

大悦城控股集团股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行 公司债券(第一期)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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【349】号 02

分析师

姓名：
邵宇鸿 陈刚

电话：
0755-82873966

邮箱：
gaoyh@cspengyuan.com

评级日期：
2020年7月8日

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
期信用评级方法，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

大悦城控股集团股份有限公司 2020 年面向专业 投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA 发行主体长期信用等级：AAA

发行规模：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元） 评级展望：稳定

债券期限：本期债券分为两个品种，品种一期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付

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（以下简称“大悦城控股”或“公司”，股票代码：000031.SZ）本次拟发行总额不超过人民币 20 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定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；公司在深圳市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；控股股东中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）能够在项目获取和开发资金等方面给予公司大力支持。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；较大规模的有息债务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。子公司大悦城地产所开发、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。

- **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。**2017-2019年，公司合同销售金额分别为261.59亿元、398.64亿元和618.54亿元，近年来持续快速增长。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，主要在售项目的待售面积合计991.81万平方米，充足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。
- **控股股东中粮集团给予的大力支持。**公司控股股东中粮集团是大型央企，实力雄厚，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。

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%，有息债务规模为691.41亿元；2020年3月末，公司有息债务较上年末增长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、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。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。

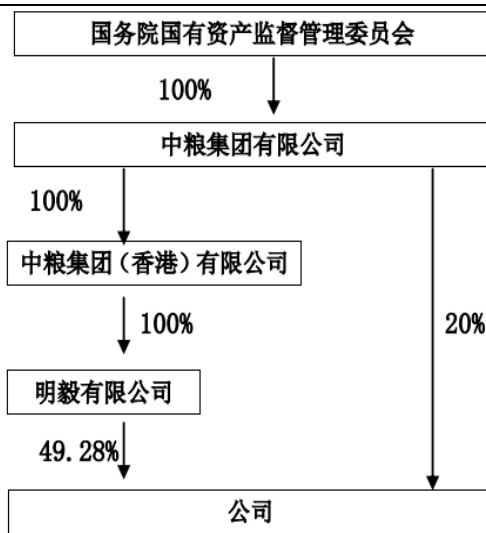
2004年12月31日，深圳市宝安区投资管理公司（以下简称“宝投公司”）与中粮集团签订《股权转让协议书》，经国务院国有资产监督管理委员会于2005年5月以国资产权[2005]536号批复，宝投公司将其所持有的公司278,062,500股国家股转让给中粮集团。转让后，中粮集团持有公司278,062,500股国家股，占总股本的59.63%，成为公司第一大股东。2006年4月13日，公司更名为“中粮地产（集团）股份有限公司”。此后，又经过多次配股、送股和转增股份，截至2018年末公司股本为181,373.16万元，中粮集团持有公司股份918,665,014股，占总股本的45.67%。

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，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，该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。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。根据《业绩承诺实现情况专项审核报告》，承诺资产2019年扣非后的归母净利润为95,759.56万元，已完成累计承诺利润的50.55%。2019年3月末，公司股本增加至392,587.03万元，公司名称变更为现名，证券简称由“中粮地产”变更为“大悦城”。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。

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月底，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。公司主要从事商品房开发、物业租赁等。截至2019年末，纳入公司合并报表范围的子公司见附录二。

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

二、本期债券概况

债券名称：大悦城控股集团股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：不超过20亿元（含20亿元）；

债券期限：本期债券分为两个品种，品种一期限为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权；品种二为7年期，附第5年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权；

品种间回拨选择权：本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一同支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过人民币20亿元，本期债券募集资金在扣除发行费用后拟用于偿还2020年8月到期的“15中粮01”公司债券本金。

四、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。

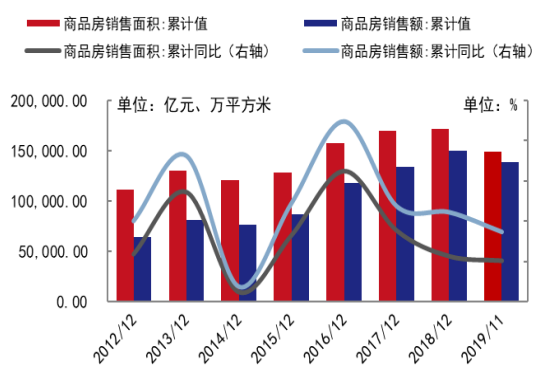
2020 年 2 月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

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 年需继续关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况

自2016年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限

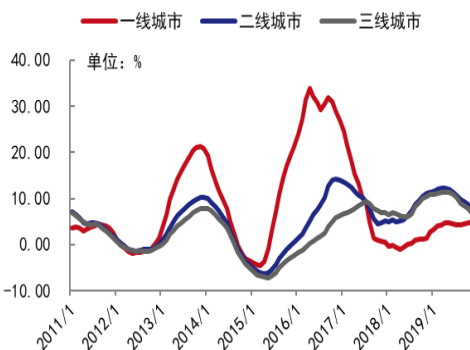
贷政策；2017年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成交主力。2017年全国商品房销售面积同比增长7.7%，增速同比下滑14.8个百分点。2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，全国商品房销售面积同比增幅回落至1.3%，增速较上年下滑6.4个百分点；销售额同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点。受2019年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019年三四线城市销售呈现一定的韧性，全国商品房销售面积同比增速转正，销售情况超出市场预期。根据国家统计局数据，截至2019年11月末，全国商品房销售面积148,905.02万平方米，同比增长0.2%；销售额同比增长7.3%，增速同比下滑4.8个百分点。

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



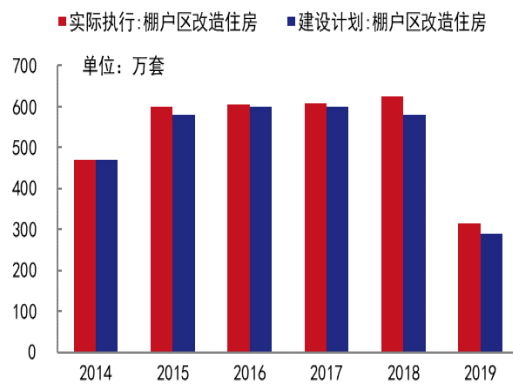
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2018年一线城市商品房成交持续下滑，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%。2019年，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，除8-9月呈负增长外，全年保持了较快的增速，截至2019年11月，一线城市成交面积合计为3,046.87万平方米，累计同比增长15.16%；二线城市表现相对较弱，截至2019年11月末，销售面积合计为7,837.82万平方米，累计同比上升0.03%；三四线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性，截至2019年11月，三线城市商品房成交面积累计同比增长8.93%，下半年单月同比增速有所回落。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势也呈现一定的分化。

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

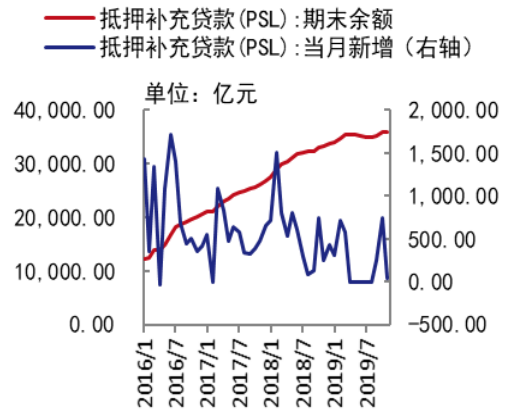
推动销售存在一定的时滞，2019年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，销售呈现一定韧性。2018-2020年我国城镇棚户区计划再改造1,500万套，截至2018年底剩余棚改任务874万套。根据住建部网站，2019年全国棚改计划新开工289万套，实际执行316万套，占年度目标任务的109%。2020年棚改套数预计仍有550万套左右，考虑到棚改货币化安置和专项债对棚改项目的资金支持力度走弱，加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支，加速推盘对销售的边际效应减弱，三四线城市销售上行趋势在2020年难以持续。

图4 近年棚改实际执行情况



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，开发投资增长韧性较强，土地市场由热转冷，成交增速回落，下半年土地成交溢价率明显下行

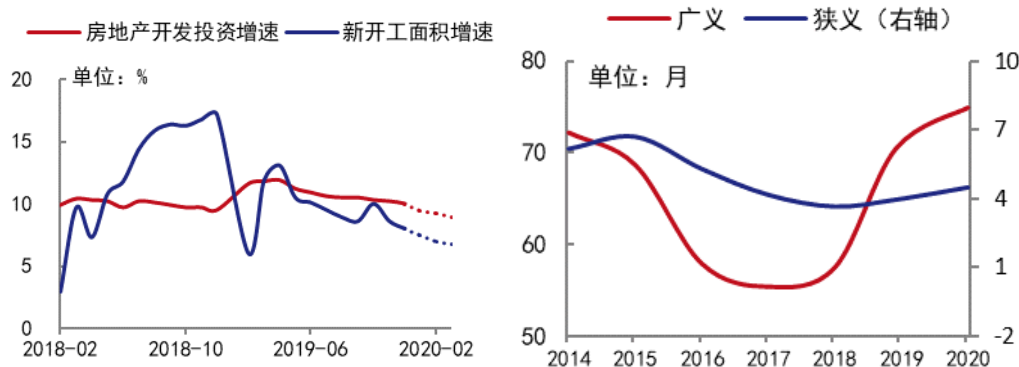
房屋新开工方面，2018年全国房屋新开工面积同比增长17.20%，较上年提高10.20个百分点，随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，2019年1-11月全国房屋新开工面积同比增长8.6%，增速较上年同期下滑1.7个百分点。开发投资方面，2019年1-11月房地产开发投资同比增长10.2%，较上年同期提高0.5个百分点，仍延续较强的增长韧性。

自2016年11月以来国内商品房待售面积持续下滑，2019年11月末国内商品房待售面积同比下滑6.5%，降幅持续收窄，待售规模处于近年来的历史低位；期末狭义库存去化周期为3.97个月，较2018年末小幅回升0.31个月，广义房屋库存去化周期为70.5个月，较2018年末延长13.01个月，库存去化周期继续回升。

土地成交方面，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；2019年1-11月百城成交土地规划建筑面积同比下滑1.3%，较2018年增速明显回落。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。预计2020年国内土地市场成交总量继续回落，其中一线和重点二线城市相对稳健，三四线土地市场面临较大调整压力。

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



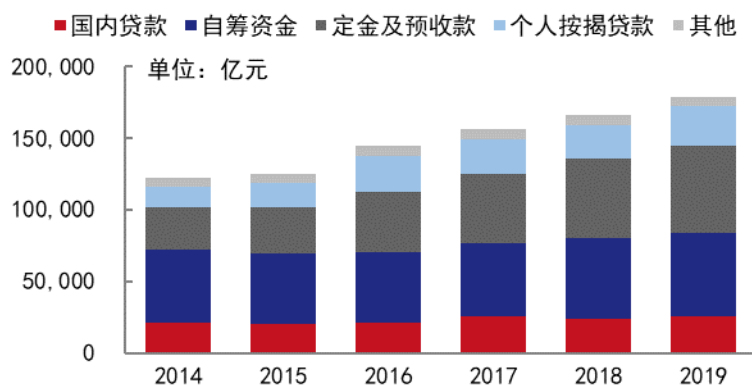
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

房地产企业的融资形势较为严峻，外部融资比重下降，销售回款占资金来源比重呈上升趋势

根据国家统计局的分类标准，房地产开发资金来源分为国内贷款、利用外资、自筹资金与其他资金，其中，利用外资的资金规模较小。国内贷款分为银行贷款和非银行机构贷款；自筹资金主要为自有资金、债券融资、非标融资等；其他资金主要为定金及预收款、个人按揭贷款等。

图 8 房地产开发投资资金来源情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

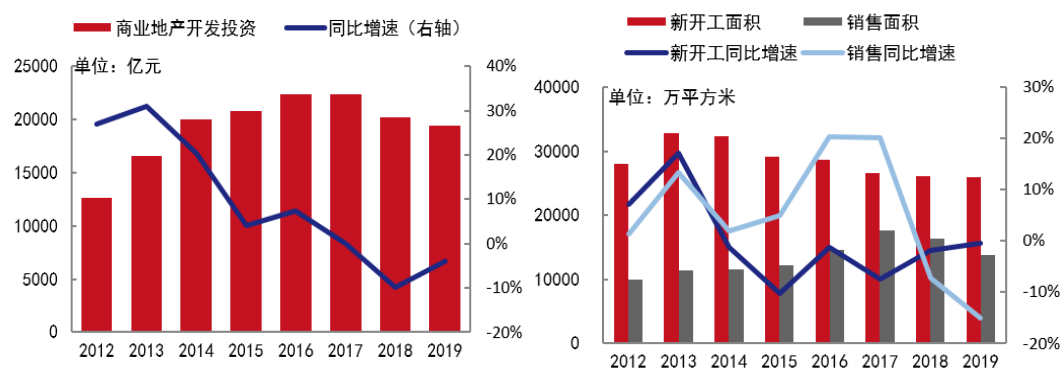
2019 年房企融资形势仍较为严峻，5 月银保监会 23 号文要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，多家信托公司收到银保监会窗口指导，要求控制房地产信托业务规模，国家发改委发文要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。2018 年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地

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，2019年房企国内贷款25,229.00亿元，规模同比增加5.10%，占投资资金的比重为14.13%，占比有所下滑。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。2019年个人按揭贷款和定金及预收款分别为27,281.00亿元和61,359.00亿元，合计占总资金比例为49.63%，占比同比上升1.95个百分点。

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9 全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速

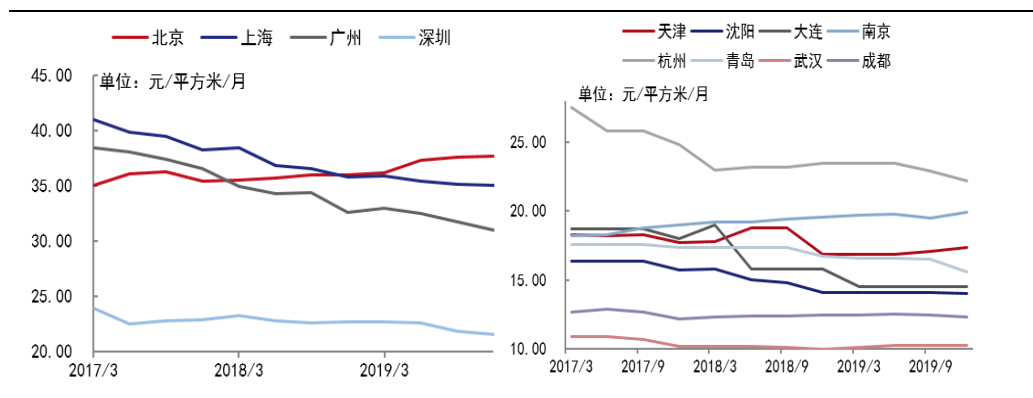


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

图10 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

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。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会

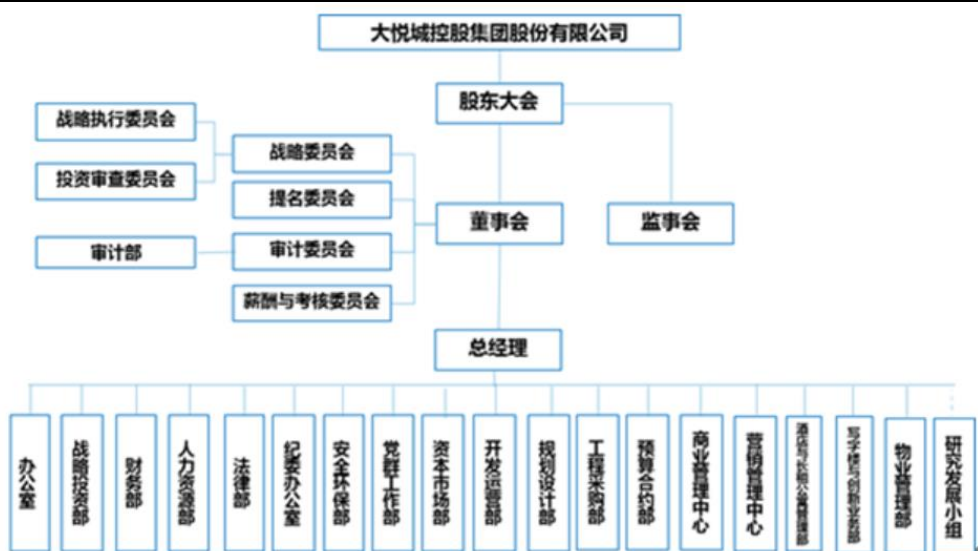
选举产生，由11名董事组成。董事会下设战略、薪酬和考核、审计和提名委员会，对董事会负责。近年来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规程召开多次会议，审议通过了公司贷款、担保、对外投资、利润分配及资本公积金转增股本等多项议案。

公司监事会由股东大会选举产生，负责对董事会及公司高管人员履行职责的合规合法性进行监督，目前公司监事会有监事3人，其中1人为职工监事。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式履行监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

根据公司章程，公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，接受董事会的考核与监督，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。截至2019年底，公司共有高级管理人员10名。

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了战略投资部、财务部、人力资源部、法律部、审计部、安全环保部、资本市场部、开发运营部、规划设计部、工程采购部、预算合约部、商业管理中心、营销管理中心、酒店与长租公寓管理部、写字楼与创新业务部、物业管理部等职能部门。公司对各部门的职能进行了科学合理的分级，明确了各部门职责、工作要求、权限及相互关系。近年来，公司依据有关法律法规和规范性文件的要求，不断健全内部控制体系，并随着业务的发展，持续对现有的制度、流程进行梳理，以提高内部控制效率。

图 11 截至 2019 年底公司组织架构图



资料来源：Wind，中证鹏元整理

人员素质方面，截至2019年底，公司共有在册员工9,462人，主要以物业服务、酒店服务和商业管理中心人员为主；教育程度方面，公司研究生及以上学历的人员1,255人，

大学本科学历3,426人，本科及以上学历占比49.47%，人员综合素质较好。

表 1 截至 2019 年底公司人员构成情况

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数
物业服务人员	3,148	博士研究生	13
酒店服务人员	1,775	硕士研究生	1,242
商业管理中心人员	1,034	本科	3,426
技术人员	1,359	专科	1,909
行政人员	899	大专以下	2,872
财务人员	506	-	-
销售人员	335	-	-
其他人员	406	-	-
合计	9,462	合计	9,462

资料来源：公司 2019 年年度报告

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，公司治理机制运行良好，各治理主体基本能够有效履行各自的职责。公司部门架构设置、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

公司是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。2017-2019年公司分别实现营业收入140.42亿元、221.69亿元和337.87亿元，近年来保持增长态势。商品房销售及一级土地开发是公司最主要的收入来源，近三年占比分别为92.70%、73.55%和79.61%，其中2019年同比大幅增长64.95%，主要是由于当期达到结算收入条件的商品房资源增加所致。公司投资物业及相关服务收入主要来自大悦城地产并表后新增其投资运营的大悦城系列购物中心和写字楼等物业。随着可出租面积增加以及租金水平稳步增长，2017-2019年公司投资物业及相关服务收入分别为5.87亿元、43.81亿元和51.44亿元。大悦城地产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。随着大悦城地产纳入合并范围以及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，近年来物业管理收入亦保持增长。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。

毛利率方面，商品房销售业务毛利率受不同时期结算项目差异的影响呈现一定的波动，但近年仍保持在较高水平；公司商业地产项目运营良好，投资物业及相关服务业务毛

利率近年来持续小幅提升；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，近三年公司综合毛利率分别为36.33%、46.08%和41.20%，整体盈利能力在行业内处于较好水平。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	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	2,689,713.09	37.91%	1,630,609.54	42.89%	1,301,768.77	36.59%
投资物业及相关服务	514,446.44	62.40%	438,099.39	61.22%	58,653.66	53.64%
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%	26,510.97	-23.34%
其他业务	21,119.41	56.40%	25,714.60	54.94%	17,302.19	49.03%
合计	3,378,662.32	41.20%	2,216,862.99	46.08%	1,404,235.59	36.33%

注：2018年数据采用2019年审计报告期初数；2017年数据来源于2017年审计报告，未经过追溯调整。资料来源：公司2017年、2019年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司房地产开发业务快速扩张，合同销售金额持续增加，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，但项目开发亦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。在开发进度方面，公司保持了较快的扩张态势，近三年新开工面积分别为115.09万平方米、371.69万平方米和403.08万平方米。结算方面，在竣工面积逐步增加的带动下，公司房地产项目结算金额保持增长，但受到结算项目资源和公司结算计划的影响，规模呈现一定的波动，近三年结算金额分别为130.19亿元、127.46亿元和282.78亿元。

表 3 近年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

注：2017-2018年数据未包含大悦城地产经营数据。资料来源：公司提供

销售方面，随着合作开发项目增多以及新开工项目的逐步销售，2017-2019年公司分别实现合同销售面积85.38万平方米、128.86万平方米、259.55万平方米，合同销售金额261.59亿元、398.64亿元、618.54亿元，近年来持续快速增长。2017-2018年公司重点销售项目主要位于北京、深圳等一线城市，单位房价相对较高，当期销售均价保持在较高水平；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，2017-2019年公司在一线城市实现的合同销售金额占比分别为72.57%、71.90%和39.84%，在二线城市¹实现的合同销售金额占比分别为27.05%、24.87%和47.13%。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，在售项目布局以高能级城市为主，近三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%，公司在长三角城市群的销售占比有所提升，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、苏州、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 4 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		2017 年	
	销售面积	销售金额	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	18.58	93.50
深圳	16.56	70.83	22.39	74.57	22.03	96.24
苏州	25.65	79.69	6.86	17.19	10.14	19.43
上海	13.53	85.42	0	0	0.50	0.10
南京	23.63	47.18	4.68	10.35	5.32	12.49
成都	22.58	46.65	10.65	20.48	10.52	17.65
嘉兴	21.56	35.64	1.77	5.43	0.00	0.00
沈阳	29.08	31.81	6.55	12.87	5.06	8.40
武汉	25.55	30.48	0.00	0.00	0.00	0.00
杭州	11.47	27.65	4.31	11.42	0.49	1.31

¹二线城市包括天津、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。

绍兴	14.26	26.68	4.04	6.36	0.00	0.00
青岛	11.54	20.77	0.00	0.00	0.00	0.00
重庆	10.98	15.30	7.89	11.30	2.93	4.00
佛山	6.55	14.95	0.35	0.80	0.00	0.00
常州	6.56	14.67	0.00	0.00	0.00	0.00
天津	5.75	12.51	1.32	4.39	0.16	1.00
长沙	13.87	8.92	17.44	11.13	8.98	6.48
其他城市	8.23	16.23	0.21	0.31	0.67	0.98
总计	290.03	710.84	128.88	398.66	85.38	261.58

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。

近年来公司加大联合拿地力度，土地购置金额呈波动态势；公司土地储备较为充裕，区域布局分散，但需关注新购置地块未来收益实现存在不确定性，公司未来维持目前利润率水平面临一定的挑战

在区域布局上，公司坚持将核心新一线及二线城市做为主要的拓展区域，以环北京、环上海、环深圳的“3+X”城市群布局为主线，重点布局京津冀、长三角一体化城市、粤港澳大湾区、长江中游、成渝、海西、中原等城市群的核心城市及周边辐射区域。近年来，除核心城市持续布局外，公司已陆续进入宁波、惠州、台州、江门、哈尔滨和济南等城市，

截至2019年末，已在全国32个城市拥有项目布局。

近年来，公司土地购置金额呈波动态势。2017年，土地市场热度持续上升，公司加大一线城市以及重点二线城市土地储备工作，通过招拍挂、股权收购和资产收购等方式新增北京孙河、南苑、顺义马头庄、成都武侯区簇桥街道、天府北侧等项目等土地储备项目23个，计容建筑面积合计为349.58万平方米，购置总金额为457.13亿元，为当期销售金额的1.75倍。2018年，在部分区域土地市场遇冷、楼面地价有所下行的背景下，公司土地收储策略较为谨慎，当期放缓拿地节奏，新增北京朝阳区孙河、天津市北辰区、南京溧水、嘉兴秀洲等土地储备项目14个，计容建筑面积合计为195.82万平方米，购置总金额为189.71亿元（占当期销售金额的47.59%），同比均有所减少。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，新增土地计容建筑面积500万平方米，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%）。拿地方式方面，为提高拿地成功率、分散风险和降低资金压力，近年来公司持续加大在公开市场上联合拿地的力度。

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，新增土地储备楼面均价持续下行，2017-2019年楼面均价分别为13,077元/平方米、9,688元/平方米和5,524元/平方米。

表 5 近年公司新增土地储备情况

项目	2019年	2018年	2017年
新增项目数量（个）	22	14	23
新增土地计容建筑面积（万平方米）	500.00	195.82	349.58
新增土地价款（亿元）	276.21	189.71	457.13
楼面均价（元/平方米）	5,524	9,688	13,077
期末土地储备建筑面积（万平方米）	2,429.16	1,477.73	1,298.06

注：表中统计数据为全口径；2017-2018年末包含收购的大悦城地产新增土储项目。

资料来源：公司提供

2017年受市场热度上升的影响，公司规模快速扩张，拿地策略较为激进，2018年至今公司放缓拿地节奏，土地储备保持温和扩张的态势，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。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。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 6 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%
香港区域	0.12	2	0.08%	0	0.00%
合计	1,141.92	2,429.16	100%	625.09	100%

资料来源：公司提供

大悦城地产专注于商业地产和综合开发板块，具有很强的品牌影响力和商业运营能力，旗下投资物业资产质量良好，租赁物业经营业绩稳步提升，能够为公司贡献稳定的现金流入，但也需关注宏观经济下行背景下商业地产项目的运营压力

公司商业物业的运营主体主要为子公司大悦城地产，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。

大悦城城市综合体以“年轻、时尚、潮流、品位”为品牌精神，定位于18-35岁新兴中产阶级客户群体，是集购物、娱乐、休闲、餐饮等功能于一体的大型购物中心，首个大悦城购物中心西单大悦城于2007年开业。2017年公司宣布推出“大悦春风里”产品线，重

点布局在一线非核心商圈或二线城市核心商圈，将25-45岁新兴中产和成熟中产定位为核
心客群，偏重于餐饮、休闲、家庭等生活类业态。

公司持有及投资的大悦城购物中心主要位于一二线城市的核心地段，拥有较高的投资
价值。截至2019年底，公司持有已开业10个大悦城购物中心及1个祥云小镇项目，分别位
于北京、上海、天津、沈阳、成都、杭州、烟台、西安等8个城市。此外，公司还通过管
理输出模式运营天津和平大悦城项目及昆明大悦城项目。目前公司主要在建的大悦城系列
包括武汉大悦城购物中心、重庆大悦城购物中心、苏州大悦城春风里以及青岛JOY·PARK
等8个项目，位于北京、武汉、重庆、成都、济南、三亚等城市，拟建的大悦城春风里3
个及祥云小镇项目1个，位于北京、苏州、青岛等城市。经过多年的运营和培育，近年来
大悦城购物中心已在国内商业地产领域形成了差异化的竞争优势。

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。针对大部分客户采用固定租金与业绩抽成
综合、两者取其高的模式收取租金，结算方面基本以按月结算为主。出租率方面，得益
于强大的品牌影响力和领先的招商及运营能力，在经过两至三年的培育期后，公司运营的
购物中心项目出租率均能够达到较高水平，2019年购物中心可出租面积共计85.65万平方
米，全年平均出租率高达97%，大部分购物中心基本接近于满租状态。2017-2019年，公
司持有的购物中心分别实现物业租赁收入24.25亿元、27.00亿元和31.78亿元，其中西
单大悦城购物中心和朝阳大悦城购物中心均位于北京核心商圈的黄金地段，是公司物业
租赁收入贡献度最高的购物中心。

表 7 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%

合计	-	85.65	83.15	24.25	27.00	31.78	-	-	-
----	---	-------	-------	-------	-------	-------	---	---	---

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 8 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年初爆发的新冠肺炎疫情已对零售、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 9 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	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

区项目

计划》进行了公示

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司控股股东中粮集团是大型央企，实力雄厚，能够在获取项目资源与资金方面给予公司大力的支持

控股股东中粮集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是16家以房地产为主业的央企之一。中粮集团前身为华北对外贸易公司，于1949年在天津成立，目前中粮集团已发展成为一家集食品制造、粮油糖等农产品贸易、物流、房地产和金融等业务于一体的多元化集团，拥有中国食品（股票代码：00506.HK）、中国粮油（股票代码：00606.HK）、中粮包装（股票代码：00906.HK）、蒙牛乳业（股票代码：02319.HK）、大悦城地产（股票代码：00207.HK）、中粮肉食（股票代码：01610.HK）、大悦城控股（股票代码：000031.SZ）、中粮糖业（股票代码：600737.SH）、酒鬼酒（股票代码：000799.SZ）等多家上市公司。自1994至2019年，已连续26年入选美国《财富》杂志世界企业500强。截至2019年底，中粮集团（合并范围）总资产5,979.84亿元，2019年营业总收入为4,984.36亿元。

作为中粮集团旗下的房地产业务综合开发平台，公司在业务拓展、项目取得、开发资金等方面都得到了重点支持。业务拓展方面，中粮集团的品牌和社会影响力有利于公司业务的扩张；在项目取得方面，若公司因资金实力不足等原因不足以获得新的地产项目，中粮集团可能利用自身优势获得该等项目，后将在同等商业条件下将其优先转让给公司或采取合作方式由公司为主开发。开发资金方面，中粮集团通过集团借贷、担保等方式给予了公司较为有力的支持。

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2018年审计报告、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月未经审计的财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，由于2019年公司发生同一控制下企业合并，报告中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。2017年，公司新设立18家子公司，注销1家子公司；2018年公司新设立17家子公司，非同一控制下合并增加4家子公司，注销1家子公司、丧失控制权2家子公司；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

随着大悦城地产纳入合并范围及业务持续发展，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，其中流动资产占总资产比重为73.03%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	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%	1,028,255.65	13.57%
其他应收款	2,564,527.58	13.34%	2,442,841.44	13.34%	2,664,344.62	16.61%	1,810,181.57	23.90%
存货	7,505,710.16	39.05%	7,576,832.36	41.36%	5,889,944.38	36.73%	3,463,066.01	45.72%
其他流动资产	518,934.39	2.70%	472,803.67	2.58%	396,821.71	2.47%	185,621.49	2.45%
流动资产合计	14,202,306.00	73.88%	13,377,951.25	73.03%	11,078,237.03	69.08%	6,521,551.34	86.09%
长期股权投资	1,132,097.36	5.89%	1,130,513.34	6.17%	982,843.99	6.13%	336,388.15	4.44%
投资性房地产	2,922,477.80	15.20%	2,837,274.79	15.49%	3,247,635.82	20.25%	381,960.09	5.04%
固定资产	418,453.68	2.18%	422,392.69	2.31%	366,930.87	2.29%	56,845.36	0.75%
非流动资产合计	5,020,587.16	26.12%	4,940,305.38	26.97%	4,959,592.02	30.92%	1,053,596.24	13.91%
资产总计	19,222,893.16	100.00%	18,318,256.64	100.00%	16,037,829.05	100.00%	7,575,147.58	100.00%

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

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。2019年末其他应收款账面价值244.28亿元，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，应收关联方往来款项规模较大。

表 11 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
合计	-	1,042,167.94	-	42.19%	8,599.59

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。随着土地储备及房地产项目开发投入增加，2019年末公司存货账面价值增长至757.68亿元，其中开发成本占比为79.72%。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 12 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%
合计	7,576,832.36	100.00%	5,889,944.38	100.00%

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，近年来持续增加，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，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

公司资产运营效率在同业中处于相对较好的水平

近年来公司持续加大商品房销售力度，库存去化速度加快，签约金额持续增长，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，商品房结算增加带动公司营业收入规模快速增长，2019年公司存货周转天数波动下降至1,220.18天。2019年公司总资产周转天数为1,830.34天，较2017年有所延长，主要是大悦城地产并表后，公司资产规模大幅增长所致。

表 13 公司主要运营效率指标

项目	2019年	2018年	2017年
存货/（预收款项+合同负债）	2.02	1.99	1.82
存货周转天数（天）	1,220.18	1,408.34	1,309.53
流动资产周转天数（天）	1,302.92	1,429.03	1,506.79
总资产周转天数（天）	1,830.34	1,917.27	1,756.48

资料来源：公司 2018-2019 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 14 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
大悦城控股	1,220.18
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，未来业绩有较好的保障；盈利能力强，在同业中处于较好水平

作为多业态的综合地产开发平台，公司营业收入来源丰富，2017-2019年收入规模分别为140.42亿元、221.69亿元和337.87亿元，近年来保持增长。截至2019年末，公司预收款项及合同负债余额375.57亿元，该等款项未来的结转可在一定程度上锁定公司的短期业绩。此外，公司目前在建和拟建项目较多，在售项目多位于国内一线城市和热点二线城市，以大悦城综合体为主的商业地产项目可贡献稳定的租金收入，业务持续性较有保障。

近三年公司投资收益分别为5.23亿元、8.47亿元和4.97亿元，其中2019年投资收益大幅减少，主要是权益法核算的联营合营企业投资亏损9.58亿所致。随着利息支出及职工薪酬等期间费用增长，公司期间费用规模持续增加，由于收入规模持续扩大，期间费用率波动下行。公司项目主要分布于一线城市与重点二线城市，由于结算项目的变化，近年公司综合毛利率波动提升，由2017年的36.33%上升至2019年的41.20%。2019年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。公司各项盈利能力指标均表现较好，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 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	545,873.78	3,378,662.32	2,216,862.99	1,404,235.59
投资收益	-4,150.53	49,663.15	84,666.71	52,295.51
营业利润	91,873.94	599,914.36	519,849.16	239,230.19
期间费用	86,523.11	459,558.54	326,317.05	194,501.10
利润总额	91,987.10	600,531.29	509,340.19	239,479.48
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%
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%
营业收入增长率	-35.16%	52.41%	0.55%	-22.10%
净利润增长率	-74.26%	3.67%	15.54%	30.10%

注：为保证可比性，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

表 16 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

近年来，随着商品房销售回款增加、以及大悦城地产并表后商业物业经营业绩的稳步提升，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，经营活动现金流入明显上升。近年来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，2017-2019年公司经营活动净现金流分别为17.18亿元、11.27亿元和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。

公司投资活动现金流出主要为对合营及联营企业股东及参股企业借出的款项、商业地产项目工程建设款项支出以及支付的股权收购款等，近年来持续表现为净流出，但净流出规模有所收缩。2019年公司投资活动产生的现金流净额为-21.69亿元，净流出规模较往年大幅减少，主要是收回对合营及联营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。

公司持续加大筹资力度，通过非公开发行股票、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，近年来筹资活动持续净流入。考虑到截至2019年末公司在建和拟建项目至少需投入资金830.45亿元及债务的到期偿付，未来公司仍有一定的资金压力。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017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	1,918,936.40
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	3,859,118.52
购买商品、接受劳务支付的现金	432,734.91	2,303,083.26	1,794,434.30	1,224,519.99
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	4,013,822.18
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
现金及现金等价物净增加额	617,400.38	799,885.47	-148,618.51	-339,006.14

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

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，负债水平持续上升，2019年末公司负债总额为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%），期末公司产权比率为330.60%，近年来持续下降，所有者权益对总债务的保障程度有所提升，公司资本结构得到优化。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	14,942,784.46	14,064,152.60	12,467,264.86	6,400,688.66
所有者权益	4,280,108.70	4,254,104.04	3,570,564.19	1,174,458.92
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	663,048.56
少数股东权益	2,350,858.86	2,313,006.31	2,025,362.11	511,410.35
产权比率	349.12%	330.60%	349.17%	544.99%

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

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 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	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%	462,500.00	7.23%
应付账款	959,039.39	6.42%	1,095,144.49	7.79%	1,082,214.05	8.68%	484,422.57	7.57%
合同负债	3,304,975.18	22.12%	778,144.75	5.53%	697,837.60	5.60%	0.00	0.00%
预收款项	163,813.46	1.10%	2,977,523.25	21.17%	2,261,226.39	18.14%	1,900,947.43	29.70%
其他应付款	1,245,932.39	8.34%	1,277,308.16	9.08%	1,182,289.21	9.48%	801,878.16	12.53%
一年内到期的非流动负债	1,276,115.23	8.54%	1,359,086.87	9.66%	1,253,976.66	10.06%	778,017.08	12.16%
流动负债合计	8,326,938.81	55.73%	8,483,679.47	60.32%	7,334,336.62	58.83%	4,841,999.23	75.65%
长期借款	5,380,780.31	36.01%	4,537,831.31	32.27%	3,899,812.21	31.28%	1,215,834.91	19.00%
应付债券	847,754.78	5.67%	697,533.34	4.96%	751,666.35	6.03%	198,746.78	3.11%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	142,500.00	1.14%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6,615,845.66	44.27%	5,580,473.13	39.68%	5,132,928.24	41.17%	1,558,689.43	24.35%
负债合计	14,942,784.46	100.00%	14,064,152.60	100.00%	12,467,264.86	100.00%	6,400,688.66	100.00%
其中：有息债务	7,913,688.67	52.96%	6,914,062.93	49.16%	6,379,323.44	51.17%	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 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

从融资方式来看，银行贷款始终是公司最重要的融资方式，票据、债券、信托融资等融资方式逐渐增加。截至2019年末，公司有息债务合计为691.41亿元，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。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%，在行业内处于较低水平，但公司有息债务规模较大，2020年3月末有息债务增加至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 20 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	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 中粮地产 MTN001	150,000.00	3 年	5.00%	2021-04-25
18 中粮地产 MTN002	120,000.00	3 年	4.45%	2020-07-20
18 中粮地产 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
合计	999,200.00	-	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

偿债能力指标方面，得益于非公开发行股份，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%，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，近年来有所提升；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。近年来得益于结转规模增长以及大悦城地产并表，公司EBITDA大幅增长，但迅速增加的有息债务规模引致利息支出增加，2019年公司EBITDA利息保障倍数仅小幅提升至2.34。此外，2020年第一季度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。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 21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
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%
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
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

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

八、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

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。2017-2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为191.89亿元、287.25亿元和386.84亿元，实现的经营性净现金流分别为17.18亿元、11.27亿元和40.65亿元。截至2019年末，公司在建和拟建的商品房项目主要分布在一线及热点二线城市，待售的规划建筑面积较大，该等项目的后续销售将有望给公司带来较好的现金流入；大悦城地产并表后，公司新增商业地产相关收入，大悦城地产商业运营能力领先，持有的投资物业均位于重点城市核心地段，近年来租金收入持续增长，可以为公司带来稳定持续的现金流入；同时公司涉入的旧改项目也较多，旧改项目均位于深圳市，该等项目未来的顺利推进有望给公司带来新的收入和利润来源。但中证鹏元也关注到，未来在我国宏观经济增速有所放缓、土地及开发成本与人力成本等逐渐提升的背景下，公司待售项目的未来销售存在不确定性，同时该等项目尚需投入资金量较大，公司未来面临一定的资金压力；我国商业物业仍面临空置率上升和租金下跌的风险，公司商业地产运营项目面临一定的挑战；此外，旧改项目存在投资开发周期不确定以及前期投入资金较大等风险，项目收益也存在一定的不确定性。

其次，公司可通过多种渠道融资筹集偿债资金。截至2019年末，公司在各金融机构尚未使用的授信额度为506.09亿元，额度较为充足。公司是A股上市公司，公司子公司大悦城地产为港股上市公司，可通过资本市场进行直接或间接融资，具备较强的融资能力。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因而未达到授信条件的风险以及再融资可能受到金融政策和市场环境的影响。

最后，必要时公司也可通过资产变现等途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。截至2019年末，公司使用权不受限的存货、固定资产、投资性房地产（成本法计量）合计701.59亿元，但该部分资产实际变现时可能受到房地产市场波动的影响而存在不确定性。

九、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，行业面临一定的下行压力，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 22 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
合计	329,400.00	-	-

注：本表中统计的对外担保不包含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

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 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

附录二 截至 2019 年末公司合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	主营业务	持股比例（%）	取得方式
中粮地产集团深圳工人服务有限公司	工业地产租赁	100	设立
中粮地产集团深圳大洋服务有限公司	工业地产租赁	100	设立
中粮地产集团深圳工业发展有限公司	工业地产租赁	100	设立
深圳市宝安三联有限公司	工业地产租赁	74.04	设立
深圳市宝安福安实业有限公司	工业地产租赁	56.52	设立
华高置业有限公司	商业贸易	100	设立
中粮地产集团深圳物业管理有限公司	物业管理	100	设立
深圳中粮地产物业服务有限公司	物业管理	100	设立
中粮地产集团深圳房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产发展（深圳）有限公司	房地产开发	100	设立
长沙中粮地产投资有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产成都有限公司	房地产开发	100	设立
成都天泉置业有限责任公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
中粮地产南京有限公司	房地产开发	100	设立
苏源集团江苏房地产开发有限公司	房地产开发	90	同一控制下企业合并
杭州易筑房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
杭州鸿悦置业有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产（上海）有限公司	房地产开发	100	设立
上海加来房地产开发有限公司	房地产开发	51	同一控制下企业合并
中粮地产（北京）有限公司	房地产开发	100	设立
天津粮滨投资有限公司	房地产开发	90	设立
中耀房地产开发（沈阳）有限公司	房地产开发	65	设立
中粮祥云置业（苏州）有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产（天津）有限公司	房地产开发	100	设立
中粮房地产开发（杭州）有限公司	房地产开发	100	设立
烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
中粮天悦地产(苏州)有限公司	房地产开发	100	设立
太仓悦祥房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产（武汉）有限公司	房地产开发	100	设立
深圳市前海中粮投资管理有限公司	房地产开发	51	设立
沈阳锐镜投资有限公司	房地产开发	100	设立
沈阳和悦投资有限公司	房地产开发	51	设立
中粮地产（西安）有限公司	房地产开发	100	设立
西安悦鼎房地产开发有限公司	房地产开发	51	设立

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
华夏资本中粮购房尾款 1 号资产支持专项计划	-	-	设立
中粮地产（深圳）实业有限公司	房地产开发	51	设立
深圳市锦峰城房地产开发有限公司	房地产开发	51	非同一控制下业合并
深圳市创芯置业有限公司	房地产开发	100	设立
深圳市创智产业运营管理有限公司	商务服务业	100	设立
长沙观音谷房地产开发有限公司	房地产开发	98	非同一控制企业合并
成都悦城实业有限公司	房地产开发	87.88	设立
成都中粮锦悦置业有限公司	房地产开发	100	设立
成都硕泰丽都地产开发有限公司	房地产开发	61.45	非同一控制企业合并
成都和鑫悦企业管理有限公司	房屋租赁	100	设立
成都鸿悦置业有限公司	房地产开发	51	设立
成都怡悦置业有限公司	房地产开发	51	设立
上海悦鹏置业发展有限公司	房地产开发	100	设立
中粮鸿云置业南京有限公司	房地产开发	100	设立
中粮祥云置业南京有限公司	房地产开发	51	设立
北京正德兴合房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产投资（北京）有限公司	房地产开发	51	设立
跃胜有限公司（BVI）	对外投资	100	设立
Prized Developments Limited	商业贸易	100	同一控制下企业合并
巧克力产品（中国）有限公司	对外投资	100	同一控制下企业合并
COFCO（bvi） NO.102 Limited	对外投资	100	同一控制下企业合并
中粮金帝食品（深圳）有限公司	生产制造	100	同一控制下企业合并
北京鹏源置业有限公司	房地产开发	100	设立
上海兴悦房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
上海世而房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
上海世斯房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
上海世良房地产咨询有限公司	房地产开发	100	设立
上海玥世企业管理咨询有限公司	房地产开发	100	设立
重庆华悦锦合实业有限公司	物业管理	100	设立
深圳前海汇金添安资本管理有限公司	受托资产管理、投资管理	51	设立
中粮（深圳）智汇置业有限公司	房地产开发	100	设立
北京燕都水郡房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
南京三金祥云置业有限公司	房地产开发	50	设立
成都中金澍茂置业有限公司	房地产开发	95	设立
成都蜀鑫悦企业管理有限公司	房地产开发	100	设立
嘉兴嘉云房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立

沈阳和嘉投资有限公司	房地产开发	100	设立
天津市北源置业有限公司	房地产开发	100	设立
天津鹏源置业有限公司	房地产开发	100	设立
昆明府悦房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
杭州浩悦实业有限公司	商务服务业	100	设立
成都鹏鼎置业有限责任公司	房地产业	50	非同一控制企业合并
杭州旭悦置业有限公司	房地产业	50	设立
南京卓泓晟房地产开发有限公司	房地产业	33.5	设立
北京燕都水韵房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
北京燕都乐郡房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
沈阳和坤房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
嘉兴京开房地产开发有限公司	房地产开发	51	非同一控制企业合并
南京嘉阳房地产开发有限公司	房地产开发	40	非同一控制企业合并
株洲金城日月湖置业有限公司	房地产开发	100	非同一控制企业合并
广州市鹏悦置地有限公司	房地产开发	100	设立
中粮地产（厦门）有限公司	房地产开发	100	设立
河北昆泰众腾房地产开发有限公司	房地产开发	60	设立
智恒有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
亨达发展有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
新峰集团有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
COFCO (BVI) No.94 Limited	投资	100	同一控制下企业合并
迅行投资有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
业隆有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
鹏利国际（行政）有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
思创工程顾问有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
中粮酒店控股有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
鹏利国际（地产代理）有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Elab,Corp.	投资	100	同一控制下企业合并
雄域集团有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
HOPE BV NO.1 LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
HOPE BV NO.2 LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
柏星有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
HOPE HK NO.6 LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
溢嘉有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Kersen Properties Limited	投资	100	同一控制下企业合并
熙安有限公司	投资	51	同一控制下企业合并
立运有限公司	投资	51	同一控制下企业合并
倍隆有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
盛莱有限公司	投资	100	同一控制下企业合并

商晖有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
大悦城秘书有限公司（香港）	投资	100	同一控制下企业合并
大悦城商业管理有限公司（香港）	投资	100	同一控制下企业合并
兆康有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
胜基有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
锦星有限公司	投资	51	同一控制下企业合并
恒瑞有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
First Affluent Ltd	投资	100	同一控制下企业合并
洲立有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
亮永有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
同业有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
超茂有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
尚胜有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
耀山有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Hengyue Limited	投资	100	同一控制下企业合并
宏益有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
兴涛有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
其康有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
达誉有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
实添有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
亚龙湾开发股份（香港）有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
上海鹏利置业发展有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
海岭投资有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
崇威国际有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
万锦香港有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
中粮酒店投资（三亚）有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
利港企业有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
COFCO (BVI) No.17 Limited	投资	100	同一控制下企业合并
Gloria Plaza Hotel (Suzhou) Limited	投资	100	同一控制下企业合并
Bapton Company Limited	物业投资	100	同一控制下企业合并
永信海外有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
LEAD STRENGTH LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
ENLIGHTEN FAME LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
HOPE HK NO.1 LIMITED	物业投资	100	同一控制下企业合并
GOLD ENPROMINENT LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
凯莱物业管理有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Top Glory Properties Management (HK) Limited	投资	100	同一控制下企业合并
沈阳大悦城房产开发有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并

鹏源发展（北京）有限公司	投资控股	100	同一控制下企业合并
佑城有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
同展有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
百驰有限公司	投资	55	同一控制下企业合并
悦诚（香港）有限公司	投资	51.96	同一控制下企业合并
双达有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
晟业有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
大悦城商业管理（香港）有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Brighten Sky Limited	投资	100	同一控制下企业合并
亨晟有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
创滔有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
领徽有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
Hengxin Fund L.P.	投资	100	同一控制下企业合并
耀动有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
悦合有限公司	投资	51	同一控制下企业合并
斯威有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
卓孚有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
三亚亚龙湾开发股份有限公司	物业开发	50.82	同一控制下企业合并
卓远地产（成都）有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
中粮酒店（三亚）有限公司	持有及经营酒店	100	同一控制下企业合并
中粮鹏利（成都）实业发展有限公司	物业开发	100	同一控制下企业合并
四川凯莱物业管理有限公司	物业管理	94	同一控制下企业合并
沈阳大悦城商业管理有限公司	物业管理	100	同一控制下企业合并
中粮置业投资有限公司	投资控股	100	同一控制下企业合并
浙江和润天成置业有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
华铿有限公司	投资	51	同一控制下企业合并
上海悦耀置业发展有限公司	物业开发	50	非同一控制下企业合并
大悦城商业管理（北京）有限公司	管理咨询	100	同一控制下企业合并
北京亨晟置业有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
三亚虹霞开发建设有限公司	物业开发	80	同一控制下企业合并
三亚亚龙湾热带海岸公园管理有限公司	提供旅游服务	100	同一控制下企业合并
三亚悦晟开发建设有限公司	物业开发	100	同一控制下企业合并
三亚亚龙湾龙溪游艇会有限公司	游艇赛事组织	100	同一控制下企业合并
三亚悦晟教学服务有限公司	文化教育	100	同一控制下企业合并
三亚亚龙湾悦城酒店管理有限公司	酒店管理 & 经营	100	同一控制下企业合并
成都中粮悦街企业管理有限公司	商业地产管理	100	同一控制下企业合并
成都鹏悦企业管理咨询有限公司	企业管理	100	同一控制下企业合并
北京中粮广场发展有限公司	物业投资	100	同一控制下企业合并

西单大悦城有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
北京弘泰基业房地产有限公司	物业投资及开发	90	同一控制下企业合并
大悦城（天津）有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
大悦城（上海）有限责任公司	物业管理	100	同一控制下企业合并
上海新兰房地产开发有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
烟台大悦城有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
四川中国酒城股份有限公司	物业开发	69.65	同一控制下企业合并
北京昆庭资产管理有限公司	物业投资	100	同一控制下企业合并
亨湛有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
利沾有限公司	投资	100	同一控制下企业合并
青岛大悦城房地产开发有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
重庆泽悦实业有限公司	物业投资及开发	100	同一控制下企业合并
臻悦（天津）股权投资基金管理公司	投资管理及咨询	100	同一控制下企业合并
杭州悦动商业管理有限公司	商业品牌管理	100	同一控制下企业合并
青岛智悦置地有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
西安悦茗房地产开发有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
CEDARSTAR LIMITED	投资	100	同一控制下企业合并
Joy Valley Ltd	投资	51	同一控制下企业合并
武汉大悦城房地产开发有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
晓盛有限公司	投资	83.18	同一控制下企业合并
沈阳和韬房地产开发有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
大悦城商业管理（天津）有限公司	商业品牌管理	100	同一控制下企业合并
河南新发展大悦实业有限公司	房地产开发	60	设立
重庆金悦汇房地产开发有限责任公司	房地产开发	50	设立
郑州市悦铭置业有限公司	房地产开发	51	设立
台湾饭店有限公司	酒店管理 & 经营	91.64	非同一控制企业合并
COFCO (BVI) NO.97 Limited	投资	100	非同一控制企业合并
Rosy Commerce Limited	投资	100	非同一控制企业合并
北京稻香四季房地产开发有限公司	房地产开发	99.82	非同一控制企业合并
重庆灏悦企业管理有限责任公司	房地产开发	100	设立
重庆悦启企业管理有限责任公司	房地产开发	100	设立
重庆悦致渝房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
云南大悦城控股房地产开发有限公司	房地产开发	100	设立
天津鹏程置业有限公司	房地产开发	100	设立
成都中粮美悦置业有限公司	房地产开发	56	设立
眉山加悦置业有限公司	房地产开发	56	设立
台州海悦置业有限公司	房地产开发	100	设立
惠州市悦鹏房地产有限公司	房地产开发	100	设立
江门鹏悦置业有限公司	房地产开发	100	设立

苏州工业园区悦金房地产有限公司	房地产开发	100	非同一控制企业合并
武汉裕中丰房地产开发有限公司	房地产开发	50	设立
哈尔滨悦麟房地产开发有限公司	房地产开发	51	设立
沈阳和广房地产开发有限公司	房地产开发	70	设立
大悦城（三亚）投资有限公司	商业综合管理	100	设立
济南大悦城产业发展有限公司	房地产开发	60	设立
沈阳和安商业管理有限公司	商业综合管理	100	设立
三亚悦港企业管理有限公司	企业管理咨询	100	设立
陕西鼎安置业有限公司	房地产开发	51	非同一控制企业合并
成都天府辰悦置业有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
四川鑫旅望房地产开发有限责任公司	房地产开发	60	设立
武汉地悦房地产开发有限公司	房地产开发	51	设立
三亚嘉悦开发建设有限公司	房地产开发	74.92	设立
天津乐和企业管理有限公司	商务服务业	70	设立
成都兴洲数字电视传播有限公司	房地产开发	30	非同一控制企业合并
成都大悦四川置业有限公司	房地产开发	55	设立
三亚悦港企业管理有限公司	企业管理咨询	100	设立
陕西鼎安置业有限公司	房地产开发	51	非同一控制企业合并
成都天府辰悦置业有限公司	房地产开发	100	同一控制下企业合并
四川鑫旅望房地产开发有限责任公司	房地产开发	60	设立
武汉地悦房地产开发有限公司	房地产开发	51	设立
三亚嘉悦开发建设有限公司	房地产开发	74.92	设立
天津乐和企业管理有限公司	商务服务业	70	设立
成都兴洲数字电视传播有限公司	房地产开发	30	非同一控制企业合并
成都大悦四川置业有限公司	房地产开发	55	设立

资料来源：公司 2019 年年度报告

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%
净负债率	$(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$
剔除预收款项和合同负债的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项} - \text{合同负债}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项} - \text{合同负债}) \times 100\%$
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年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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。

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公司网站（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。