土地储备项目、房地产类项目和可完全商业化运作的项目，预计未来专项债对棚改项目的资金支持力度将有所减弱。2020年棚改套数预计仍有550万套左右，考虑到棚改货币化退坡以及专项债对棚改项目的资金支持力度走弱，加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支，加速推盘对销售的边际效应减弱，预计2020年棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市成交面积将出现下滑，并面临一定的价格回调。

图4 2019年H2首套房贷利率逐步回弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 2019年新增PSL投放量大幅缩减



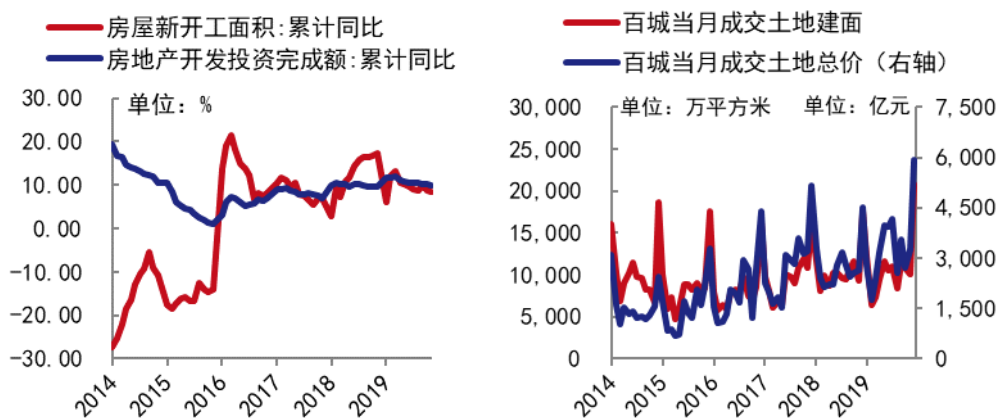
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 2019年房屋新开工绝对规模保持较快增长，开发投资规模增长韧性较强；土地市场成交量回落，不同能级城市市场行情分化

房屋新开工方面，2019年全国房屋新开工面积同比增长8.5%，增速较上年下滑8.7个百分点。2019年多数房企为实现回款加快推盘节奏，房屋新开工绝对规模保持较快增长，对开发投资形成较好的支撑。开发投资方面，2019年房地产开发投资同比增长9.9%，较上年提高0.4个百分点，仍延续较强的增长韧性。2019年土地市场由热转冷，上半年一、二线土地市场的回暖带动土地购置费用规模保持较快增长，三季度以来，在房企融资趋严、过热城市加大土地市场调控力度的背景下，全国土地出让市场整体走低，全年土地购置费用同比增长14.5%，较上年57%的增速大幅回落；建筑工程投资全年同比增速由2018年的负增长转为增长11.8%。

2019年百城成交土地规划建筑面积同比增长2.38%，较2018年9.76%的增速回落7.38个百分点。分城市能级来看，受益于市场需求释放及房企拿地战略回归，一线和二线城市土地市场行情回暖，交易量明显回升，全年成交建面分别增长20.85%和6.67%；受制于前期市场购买力透支、叠加棚改货币化安置政策的渐次退出，房企在三四线城市拿地积极性下滑，加之部分存在库存压力的城市收紧供应，三线城市土地市场整体成交量明显下行，百城中三线城市成交土地建面同比减少2.88%。土地成交价格方面，2019年以来各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地溢价率及二三线城市楼面地价明显下行。

图6 房屋新开工面积以及开发投资同比增速 图7 百城成交土地情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

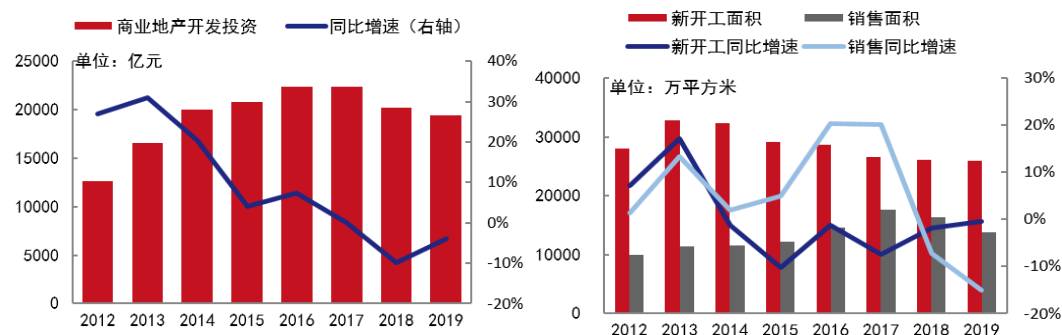
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**2019年我国商业地产供需两端均呈下降态势，优质零售物业空置率较低，部分城市首层租金持续下滑；COVID-19疫情对商业地产造成负面冲击，需求端快速下降将导致商业地产供过于求态势加剧，未来商业物业将面临空置率上升和租金下跌的风险**

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，2019年全国完成商业地产开发投资19,388.45亿元（其中办公楼完成开发投资6,162.60亿元、商业营用房完成开发投资13,225.85亿元），同比下降3.89%，降幅较上年有所收窄；完成新开工面积26,019.87万平方米，同比下降0.36%。在行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，2019年商业地产开发投资额和新开工面积同比均下滑，降幅较上年有所收窄，新开工持续低迷，行业供给端压力逐步减弱。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。从需求端来看，2019年我国商业地产全年销售面积为13,895.62万平方米，同比下滑14.93%。2019年末，我国商业营用房待售面积同比减少3.7%至13,282万平方米，办公楼待售面积同比增加3.6%至3,831

万平方米，商业营用房待售面积持续下滑，办公楼待售有所回升。

图 8 全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速

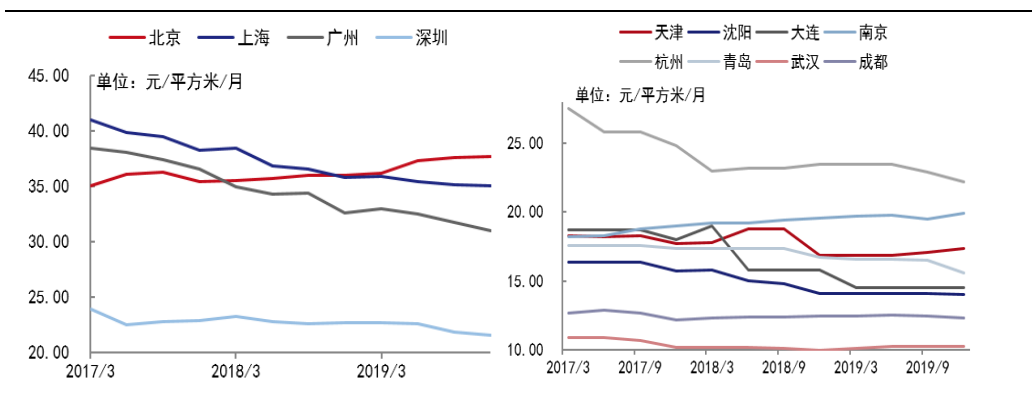


资料来源：Wind，中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益，对企业设计和运营管理等能力提出较大的挑战，进入行业较早，管理经验丰富的房企运营优势更加显著。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，近年来我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2019年全国新开各类商业项目522个（单体商业建筑面积2万平方米以上，不含专业市场、酒店及写字楼，部分为存量改造项目），新增商业体量超4,392.59万方，平均商业体量约8.42万方，新开商业项目数量同比减少2%。2019年除北京、南京之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现一定程度下滑。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，优质零售物业空置率相对较低，但需关注天津、沈阳和重庆空置率远高于重点城市平均空置率水平。

整体来看，一线城市优质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。在COVID-19疫情的冲击下，2020年一季度中国社会消费品零售总额同比下滑15.8%，对商业地产造成负面冲击，需求端快速下降将导致商业地产供过于求态势加剧，未来商业物业仍将面临空置率上升和租金下跌的风险。

图 9 我国重点城市优质零售物业首层租金情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

2019年1月, 公司完成对大悦城地产的重大资产重组后, 成为中粮集团旗下以商业地产、住宅地产和产业地产为核心板块, 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年公司实现营业收入337.87亿元, 同比增长52.41%。商品房销售及一级土地开发是公司最主要收入来源, 2019年由于结算增加同比大幅增长64.95%; 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、部分写字楼物业, 以及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, 2019年投资物业及相关服务收入51.44亿元, 同比增长17.43%, 主要是可出租面积增加以及租金水平稳步增长所致; 公司控股酒店主要位于北京和三亚, 定位以高端为主, 近年来运营情况良好, 2019年酒店经营收入同比增长14.87%至8.42亿元; 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, 2019年公司实现物业管理收入6.92亿元, 同比增长40.77%; 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。

各业务毛利率方面, 2019年公司商品房销售业务毛利率小幅下滑至37.91%; 商业地产项目运营良好, 投资物业及相关服务业务毛利率较上年小幅提升; 2019年公司新增华尔道夫酒店和新开业北京大悦酒店, 酒店经营业务毛利率有所下滑。综合来看, 2019年公司综合毛利率下滑至41.20%, 但整体盈利能力仍处于较好水平。



**表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售及一级土地开发	2,689,713.09	37.91%	1,630,609.54	42.89%
投资物业及相关服务	514,446.44	62.40%	438,099.39	61.22%
酒店经营	84,158.42	35.72%	73,263.93	47.19%
物业及其他管理	69,224.96	13.47%	49,175.52	10.42%
其他业务	21,119.41	56.40%	25,714.60	54.94%
<b>合计</b>	<b>3,378,662.32</b>	<b>41.20%</b>	<b>2,216,862.99</b>	<b>46.08%</b>

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2019 年审计报告，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，但项目开发面临一定资金压力

2019年公司结算金额和结算面积分别为282.78亿元和96.59万平方米，当年结算的主要项目包括（1）深圳天悦壹号项目，结算金额48.44亿元；（2）北京京西祥云项目，结算金额42.41亿元；（3）上海前滩项目，结算金额34.02亿元；（4）深圳祥云国际项目，结算金额21.57亿元；（5）苏州中粮祥云国际项目，结算金额15.96亿元。由于结算项目的差异，2019年公司商品房销售毛利率同比下滑4.98个百分点至37.91%。

**表 2 公司房地产开发业务主要经营指标**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	403.08	371.69	115.09
竣工面积（万平方米）	116.46	122.04	58.97
结算面积（万平方米）	96.59	62.60	70.72
结算金额（亿元）	282.78	127.46	130.19
结算均价（元/平方米）	29,276	20,361	18,409
合同销售面积（万平方米）	259.55	128.86	85.38
合同销售金额（亿元）	618.54	398.64	261.59
销售均价（元/平方米）	23,831	30,936	30,638
期末已售待结转面积（万平方米）	401.20	100.66	89.89

资料来源：公司提供

2019年公司商品房签约面积（操盘口径）为259.55万平方米，同比增长70.75%，合同销售金额（操盘口径）同比增长26.89%至618.54亿元。2019年由于销售项目逐步向二线城市及核心城市的周边辐射区域拓展，销售均价同比下滑0.71万元/平方米至2.38万元/平方米。从城市能级分布来看，2019年公司在一线城市实现的合同销售金额占比为39.84%，同

比减少32.06个百分点；在二线城市<sup>2</sup>实现的合同销售金额占比为47.13%，同比增加22.26个百分点。近年来随着公司规模的扩张和前期业务布局，公司重点销售项目逐步由一线城市向二线城市渗透，但在售项目布局仍以高能级城市为主，2019年一二线城市销售金额占比合计保持在85%以上。从销售区域分布来看，2019年公司在长三角地区的合同销售金额占比为44.59%，京津冀区域占比19.41%、珠三角地区占比12.28%、中西部城市群占比14.35%，近年来公司在长三角城市群的销售占比有所提升，区域布局仍较为分散，抵御单一城市或区域市场波动风险的能力进一步增强。

整体来看，目前公司在售的项目主要分布在北京、上海、深圳等一线城市和南京、成都、长沙、沈阳、杭州等重点二线城市，区域布局相对分散，各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。但随着规模扩张，公司区域布局逐步下沉，未来若受宏观经济下行与行业政策等因素影响，公司在建及拟建项目未来的销售存在不确定性。

**表 3 公司签约销售地域分布情况（单位：万平方米、亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
北京	22.68	125.46	40.42	212.06
深圳	16.56	70.83	22.39	74.57
苏州	25.65	79.69	6.86	17.19
上海	13.53	85.42	0	0
南京	23.63	47.18	4.68	10.35
成都	22.58	46.65	10.65	20.48
嘉兴	21.56	35.64	1.77	5.43
沈阳	29.08	31.81	6.55	12.87
武汉	25.55	30.48	0.00	0.00
杭州	11.47	27.65	4.31	11.42
绍兴	14.26	26.68	4.04	6.36
青岛	11.54	20.77	0.00	0.00
重庆	10.98	15.30	7.89	11.30
佛山	6.55	14.95	0.35	0.80
常州	6.56	14.67	0.00	0.00
天津	5.75	12.51	1.32	4.39
长沙	13.87	8.92	17.44	11.13
其他城市	8.23	16.23	0.21	0.31

<sup>2</sup>二线城市包括天津、重庆、杭州、苏州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、青岛、宁波、苏州、长沙、三亚、厦门、哈尔滨和济南等城市。

<b>总计</b>	<b>290.03</b>	<b>710.84</b>	<b>128.88</b>	<b>398.66</b>
-----------	---------------	---------------	---------------	---------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司在建项目共81个，已售待结转商品房面积401.2万平方米，预收款项及合同负债余额375.57亿元；主要在售项目的待售面积合计991.81万平方米，是当期销售面积的3.82倍，项目储备较为充沛；主要拟建项目22个，规划计容建筑面积合计460.48万平方米，较大规模的待结算资源和项目储备为公司业绩提供了较好的保障，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2019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3,002.33亿元，已完成投资2,171.88亿元（含立项阶段的项目），后续至少尚需投入资金约830.45亿元，考虑到权益占比，公司面临一定的开发资金压力。

截至2019年底，公司在开发项目分布在全国32个城市，从在建及拟建项目的规划计容建筑面积来看，建筑面积超过100万平方米的城市分别有北京（122.79万平方米）、成都（148.69万平方米）、沈阳（165.53万平方米）、天津（139.71万平方米）、武汉（144.58万平方米）和苏州（117.29万平方米）；从城市能级来看，一线城市占比14.95%，二线城市占比71.50%，三线城市占比13.57%。总体而言，近年来公司房地产开发业务发展迅速，目前在建和拟建项目储备较多，布局分散且主要集中在风险相对较小的一线和二线城市，短中期业绩较有保障。但与此同时，公司在建和拟建项目后续需投入的资金量较大，未来面临一定的资金压力。

### **2019年公司土地储备温和扩张，土地储备较为充裕，仍需关注新购置地块未来收益实现存在不确定性**

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。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（具体见附录二），新增土地计容建筑面积500万平米，新增土地购置总金额为276.21亿元（占当期全口径销售金额的38.86%）。楼面地价方面，近年来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、哈尔滨、江门等二三线城市及市中心周边的远城区，新增土地储备楼面均价持续下行，2019年楼面均价下降至5,524元/平方米。

**表 4 近年公司新增土地储备情况**

项目	2019 年	2018 年
新增项目数量（个）	22	14
新增土地计容建筑面积（万平方米）	500.00	195.82
新增土地价款（亿元）	276.21	189.71
楼面均价（元/平方米）	5,524	9,688
期末土地储备建筑面积（万平方米）	2,429.16	1,477.73

注：表中统计数据为全口径；2018 年末未包含收购的大悦城地产新增土储项目。

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司剩余可开发建筑面积625.09万平方米，按照公司目前的开发节奏，现有土地储备可满足未来2-3年的开发需求。2020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，中证鹏元将持续关注未来公司的拿地节奏及土地收储策略。总体看，公司土地储备质量较好，主要位于一线及热点二线城市，区域布局相对分散，为未来项目销售奠定较好的基础。但公司剩余可开发的区域主要集中在西南区域和华中区域（占比分别为23.74%和16.16%），待开发项目逐步向二三线城市下沉，若房地产调控政策及市场景气度发生波动，新购置地块项目收益存在一定的不确定性，公司未来维持目前利润率水平面临一定的挑战。

**表 5 截至 2019 年末公司土地储备情况（单位：万平方米）**

项目区域	占地面积	计容建筑面积	计容建筑面积占比	剩余可开发建筑面积	剩余可开发面积占比
西南区域（含成都、重庆、昆明等）	215.83	420.97	17.33%	148.37	23.74%
北京大区	132.38	281.81	11.60%	0	0.00%
华南大区（含深圳、广州、厦门、佛山、江门等）	62.79	264.79	10.90%	68.98	11.04%
华中区域（含武汉、长沙、株洲等）	137.47	235.31	9.69%	100.99	16.16%
东北区域（含沈阳、哈尔滨等）	81.81	232.95	9.59%	66.46	10.63%
上海大区（含太仓、嘉兴等）	92.28	173.99	7.16%	0	0.00%
苏南区域（含苏州、常州等）	78.63	168.02	6.92%	7.95	1.27%
天津区域	58.8	153.93	6.34%	87.26	13.96%
山东区域（含青岛、烟台、济南等）	54.82	150.92	6.21%	78.89	12.62%
南京区域	98.65	133.95	5.51%	0.90	0.14%
浙江区域（含杭州、绍兴、宁波、台州等）	57.72	133.34	5.49%	29.67	4.75%
海南区域	61.44	57.10	2.35%	30.14	4.82%
西北区域	9.18	20.08	0.83%	5.48	0.88%





**表 6 公司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			出租率		
				2017	2018	2019	2017	2018	2019
西单大悦城购物中心	30.39	5.37	5.36	6.46	6.83	7.03	97%	98%	99%
朝阳大悦城购物中心	27.35	12.11	11.93	5.85	6.44	6.71	92%	94%	98%
天津大悦城购物中心	30.39	8.83	8.69	3.71	3.96	4.38	97%	98%	98%
沈阳大悦城购物中心	59.59	9.54	9.26	2.08	2.30	2.47	95%	98%	97%
上海静安大悦城购物中心	30.39	6.70	6.55	2.16	2.39	2.42	94%	95%	96%
烟台大悦城购物中心	30.39	7.60	7.24	1.11	1.23	1.40	98%	92%	95%
成都大悦城购物中心	59.59	9.05	8.88	1.41	1.71	1.98	93%	94%	93%
上海长风大悦城购物中心	21.67	5.49	4.95	0.55	0.72	0.79	71%	97%	92%
杭州大悦城购物中心	32.77	7.23	6.82	-	0.43	1.94	-	94%	94%
西安大悦城购物中心	17.33	6.15	6.11	-	-	1.53	-	99%	99%
北京祥云小镇	51.00	7.58	7.36	0.92	0.99	1.13	99%	99%	97%
<b>合计</b>	-	<b>85.65</b>	<b>83.15</b>	<b>24.25</b>	<b>27.00</b>	<b>31.78</b>	-	-	-

注：（1）2019 年大悦城地产将上海长风大悦城、西安大悦城相关股权注入大悦城商业并购改造基金，2019 年三季度均不再纳入合并范围，表格列示的为 2019 年 1-9 月租金收入；（2）杭州大悦城购物中心 2018 年 8 月开业；（3）西安大悦城购物中心 2018 年 12 月开业。

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司持有运营的写字楼项目5家，分别为北京中粮广场、西单大悦城写字楼、中粮置地广场、香港中粮大厦及中粮地产集团中心大厦。写字楼可出租面积共计21.16万平米，大部分位于一线城市的核心地段。得益于优越的地理位置，北京中粮广场、香港中粮大厦和西单大悦城写字楼物业租赁收入稳步增长，近年来出租率保持在较高的水平。中粮置地广场位于北京市东城区，项目于2018年8月竣工，2018年及2019年出租率分别达到33%和70%。深圳中粮地产集团中心大厦受区域内写字楼供应增加的影响，近年来出租率有所下滑，但物业租赁收入仍保持稳定。

公司可出租物业还包括位于深圳市宝安区的工业厂房，位于北京、深圳和成都等地的商铺以及长租公寓和酒店公寓等业态。近年来工业厂房受部分厂房拆迁影响，租赁收入有所波动，但出租率均保持在较高水平。公司酒店公寓系位于上海的鹏利辉盛阁，近年来出租率较为稳定，物业租赁收入持续增长；长租公寓系位于深圳的“乐邑”系列产品，目前仍处于培育期。

**表 7 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		
				2017	2018	2019	2017	2018	2019

写字楼	北京中粮广场	30.39	9.99	8.99	2.18	2.68	2.89	77%	86%	90%
	香港中粮大厦	59.59	1.57	1.37	0.75	0.77	0.85	96%	93%	95%
	中粮置地广场	30.39	5.63	5.19	-	0.15	1.28	0%	33%	70%
	西单大悦城写字楼	30.39	1.31	1.26	0.41	0.46	0.48	93%	97%	91%
	深圳中粮地产集团中心大厦	100	2.64	2.31	0.31	0.33	0.35	97%	93%	87%
产业园、工业园及配套商业	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	-	109.2	105.1	5.54	5.56	5.52	98%	99%	96%
	成都地下商街，深圳宝河等商铺	-	2.66	2.34	0.03	0.21	0.47	95%	98%	88%
	亚龙湾爱立方	30.28	1.20	0.86	0.24	0.35	0.32	60%	100%	83%
长租公寓	深圳乐邑商务公园店	100	0.28	0.26	-	-	-	-	-	93%
	创邑 031	100	0.27	0.17	-	-	-	-	-	64%
酒店公寓	上海鹏利辉盛阁	59.59	4.85	4.27	1.16	1.21	1.22	88%	87%	88%

注：（1）中粮置地广场 2018 年开业；（2）深圳乐邑商务公园店、创邑 031 于 2019 年对外开业，因此 2017 及 2018 年没有数据。

资料来源：公司提供

整体来看，公司旗下商业地产项目地理位置优越、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。大悦城地产在香港公开披露的财务数据采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，根据大悦城地产2019年年报，2019年底投资物业公允价值为573.04亿元。需关注的是，2020年初爆发的新冠疫情已对零售、酒店、餐饮、娱乐等聚焦个人消费的行业产生可预见性的影响，相关领域的整体需求预计在全年都将有所降温，公司商业地产项目存在一定的运营压力。

**公司在深圳市宝安区拥有的工业地产业体量较大，未来随着城市更新项目的实施，项目储备有望增加，但城市更新受拆迁进度、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**

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售及可出租物业。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，目前公司在深圳市参与的城市更新项目共4个，包括深圳宝安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“福田大悦中心项目”）、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。

公司在深圳宝安区工业地产业体量较大，截至2019年底拥有物业建筑面积约131万平方米，其中新安片区建筑面积约26万平方米（占地约14万平方米）；福永片区（含长营、全

一项目）建筑面积约106万平方米（占地约72万平方米）。未来随着该等项目的顺利实施，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；但同时我们也关注到，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。

**表 8 截至 2019 年末公司主要城市更新项目情况（单位：万平方米）**

项目名称	拟更新方向	用地面积	项目进度
25 区项目	商业用地	16.80	一期 A 项目开发建设阶段，并于 2019 年 10 月份开始销售；一期 B 项目已完成拆迁谈判，正在进行建筑物拆除；一期 C 项目预计 2020 年 6 月底完成实施主体确认
福田大悦中心项目	新兴产业用地	2.41	2017 年 9 月规划草案公示、2017 年 12 月取得专项规划批复、于 2018 年 4 月取得实施主体确认书；已完成建筑物拆除，正处于设计方案深化阶段
固戍项目	普通工业用地； 普通工业用地+ 新型产业用地	14.19	长营地块于 2018 年 6 月完成城市更新单元计划公告、2019 年 8 月取得产业规划批复；全一地块于 2019 年 6 月 5 日完成城市更新单元计划公告、2019 年 12 月取得产业规划批复
大洋工业统筹片区项目	普通工业用地	18.76	2017 年 12 月在《2017 年深圳市宝安区城市更新单元第一批计划》进行了公示

资料来源：公开资料，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年审计报告以及2020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，评级报告中2018年财务数据均采用2019年审计报告期初数。2019年公司新设立25家子公司，非同一控制下合并增加7家子公司，同一控制下合并将大悦城地产纳入合并范围，注销处置12家子公司。

### 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，结构上以拟建、在建、在售房地产项目和购物中心、写字楼等投资性房地产为主，资产质量良好，整体资产流动性尚可，但应收关联方往来款规模较大

随着业务持续发展，公司总资产规模保持增长。截至2019年12月31日，公司总资产规模达1,831.83亿元，同比增长14.22%；流动资产占总资产比重为73.03%，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重要组成部分。

**表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3,378,232.52	17.57%	2,759,750.57	15.07%	1,912,439.59	11.92%
其他应收款	2,564,527.58	13.34%	2,442,841.44	13.34%	2,664,344.62	16.61%
存货	7,505,710.16	39.05%	7,576,832.36	41.36%	5,889,944.38	36.73%
其他流动资产	518,934.39	2.70%	472,803.67	2.58%	396,821.71	2.47%
<b>流动资产合计</b>	<b>14,202,306.00</b>	<b>73.88%</b>	<b>13,377,951.25</b>	<b>73.03%</b>	<b>11,078,237.03</b>	<b>69.08%</b>
长期股权投资	1,132,097.36	5.89%	1,130,513.34	6.17%	982,843.99	6.13%
投资性房地产	2,922,477.80	15.20%	2,837,274.79	15.49%	3,247,635.82	20.25%
固定资产	418,453.68	2.18%	422,392.69	2.31%	366,930.87	2.29%
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,020,587.16</b>	<b>26.12%</b>	<b>4,940,305.38</b>	<b>26.97%</b>	<b>4,959,592.02</b>	<b>30.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,222,893.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>18,318,256.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>16,037,829.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

得益于商品房销售回款增加，2019年末公司货币资金余额增加至275.98亿元，其中5.62亿元为受限资金，主要是项目补偿安置监管资金、借款质押账户资金以及贷款配套办理定期存款资金等。公司其他应收款主要是公司与项目合作开发单位的往来款、项目保证金、押金，以及子公司与其他股东之间的往来款等。随着合作方往来款的部分收回，2019年末其他应收款账面价值下降至244.28亿元，往来对象主要是公司联营、合营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，应收关联方往来款项规模较大。

**表 10 截至 2019 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	278,600.66	1 年以内	11.28%	2,786.01
佛山市鹏悦置业有限公司	往来款	247,239.85	3 个月-1 年	10.01%	2,472.40
深圳中益长昌投资有限公司	往来款	201,890.54	1 年以内	8.17%	2,018.91
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	往来款	182,208.65	3 个月-2 年	7.38%	0.00
北京悦恒置业有限公司	往来款	132,228.24	2 年以内	5.35%	1,322.28
<b>合计</b>	-	<b>1,042,167.94</b>	-	<b>42.19%</b>	<b>8,599.59</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括在建开发成本、完工开发产品等。随着房地产项目开发投入增加，2019年末公司存货账面价值同比增长28.64%至757.68亿元，其中开发成本占比为79.72%，未来业务可持续性较好。公司房地产开发项目主要集中在深圳、北京等一线城市及南京、成都等热点二线城市，完工开发产品主要包括深圳云景国际、深圳祥云国际、69区创芯研发中心、北京京西祥云和北京中粮瑞府等；在建开发成本主要包

括上海静安大悦城二期北写字楼公寓/商业街、成都中粮武侯瑞府和深圳天玺壹号等。2019年公司对天津中北祥云、南京中粮鸿云坊和杭州旭辉中粮朗香郡项目计提存货跌价准备1.50亿元，年末存货跌价准备余额3.66亿元。2019年末公司存货中账面价值206.63亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为27.27%。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及委托贷款，2019年末余额47.28亿元。

**表 11 公司存货构成明细（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
开发产品	1,401,939.02	18.50%	1,441,605.64	24.48%
开发成本	6,040,304.95	79.72%	4,359,140.80	74.01%
出租开发产品	132,024.93	1.74%	85,596.94	1.45%
其他存货	2,563.45	0.03%	3,600.99	0.06%
<b>合计</b>	<b>7,576,832.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,889,944.38</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期股权投资采用权益法进行核算，2019年末账面价值为113.05亿元，同比增长15.02%，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；2019年公司权益法核算的长期股权投资收益为-9.58亿元，由于项目仍在前期开发中，未达到结算期，因此资产收益情况较差。截至2019年末，公司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，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增长，具有良好的保值和增值潜力。公司投资性房地产均按成本模式进行计量，2019年末账面价值283.73亿元，同比减少12.64%，主要是计提折旧增加及处置子公司股权所致，其中账面价值149.04亿元用于长期借款抵押，抵押资产占比达52.53%。2019年末公司尚有账面价值30.34亿元的投资性房地产未办理产权证明，主要是由于杭州大悦城尚未整体竣工。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，2019年末账面价值为42.24亿元，其中26.39亿元用于长期借款抵押。

总体来看，随着业务的持续发展，公司资产规模保持增长，资产结构上以在建、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2019年末，公司资产中货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产合计账面价值402.63亿元资产使用权受限，受限资产占总资产比重为21.98%，公司整体资产流动性尚可。

### 资产运营效率

得益于结算增长，公司资产运营效率有所提升，在同业中仍处于相对较好的水平

跟踪期内，公司继续加大商品房销售力度，库存去化速度加快，2019年实现全口径签约金额710.82亿元（操盘口径为618.54亿元）；同时土地储备和房地产项目开发投入持续增加，2019年存货/（预收款项+合同负债）小幅增加至2.02。随着前期销售项目的竣工交付，2019年公司结算收入和结算面积分别为282.78亿元和96.59万平方米，商品房结算增加带动公司营业收入规模快速增长，2019年存货周转天数为1,220.18天，比上年同期减少188.16天；全年总资产周转天数为1,830.34天，同比减少86.93天。

**表 12 公司主要运营效率指标**

项目	2019 年	2018 年
存货/（预收款项+合同负债）	2.02	1.99
存货周转天数（天）	1,220.18	1,408.34
流动资产周转天数（天）	1,302.92	1,429.03
总资产周转天数（天）	1,830.34	1,917.27

资料来源：公司 2019 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相对较好的水平。2020 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 13 2019 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
金地集团	1,208.05
<b>大悦城控股</b>	<b>1,220.18</b>
阳光城	1,277.05
世茂股份	1,328.90
蓝光发展	1,404.60
滨江集团	1,533.87
信达地产	1,623.82
北辰实业	1,689.35
金融街	1,810.87
华发股份	2,218.38

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入保持增长，待结算规模较大，未来短中期业绩仍有一定保障，盈利能力在同业中处于较好水平

随着结算资源增加及持有物业租赁收入的稳步提升，公司2019年营业收入同比大幅增

长52.41%至337.87亿元。考虑到截至2019年末，公司预收款项和合同负债余额合计为375.57亿元，当前在售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，2019年公司综合毛利率同比有所下滑，主要是2018年结算的房地产项目多位于深圳、北京等一线城市，因此上期实现的销售毛利率较高。2019年公司实现投资收益4.97亿元，同比大幅下滑，主要是权益法核算的联营合营企业投资亏损9.58亿所致。由于营业收入规模大幅增长，2019年公司期间费用率同比减少1.12个百分点至13.60%。受益于利润规模增长及盈利水平提升，2019年公司利润总额和净利润同比分别增长17.90%和3.67%。公司总资产回报率和净资产收益率同比有所下滑，主要是大悦城地产并表后总资产大幅增长所致。从收入相近的同业上市公司对比看，公司盈利能力处于较好水平。

2020年第一季度，由于达到结算收入条件的商品房资源减少，以及受疫情影响持有物业运营收入下滑，公司营业收入同比下降35.16%，净利润同比减少74.26%。目前公司已有序复工，拟通过加强成本控制、申请政府各项补贴、开展产品创新等方式提升业绩，未来仍需关注新冠肺炎疫情对公司的经营业绩影响。

**表 14 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	545,873.78	3,378,662.32	2,216,862.99
投资收益	-4,150.53	49,663.15	84,666.71
营业利润	91,873.94	599,914.36	519,849.16
期间费用	86,523.11	459,558.54	326,317.05
利润总额	91,987.10	600,531.29	509,340.19
净利润	46,181.68	370,536.35	357,421.11
综合毛利率	43.68%	41.20%	46.08%
期间费用率	15.85%	13.60%	14.72%
营业利润率	16.83%	17.76%	23.45%
总资产回报率	-	4.99%	5.90%
净资产收益率	-	9.47%	15.07%
营业收入增长率	-35.16%	52.41%	0.55%
净利润增长率	-74.26%	3.67%	15.54%

注：2018年营业收入增长率和净利润增长率根据2017年备考审阅报告中财务数据进行计算。  
资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

**表 15 2019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
大悦城控股	337.87	41.20%	17.76%
金地集团	572.48	40.50%	31.09%

金融街	261.84	40.15%	21.98%
北辰实业	201.28	35.87%	13.65%
滨江集团	231.16	35.10%	21.71%
世茂股份	199.91	35.01%	24.98%
信达地产	194.78	30.37%	18.51%
华发股份	300.02	29.62%	13.15%
蓝光发展	373.83	28.33%	14.18%
阳光城	571.35	26.58%	11.18%

注：以综合毛利率自高向低排序。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流有所波动，在建及拟建房产项目所需资金规模大，未来仍有一定的资金压力**

随着商品房销售回款增加以及商业物业经营业绩的稳步提升，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长34.67%至386.84亿元，使得当年经营活动现金流入明显上升。公司积极拿地并加快开发，新增土地储备及工程建设投入持续增加，但当期支付联合、合营公司款项及集团外部单位往来款项有所减少。综合影响下，2019年公司经营活动净现金流增加至40.65亿元，整体表现较好。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司商品房销售回款减少、商户租金延迟缴纳，销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅减少，导致当期经营活动现金净流出25.38亿元。

2019年公司投资活动产生的现金流净额为-21.69亿元，净流出规模较上年大幅减少，主要是收回对合作企业股东及参股企业借出的款项及利息，同时商业地产项目投资较上年减少所致。跟踪期内公司加大筹资力度，通过非公开发行股票、金融借款以及关联方资金拆借等多种方式融资，2019年筹资活动现金流入432.53亿元；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60.93亿元。考虑到截至2019年末公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目至少需投入资金830.45亿元及到期债务的偿付，未来公司仍有一定的资金压力。

**表 16 公司主要现金流量指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
销售商品、提供劳务收到的现金	475,071.19	3,868,421.56	2,872,486.30
收到其他与经营活动有关的现金	264,712.54	2,097,727.24	2,371,984.17
购买商品、接受劳务支付的现金	432,734.91	2,303,083.26	1,794,434.30
支付其他与经营活动有关的现金	392,577.07	2,340,697.31	2,625,008.08



经营活动产生的现金流量净额	-253,811.30	406,499.24	112,680.74
投资活动产生的现金流量净额	-50,145.77	-216,895.00	-1,287,802.50
筹资活动产生的现金流量净额	918,228.09	609,312.71	1,025,388.62
现金及现金等价物净增加额	617,400.38	799,885.47	-148,618.51

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司资本结构持续优化，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，2019年末公司负债总额同比增长12.81%至1,406.42亿元。得益于非公开发行股票及留存利润积累，2019年末公司股东权益为425.41亿元（其中归属于母公司的股东权益占比45.63%），同比增长19.14%。截至2019年末，公司产权比率为330.60%，同比下滑18.57个百分点，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 17 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	14,942,784.46	14,064,152.60	12,467,264.86
股东权益	4,280,108.70	4,254,104.04	3,570,564.19
其中：归属于母公司股东权益合计	1,929,249.84	1,941,097.73	1,545,202.08
少数股东权益	2,350,858.86	2,313,006.31	2,025,362.11
产权比率	349.12%	330.60%	349.17%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 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2019年末为109.51亿元。公司预收款项和合同负债主要为商品房预售房款，2019年末预收款项和合同负债余额合计为375.57亿元。公司其他应付款主要是与相关单位往来款、保证金及押金、股权收购款等，2019年末账面余额127.73亿元。

**表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	409,038.35	2.74%	319,611.41	2.27%	331,368.22	2.66%
应付账款	959,039.39	6.42%	1,095,144.49	7.79%	1,082,214.05	8.68%
合同负债	3,304,975.18	22.12%	778,144.75	5.53%	697,837.60	5.60%
预收款项	163,813.46	1.10%	2,977,523.25	21.17%	2,261,226.39	18.14%
其他应付款	1,245,932.39	8.34%	1,277,308.16	9.08%	1,182,289.21	9.48%
一年内到期的非	1,276,115.23	8.54%	1,359,086.87	9.66%	1,253,976.66	10.06%

流动负债						
<b>流动负债合计</b>	<b>8,326,938.81</b>	<b>55.73%</b>	<b>8,483,679.47</b>	<b>60.32%</b>	<b>7,334,336.62</b>	<b>58.83%</b>
长期借款	5,380,780.31	36.01%	4,537,831.31	32.27%	3,899,812.21	31.28%
应付债券	847,754.78	5.67%	697,533.34	4.96%	751,666.35	6.03%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	142,500.00	1.14%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,615,845.66</b>	<b>44.27%</b>	<b>5,580,473.13</b>	<b>39.68%</b>	<b>5,132,928.24</b>	<b>41.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,942,784.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>14,064,152.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>12,467,264.86</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	7,913,688.67	52.96%	6,914,062.93	49.16%	6,379,323.44	51.17%

注：有息债务未包括其他应付款中有息债务。

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务合计为691.41亿元，同比增加8.38%，主要包括短期借款31.96亿元、长期借款545.10亿元（其中一年内到期部分91.32亿元）、应付债券99.72亿元（其中一年内到期部分29.97亿元）以及一年内到期的长期应付款14.25亿元。2019年末公司短期借款均为信用借款，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）。公司应付债券包括将于2020年8月到期的“15中粮01”；子公司大悦城地产发行的“17大悦城MTN001BC”，将于2020年9月到期；以及子公司中粮置业投资有限公司发行的2016年公司债券和2019年公司债券，公司本部发行的2018年中期票据，该等债券到期日均在2021年以后。公司长期应付款系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。2019年公司平均融资成本为5.22%，较上年减少0.98个百分点，整体融资成本较低。2020年3月末，公司有息债务增加至791.37亿元，未来随着有息债务的到期偿还，长短期均面临一定的债务偿还压力。

**表 19 截至 2019 年末公司应付债券情况（单位：万元）**

债券简称	债券余额（万元）	期限	票面利率	到期日
15 中粮 01	200,000.00	5 年	4.40%	2020-08-17
16 中粮 01	73,200.00	3+2 年	3.95%	2021-01-14
17 大悦城 MTN001BC	100,000.00	3 年	4.95%	2020-09-07
18 中粮 MTN001	150,000.00	3 年	5.00%	2021-04-25
18 中粮 MTN002	120,000.00	3 年	4.45%	2020-07-20
18 中粮 MTN003	120,000.00	3 年	5.00%	2021-11-06
19 中粮 01	166,000.00	3+3 年	3.94%	2025-01-09
19 中粮 02	70,000.00	5+2 年	4.10%	2026-01-09
<b>合计</b>	<b>999,200.00</b>	-	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

偿债能力指标方面，2019年末公司资产负债率和剔除预收款项及合同负债的资产负债率分别为76.78%和70.79%，较上年略有下降；得益于非公开发行股份，公司净负债率下降至97.65%，资本结构有所优化；2020年3月末，随着有息债务增加，公司净负债率上升至105.97%，整体负债经营程度仍较高。短期偿债指标方面，2019年公司流动比率、速动比率分别为1.58和0.68，与上年相差不大；由于商品房销售回款增加，货币资金对短期有息债务的覆盖程度提升至1.64倍。随着利润规模增加，2019年公司EBITDA较上年有所提升，但迅速增加的有息债务规模引致利息支出增加，公司EBITDA利息保障倍数小幅下降至2.34，现金生成能力对利息支出的保障程度略有减弱。此外，2020年第一季度公司经营现金流呈净流出，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。截至2019年底，公司尚未使用的银行授信额度506.09亿元，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在融资方面给予公司的支持力度较大。整体来看，公司具备较好的财务弹性。

**表 20 公司主要偿债能力指标**

项目	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	77.73%	76.78%	77.74%
剔除预收款项和合同负债的资产负债率	72.83%	70.79%	72.70%
净负债率	105.97%	97.65%	125.10%
流动比率	1.71	1.58	1.51
速动比率	0.80	0.68	0.71
EBITDA（万元）	-	994,573.14	818,372.66
EBITDA 利息保障倍数	-	2.34	2.42
有息债务/EBITDA	-	6.95	7.80
债务总额/EBITDA	-	14.14	15.23
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.05	0.02
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.03	0.01
货币资金/短期有息债务	2.00	1.64	1.21

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月28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，公司各项债务融

资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额合计32.94亿元，占同期末净资产的比例为7.74%，主要原因为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。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 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保类型	担保期限
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
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
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
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
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
佛山市新纪元置业有限公司	60,000.00	连带责任担保	2019.5.17-2037.5.17
重庆悦凯房地产开发有限公司	21,000.00	连带责任担保	2019.5.31-2025.5.31
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	60,000.00	连带责任担保	2019.6.28-2024.6.28
<b>合计</b>	<b>329,400.00</b>	-	-

注：本表中统计的对外担保不报告公司向商品房承购人因银行抵押贷款提供担保。

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

## 七、评级结论

2019年公司完成对大悦城地产的重大资产重组后，成为中粮集团旗下以商业地产、住宅地产和产业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。大悦城地产所开发、管理经营的大悦城品牌城市综合体在中国商业地产领域处于领先地位，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，具有良好的增值潜力，随着可出租面积的增加及租金水平的提升，投资物业租赁收入可为公司贡献稳定的现金流入。2019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。公司在深圳市宝安区拥有的工业地产体量较大，未来随着城市更新项目的顺利实施，将为公司增加低成本的优质项目储备，带动商品房销售收入和

租赁收入规模增长。公司控股股东中粮集团是大型央企，近年在获取项目资源与资金方面能够给予公司大力的支持。

但中证鹏元也关注到，2020年初爆发的新冠肺炎疫情对零售、酒店、餐饮、娱乐等聚焦个人消费的行业产生负面影响，公司商业地产项目存在一定的运营压力；公司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；有息债务规模较大，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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	3,378,232.52	2,759,750.57	1,912,439.59	1,028,255.65
其他应收款	2,564,527.58	2,442,841.44	2,664,344.62	1,810,181.57
存货	7,505,710.16	7,576,832.36	5,889,944.38	3,463,066.01
长期股权投资	1,132,097.36	1,130,513.34	982,843.99	336,388.15
投资性房地产	2,922,477.80	2,837,274.79	3,247,635.82	381,960.09
总资产	19,222,893.16	18,318,256.64	16,037,829.05	7,575,147.58
短期借款	409,038.35	319,611.41	331,368.22	462,500.00
预收款项	163,813.46	2,977,523.25	2,261,226.39	1,900,947.43
合同负债	3,304,975.18	778,144.75	697,837.60	0.00
其他应付款	1,245,932.39	1,277,308.16	1,182,289.21	801,878.16
一年内到期的非流动负债	1,276,115.23	1,359,086.87	1,253,976.66	778,017.08
长期借款	5,380,780.31	4,537,831.31	3,899,812.21	1,215,834.91
应付债券	847,754.78	697,533.34	751,666.35	198,746.78
长期应付款	0.00	0.00	142,500.00	0.00
总负债	14,942,784.46	14,064,152.60	12,467,264.86	6,400,688.66
有息债务	7,913,688.67	6,914,062.93	6,379,323.44	2,655,098.77
归属于母公司股东权益合计	1,929,249.84	1,941,097.73	1,545,202.08	663,048.56
少数股东权益	2,350,858.86	2,313,006.31	2,025,362.11	511,410.35
股东权益合计	4,280,108.70	4,254,104.04	3,570,564.19	1,174,458.92
营业收入	545,873.78	3,378,662.32	2,216,862.99	1,404,235.59
营业利润	91,873.94	599,914.36	519,849.16	239,230.19
净利润	46,181.68	370,536.35	357,421.11	173,483.84
经营活动产生的现金流量净额	-253,811.30	406,499.24	112,680.74	171,779.54
投资活动产生的现金流量净额	-50,145.77	-216,895.00	-1,287,802.50	-1,056,783.35
筹资活动产生的现金流量净额	918,228.09	609,312.71	1,025,388.62	546,065.09
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
存货周转天数	-	1,220.18	1,408.34	1,309.53
流动资产周转天数	-	1,302.92	1,429.03	1,506.79
总资产周转天数	-	1,830.34	1,917.27	1,756.48
综合毛利率	43.68%	41.20%	46.08%	36.33%
期间费用率	15.85%	13.60%	14.72%	13.85%
营业利润率	16.83%	17.76%	23.45%	17.04%
总资产回报率	-	4.99%	5.90%	4.86%
净资产收益率	-	9.47%	15.07%	15.06%

资产负债率	77.73%	76.78%	77.74%	84.50%
剔除预收款项和合同负债的资产负债率	72.83%	70.79%	72.70%	79.30%
产权比率	349.12%	330.60%	349.17%	544.99%
流动比率	1.71	1.58	1.51	1.35
速动比率	0.80	0.68	0.71	0.63
EBITDA（万元）	-	994,573.14	818,372.66	355,542.72
EBITDA 利息保障倍数	-	2.34	2.42	2.27
有息债务/EBITDA	-	6.95	7.80	7.47
债务总额/EBITDA	-	14.14	15.23	18.00
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.05	0.02	0.04
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.03	0.01	0.03
净负债率	105.97%	97.65%	125.10%	138.52%
货币资金/短期有息债务	2.00	1.64	1.21	0.83

注：2017 年和 2018 年财务数据分别采用 2018 年和 2019 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017 年和 2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司新增土地储备情况（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	土地取得方式	土地价款	权益比例
<b>2019年新增土地储备</b>						
三亚东岸片区商办地块	商服用地	2.08	9.35	公开市场	5.61	59.59%
重庆市巴南区李家沱组团地块	住宅用地	4.47	9.34	公开市场	4.86	50.00%
宁波鄞州东南智慧园地块	住宅用地	1.70	5.10	股权收购	5.00	33.00%
重庆两江水土组团 G 分区	住宅用地	8.63	11.56	公开市场	7.80	100.00%
苏州相城望亭地块	住宅用地	9.58	19.17	股权收购	15.62	19.90%
天津武清区 042 号地块	住宅用地	2.39	3.83	公开市场	1.94	100.00%
成都眉山仁寿首批 5 宗地块	住宅用地	10.89	20.80	公开市场	2.62	36.40%
惠州龙门龙城地块	住宅用地	5.59	19.58	公开市场	4.78	100.00%
天津中北祥云	住宅用地	4.83	6.28	资产收购	13.46	100.00%
昆明市西山区螺狮湾城市棚户区改造项目 4 宗地块	住宅、商服用地	11.32	68.92	公开市场	40.80	17.88%
台州黄岩区西城街道金带路西侧、仪凤街北侧地块	住宅用地	19.78	29.67	公开市场	31.84	100.00%
广东江门新会地块	住宅用地	5.86	17.59	公开市场	12.12	100.00%
沈阳市苏家屯区金桔路北 2 号地块	住宅用地	10.69	22.45	公开市场	10.10	70.00%
武汉市新洲区 P（2019）025 号地块	住宅用地	3.53	9.89	股权收购	2.03	50.00%
武汉市新洲区 P（2019）113 号地块	住宅用地	9.40	23.50	公开市场	3.51	50.00%
哈尔滨市双城区 SG2019106 号地块	住宅用地	9.57	22.98	公开市场	2.93	51.00%
天津市滨海新区空港经济区 23 号地块	住宅用地	14.77	23.62	股权收购	33.15	50.00%
济南市历城区七宗地块	住宅、商服用地	21.17	76.76	公开市场	31.44	35.75%
武汉市蔡甸区 P（2019）130 号宗地	住宅用地	16.55	47.50	公开市场	11.29	51.00%
三亚市吉阳区总部经济及中央商务区东岸 4 地块	商服用地	6.33	30.14	公开市场	16.39	30.29%
江门市 JCR2019-114（新会 19）号地块	住宅用地	4.29	10.72	股权收购	6.77	50.00%
温岭市 XQ040108 地块	住宅用地	4.47	11.18	股权收购	12.15	34.00%
<b>2020年1-3月新增土地储备</b>						
廊坊市固安县 2019XZ-34 号、2019XZ-35 号两宗地块	住宅用地	11.33	22.65	公开市场	13.76	49%
眉山市仁寿县 2019(TR)-117 号、2019(TR)-118 号两宗地块	住宅、商服用地	4.01	7.22	公开市场	1.51	36.4%
成都市蒲江县 PJ2019-4（252-2）号地块	住宅、商服用地	6.6	13.2	公开市场	1.88	60%
成都市蒲江县 PJ2019-5（252-2）号地块	住宅、商服用地	5.25	10.5	公开市场	1.5	60%

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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
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
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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ( (本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2 ) * 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	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
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 )
产权比率	负债总额 / 所有者权益 * 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 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	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
剔除预收款项和合同负债的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项} - \text{合同负债}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项} - \text{合同负债}) \times 100\%$
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	货币资金 / ( 短期借款 + 一年内到期的非流动负债 )

## 附录四 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。