

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）2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

大悦城控股集团股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)2023年跟踪评级报告

评级结果

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

评级日期

2023 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：陈刚
 cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
 zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”或“公司”，股票代码：000031.SZ）具有很强品牌影响力，储备项目资源丰富，且区域布局较好，未来收入具有保障。同时中证鹏元也关注到，公司销售规模有所下滑，同时主营业务盈利能力趋弱，资产计提较大规模减值；公司合作开发项目增多，对合联营企业的投资持续亏损，对外担保存在一定的代偿风险；负债经营水平较高，公司面临一定的资金压力等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	2,061.34	2,144.32	2,127.27	1,998.71
归母所有者权益	156.77	154.02	188.38	183.51
总债务	753.18	764.23	717.98	708.06
营业收入	60.85	395.79	426.14	384.45
净利润	6.12	-22.23	7.67	11.23
经营活动现金流净额	27.48	27.10	-84.64	98.14
销售毛利率	30.29%	24.06%	27.44%	31.44%
EBITDA 利润率	--	11.73%	16.91%	17.63%
总资产回报率	--	1.03%	2.47%	2.87%
剔除预收款项的资产负债率	71.98%	74.13%	70.31%	71.76%
净负债率	--	86.53%	92.47%	88.30%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.18	1.91	1.57
总债务/总资本	61.06%	61.67%	57.95%	60.80%
OCF/净债务	--	6.59%	-17.57%	24.35%
速动比率	0.59	0.60	0.54	0.63
现金短期债务比	--	2.30	1.43	1.74

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司是中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。子公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）所开发、管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其投资持有的购物中心、写字楼等物业主要位于一线城市黄金地段，旗下商业物业整体运营情况良好。
- **公司储备项目资源丰富，且区域布局较好，长期来看收入仍具备可持续性。**截至 2022 年末，公司主要在售项目的待售面积合计 1,051.47 万平方米，主要位于一、二线城市，区域布局分散；公司土地储备剩余可开发计容建筑面积为 1,314.69 万平方米，土地储备可售货值约 1,905 亿元（不含一级开发旧改等土储项目），储备项目资源丰富，区域分布相对分散且主要位于风险相对较小的一线和二线城市，未来收入具有保障。

关注

- **需关注公司销售情况。**受房地产市场环境波动影响，2022 年公司全口径商品房签约销售面积和销售额分别为 227.37 万平方米和 567.92 亿元，同比分别下降 20.79% 和 21.89%，未来需持续关注公司项目销售及回款情况。
- **需关注公司盈利能力波动。**随着房地产行业深度调整，公司销售收入及总资产规模呈收缩态势，2022 年公司营业收入同比下降 7.12%，同期销售毛利率下降 3.38 个百分点，主营业务盈利能力趋弱，控费能力有待改善；2022 年公司对联营及合营企业投资收益为-21.69 亿元，成都、武汉、张家口、青岛等地多个项目计提存货跌价准备 15.27 亿元，综合影响下，当期净利润-22.23 亿元，发生较大亏损，盈利能力指标持续下滑，未来仍需关注部分房地产市场表现偏弱地区项目的跌价风险。
- **公司负债经营水平偏高，仍面临一定的资金压力。**随着融资力度的加大，2022 年末公司总债务规模增长至 764.23 亿元，剔除预收款项的资产负债率增至 74.13%，整体负债经营水平仍偏高；截至 2022 年末，公司在建项目规模较大，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。
- **合作开发项目增加，关注联营及合营项目的经营情况。**近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低，截至 2022 年末，少数股东权益占所有者权益的比重上升至占比 67.58%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **需关注公司或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保实际金额合计 71.31 亿元，占期末净资产的比例为 15.01%，主要为对参股及合作开发公司的担保，对外担保规模较大，若被担保方经营状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。此外，公司合作开发项目数量较多，合作开发模式多样，可能存在一定的诉讼风险。

未来展望

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

同业比较（单位：亿元）

指标	新城控股	大悦城	滨江集团	金融街
全口径合同销售金额	1,160.49	567.92	1,539	315.2
总资产	4,579.07	2,144.32	2,761.76	1,530.44
营业收入	1,154.57	395.79	415.02	205.06
净利润	15.85	-22.23	39.04	6.47
销售毛利率	20.03%	24.06%	98.3%	15.64%
剔除预收款项的资产负债率	69.41%	74.13%	60.67%	70.37%
流动资产周转率（次）	0.33	0.25	0.19	0.19

总资产周转率（次）	0.23	0.19	0.17	0.13
-----------	------	------	------	------

注：上表数据均为 2022 年数据

资料来源：各公司 2022 年年报，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产开发企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	3/非常大
	行业&运营风险状况	7/优秀		杠杆状况	3.60/较大
	行业风险	3		净负债率	5
	经营状况	6.05/优秀		EBITDA 利息保障倍数	3
	经营规模	7		剔除预收款项的资产负债率	3
	产品、服务和技术	6		OCF/净债务	3
	品牌形象和市场份额	7		杠杆状况调整分	0
	经营效率	4		盈利状况	弱
	业务多样性	6		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	7	
			流动性比率	5	
			获取流动性资源的能力	非常强	
业务状况评估结果		7/优秀	财务状况评估结果		6/较小
指示性信用评分					aa+
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

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

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA/23 大悦 01	2023-01-09	邵宇鸿、陈思敏	房地产开发企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)、外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AAA/稳定	AAA/15 中粮 01	2019-03-11	/	/	阅读全文
AA+/稳定	AA+/15 中粮 01	2015-04-24	林丽霞、雷巧庭	房地产行业评级方法 (py_ff_2013V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 大悦 01	20.00	20.00	2022-6-9	2025-8-4

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行5年期20亿元公司债券（简称“20大悦01”），募集资金扣除发行费用后计划用于偿还存量公司债券本金。截至2023年3月21日，“20大悦01”募集资金专项账户余额为13.75万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构未发生变化。截至2023年3月末，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过全资子公司明毅有限公司间接持有49.28%股权，合计持有公司69.28%股权。公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，2023年3月末公司产权及控制结构关系如附录三所示。

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。截至2022年末，公司合并范围的子公司合计288户，结构化主体3户，共291户，其中一级子公司40家，具体见附录四。2022年因处置减少子公司1家，因其他原因合并范围变动净减少5家。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，

尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

（二）行业环境

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

房地产政策自2020年下半年密集加码调控后于2021年四季度迎来边际放松。2021年年初中国人民银行（以下简称“央行”）和自然资源部相继出台“关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知”和“22城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张，与2020年8月出台的“三道红线”共同成为房地产行业的三大长效调控机制。随后，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会、国务院办公厅、住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）等多部门密集出台政策强调“三稳”目标，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自2021年9月以来房地产行业调控迎来边际放松。2021年9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。12月8-10日，中央经济工作会议召开，会议指出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。

2022年以来房地产政策端进一步打开空间，多方面出台政策稳定地产市场。2022年4月政治局会议明确“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。2022年7月政治局会议强调“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。2022年11月，央行及中国银行保险监督管理委员会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，通知包含十六项具体举措，提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展”。2022年12月15日，

国务院副总理刘鹤在第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞，重申房地产是国民经济支柱产业，并表示正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债情况。12月16日，中央经济工作会议再次重申保交楼、支持刚性和改善性住房需求，以及有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。

金融政策方面，2022年央行三次下调贷款市场报价利率（LPR），5年期以上LPR累计下调35个基点，房贷利率下降空间进一步打开。此外，央行进一步推出差别化信贷政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，并阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。

地方政策方面，在“因城施策”背景下，各能级城市在调控力度的把控上有所差异。2022年以来一线城市主要政策措施为局部放松限购、放松落户政策等，放松力度相对较弱。例如，广州于8月更新引进人才入户细则，全日制本科生参保即可落户；上海于8月局部放松限购，在临港新片区工作的非本市户籍人才缴纳个税或社保满1年及以上，在临港新片区可购买1套住房。强二线城市多区域性调整住房限购，放松力度中等，政策措施主要包括放松限购、放松限售、放松公积金贷款政策和提升额度等。例如，青岛、济南、苏州、天津、成都、西安、南京、厦门等核心二线城市相继缩窄限购区域，宁波、佛山及东莞已全面取消限购；重庆、长春、东莞等城市首套房最低首付比例降至2成，苏州、济南等支持改善性需求释放，调降二套房首付比例等。弱二线及三四线城市放松力度最大，放松限购、放松限贷、放松限售、放松公积金、住房补贴等政策均有涉及。

受经济下行和“停贷”事件等因素影响，2022年房地产市场深度调整，新建商品房量价齐跌；随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，2023年一季度销售端复苏迹象初现，预计全年销售量价有望趋稳

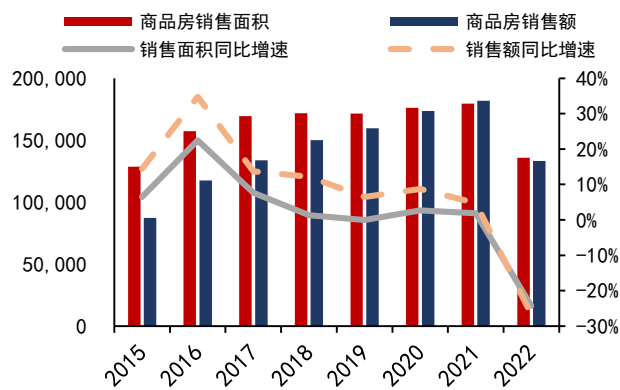
随着地产调控政策持续加码，2021年下半年以来房地市场景气度逐月降低，全年商品房累计销售面积及销售额同比增速分别为1.90%、4.80%。2022年政策支持对市场预期扭转及销售端的提振并不明显，叠加停贷、烂尾等房地产市场舆情等方面的冲击，购房者信心不足，房地产市场深度调整，全年累计销售面积13.58亿平方米，创近7年来的新低，同比降幅达24.3%；累计销售金额13.33万亿元，创近6年来的新低，同比降幅达26.7%。在销售端疲软表现下，新建商品房库存规模及去化周期持续提升，截至2022年末，商品房待售面积5.64亿平方米，累计同比增长10.5%，狭义及广义房屋去化周期分别为4.98个月及79.95个月，同比分别增长1.57个月和14.74个月，为2017年以来高位。

分城市能级来看，受年底房企集中推盘影响，2022年12月，30大中城市中一线、二线和三线城市商品房成交面积单月环比分别增长3.14%、36.48%和16.10%，但同比表现依然较弱，2022年1-12月累计同比分别下降24.33%、27.45%和34.71%。价格方面，自2021年三季度以来，70大中城市新建商品住

宅销售价格及二手住宅销售价格整体呈下滑态势，其中三线住宅价格降幅最大，2022年12月，一线、二线和三线城市新建商品住宅价格指数同比分别增长2.50%、-1.10%及-3.90%。

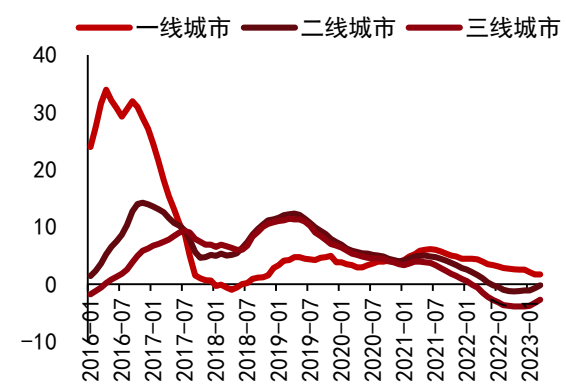
2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。其中，一线及热点二线城市商品房销售修复动能较强，3月北京、上海、广州、深圳、成都及杭州商品房销售面积同比分别增长30.34%、1,039.38%、87.91%、89.51%、8.86%和61.84%。价格方面，自2023年1月以来70大中城市新建商品住宅销售价格于环比止跌，3月新建商品住宅环比上涨城市64个，下降城市5个，多数城市房价止跌企稳。随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，预计2023年销售量价有望趋稳。

图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 70城住宅价格指数同比变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年以来房地产行业投资降幅扩大，新开工、竣工持续低迷，房企土地购置消极；房地产融资政策利好频出，但仅惠及央国企和少量头部民企，短期内销售端复苏迹象初现，行业投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确

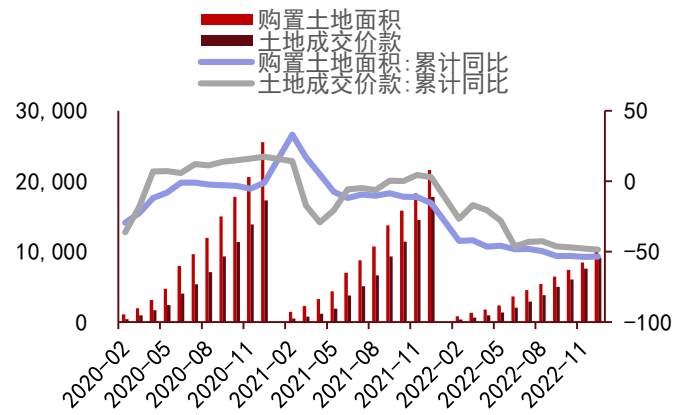
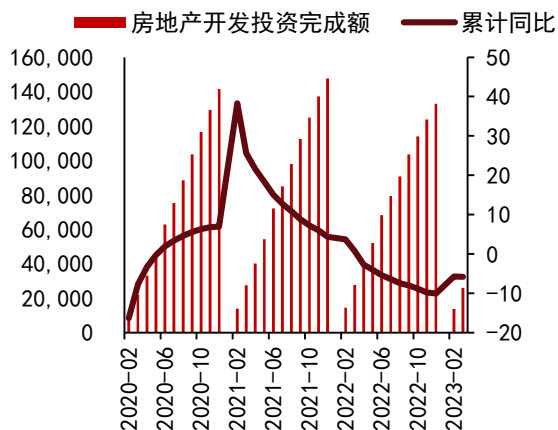
自2021年7月起，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，2021年房屋新开工面积累计同比下降11.40%，房地产投资同比增速持续收窄。2022年以来，房企资金端仍然承压，预售资金受到严格监管，市场情绪持续低迷，房企新开工动力持续不足，2022年1-12月，累计新开工面积同比下降39.40%；全年累计竣工面积同比下降15%，其中12月单月竣工面积同比降幅缩窄至15.00%。

2023年以来房企开工动力仍较弱，1-3月累计新开工面积2.41亿平方米，同比下降19.20%，降幅同比扩大约10个百分点；房企加速竣工交付，1-3月累计竣工面积1.94亿平方米，同比增长14.70%。房

企现金流仍维持紧张态势，着力于保交付，随着保交楼持续推进，竣工面积同比增速有望持续修复，但行业投资全面回升仍有待于需求复苏趋势明朗及融资渠道进一步畅通。

图3 房地产开发投资情况（单位：亿元、%）

图4 百城成交土地情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

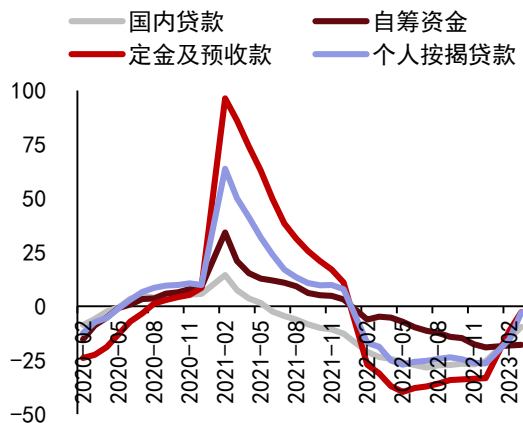
2022年1-12月，累计土地购置面积1.01亿平方米，同比下降53.4%，其中12月单月购置面积1,597万平方米，环比增长56.11%；同期累计土地成交价款9,166亿元，同比下降44.40%，12月单月成交价款1,575亿元，环比增长2.96%。11月以来，多地突破开展第四、第五轮土地集中供应，年末土地市场出现小幅“翘尾”，尽管大部分城市地块仍以底价成交为主，但仍有上海、苏州等高关注城市的优质地块实现高溢价成交。

2022年1-12月，房地产累计到位资金14.90万亿元，同比减少25.90%，其中定金及预收款、国内贷款、个人按揭贷款和自筹资金同比分别下降33.3%、25.4%、26.5%和19.1%。自2022年四季度以来，房企融资“三支箭”新政陆续出台，但资金面数据整体未呈现改善，短期内政策惠及对象仅限于央国企及部分优质民企，后续政策对房企整体资金面的传导有待持续观察。2023年1-3月，房地产累计到位资金3.47万亿元，同比减少9.00%，累计降幅持续收窄，其中，年初以来销售端边际改善带动定金及预收款、个人按揭贷款占比上升，对房地产资金来源形成一定支撑。

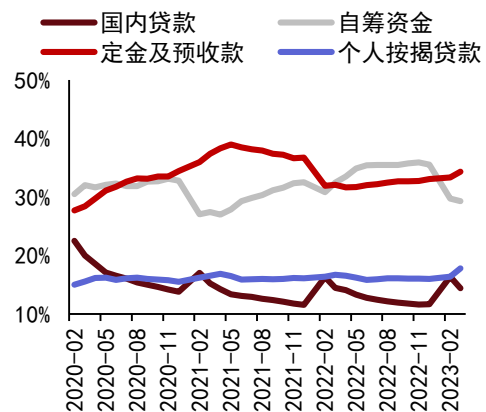
中证鹏元认为，自2023年一季度以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端止跌迹象初显，但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

图5 房地产开发资金来源累计同比（单位：%）

图6 房地产开发资金来源占比变化



资料来源：Wind，中证鹏元整理

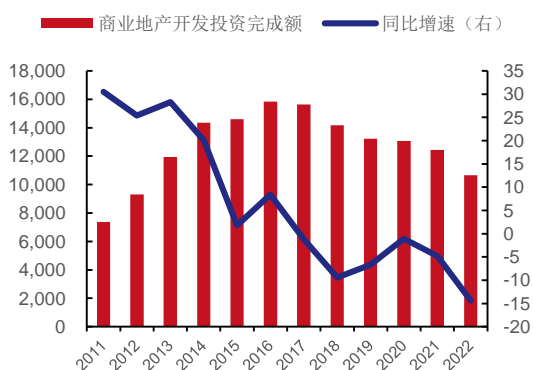


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

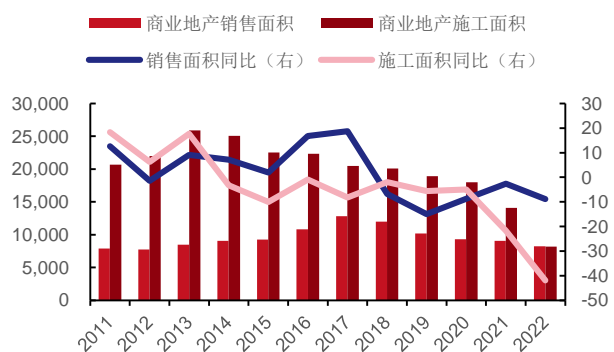
商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营用房等。从需求端来看，2017年以来受宏观经济下行、电商行业快速发展分流实体商铺消费需求等因素影响，商业地产行业需求端整体有所收缩，商业地产销售面积同比增速持续降低。2022年商业地产销售面积为8,239.46万平方米，同比下滑8.90%。从供给端来看，我国商业地产投资增速自2014年以来大幅放缓，2022年全国完成商业地产开发投资10,647.36亿元，同比下降14.40%，开发投资额持续五年下滑。受投资增速持续下滑的影响，自2014年以来新开工面积亦呈下降趋势，2022年全国商业地产新开工面积8,194.56万平方米，同比下降41.90%。在房地产行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，叠加新冠疫情影响，目前商业地产供给端整体压力较大。在行业供需双弱的背景下，截至2022年末，我国商业营业用房待售面积同比减少1.64%至12,558万平方米，行业整体库存规模依然较大。

图7 全国商业地产开发投资额情况（单位：亿元、%）



资料来源：ifind，中证鹏元整理

图8 全国商业地产新开工及销售情况（单位：万平方米、%）



资料来源：ifind，中证鹏元整理

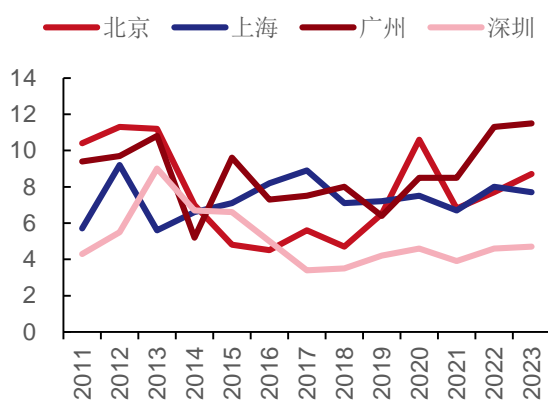
一线城市商业地产整体空置率维持高位，但租金水平延续下降趋势；受新增供应累积、经济增速

放缓等因素影响，未来部分城市写字楼市场空置率或将面临上升压力

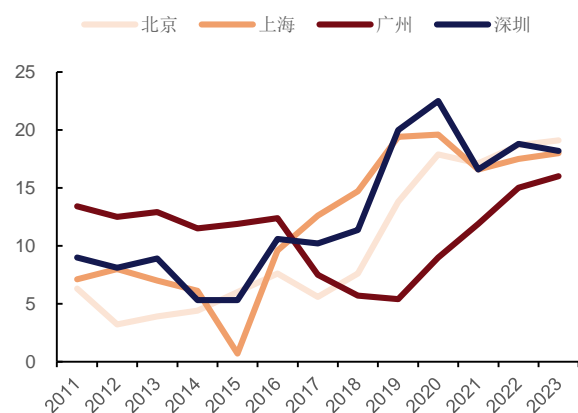
分类型来看，近年来优质零售物业出租情况整体好于写字楼。截至 2023 年一季度末，北京、上海、深圳及广州优质零售物业空置率平均水平为 8.15%，其中上海、深圳空置率维持较低水平。租金水平方面，截至 2023 年 3 月末，北京、上海、广州及深圳优质零售物业首层租金分别为 33.50 元/平方米/天、34.00 元/平方米/天、26.50 元/平方米/天及 19.80 元/平方米/天，一线城市优质零售物业首层平均租金较 2021 年末小幅下滑。

写字楼方面，截至 2023 年一季度末末，北京、上海、深圳及广州优质写字楼空置率平均水平为 17.83%，空置率维持高位，以杭州、成都、武汉、重庆等为代表的重点二线城市写字楼空置率亦处于较高水平。租金水平方面，截至 2023 年一季度末，北京、上海、广州及深圳优质写字楼租金分别为 304.70 元/平方米/月、275.90 元/平方米/月、152.60 元/平方米/月及 184.40 元/平方米/月，一线城市写字楼平均租金较 2021 年末有所降低，其中北京市下降幅度相对较大。2023 年以来，受新增供应累积、经济增速放缓等因素影响，部分区域写字楼租赁市场活跃度有所下降，未来部分城市写字楼市场空置率或将面临上升压力。

图9 我国一线城市优质零售物业空置率（单位：%） **图10 一线城市优质写字楼空置率（单位：%）**



资料来源：ifind，中证鹏元整理



资料来源：ifind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是中粮集团旗下唯一的房地产业务平台，市场份额领先，具备较高的品牌认知度和竞争优势；区域布局分散，项目聚焦高能级城市，土储储备充足，抗风险能力较强；持有物业资产优质，商业地产业务形成协同优势

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。经过多年发展，公司房地产销售业务市场份额领先，2022年实现全口径销售额

567.92亿元。公司投资与运营进一步聚焦，2022年公司新增土储布局一二线核心城市，期末累计储备项目充足，区域布局分散，抵御单一城市或区域市场波动风险能力较强，未来业绩仍有较好持续性，但受外部环境影响，部分项目去化较慢，待结算资源有所下滑，中短期业绩承压。

公司拥有丰富的购物中心、酒店、办公楼等物业投资运营经验，自持物业资产优质，管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力及领先的招商运营能力，出租率维持较高水平，预计未来随着经济复苏，投资物业运营板块将保持较好发展。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品房销售及一级土地开发	335.02	84.65%	20.40%	356.3	83.61%	22.04%
投资物业及相关服务	43.37	10.96%	52.95%	50.48	11.84	64.05%
酒店经营	5.54	1.40%	14.21%	7.66	1.80%	32.60%
管理输出	2.27	0.57%	86.64%	3.01	0.71%	88.77%
物业及其他	8.78	2.22%	9.78%	7.72	1.81%	4.73%
其他业务	0.81	0.20%	35.71%	0.97	0.23%	52.96%
合计	395.79	100.00%	24.06%	426.14	100.00%	27.44%

资料来源：公司 2021-2022 年年报，中证鹏元整理

公司在售面积、未来规划可售面积较大，且项目多位于热点城市，区域布局较好，项目储备丰富，未来业绩仍有较好持续性；但受房地产市场走弱影响，2022年公司商品房销售金额及待结算资源有所下降，中短期业绩承压，需持续关注项目销售情况

受行业景气度下行、地产企业融资难度加大及“保交楼”政策等影响，公司开工节奏有所放缓，竣工面积有所下降但仍保持一定韧性。2022年全口径结算金额减少24.52%，当期结算项目主要位于上海市、北京市、武汉市、苏州市、常州市，较上一年度重点结算项目（位于深圳市、北京市、上海市），单位房价相对较低，结算均价及毛利有所下降。2022年公司实现商品房销售及一级土地开发收入335.02亿元，同比减少5.97%，毛利率下降至20.40%；截至2022年末，公司已售待结转商品房面积合计273.87万平方米，合同负债余额304.54亿元，合同负债对2022年度收入覆盖倍数下降至0.77，待结算资源对营业收入的保障程度有所下降。

表2 公司全口径房地产开发业务主要经营指标

指标名称	2022年	2021年
新开工面积（万平方米）	240.62	405.99
竣工面积（万平方米）	351.96	447.16
期末在建面积（万平方米）	897.13	1,008.47
结算面积（万平方米）	331.99	347.00
结算金额（亿元）	615.14	815.00

结算均价（元/平方米）	18,528.87	23,487.03
合同销售面积（万平方米）	227.37	287.03
合同销售金额（亿元）	567.92	727.12
销售均价（元/平方米）	24,977.79	25,333
期末已售待结转面积（万平方米）	273.87	372

注：全口径项目包含公司并表及全部权益持股项目。

资料来源：公司提供

销售方面，受行业环境变化影响，2022年公司全口径商品房签约销售面积和销售额分别下降20.79%和21.89%，销售区域仍主要分布于一线城市¹及二线城市²，销售均价下滑14.02%。从销售区域分布看，长三角区域仍是公司主要深耕区域，其中上海市、苏州市、南京市实现销售金额218.52亿元，占38.48%；成渝城市群占比提升，其中成都实现69.19亿元销售金额，占12.18%。整体来看，公司项目布局仍以京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群为主，区域布局较为分散，抵御单一城市或区域市场波动风险能力较强。

截至2022年末，公司主要在售项目的待售面积合计1,051.47万平方米，是当期销售面积的4.62倍，项目储备充沛。待售项目中位于一线城市的项目可售面积占比为8.42%，位于二线城市的项目面积占比为79.11%，主要包括成都、武汉、西安等重点二线城市，区域布局相对分散，各能级城市销售贡献更加多元化，为其后续发展和风险防御奠定了较好的基础。同时，中证鹏元关注到，受地方政策及市场行情影响，部分地区新房销售放缓及价格下行压力明显，公司部分项目去化较慢，2022年公司对成都锦云、武汉祥云地铁小镇、张家口中粮祥云等项目计提存货跌价准备合计15.27亿元，受宏观经济下行与行业政策等因素影响，未来实际销售情况存在不确定性。

表3 截至2022年末公司主要待售项目区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

区域	项目数量	销售面积	销售金额	可售面积	已售面积	待售面积	待售面积占比
成都	21	28.81	69.19	314.12	196.47	117.65	11.19%
北京	12	10.21	47.56	195.41	158.27	37.13	3.53%
武汉	7	8.82	9.24	189.41	76.50	112.91	10.74%
南京	12	16.65	52.70	184.86	113.73	71.13	6.77%
沈阳	8	18.67	16.70	178.77	143.90	34.87	3.32%
苏州	10	20.14	43.36	163.85	123.89	39.97	3.80%
深圳	9	3.87	13.41	160.34	113.78	46.55	4.43%
西安	6	7.58	12.71	148.70	32.27	116.43	11.07%
重庆	9	7.60	13.67	131.77	79.24	52.52	5.00%

¹ 一线城市指北京、上海、广州及深圳。

² 二线城市指杭州、南京、苏州、宁波、无锡、福州、厦门、合肥、重庆、成都、武汉、西安、青岛、天津、长沙、南昌、哈尔滨、大连、沈阳、南宁、东莞、佛山、珠海、海口、贵阳、石家庄、郑州、济南、太原、昆明、长春、泉州及其他符合近三年人均国内生产总值超过8万元，且人口超过450万的非一线城市。

上海	8	17.14	122.46	117.09	114.95	2.14	0.20%
长沙	2	4.11	2.74	111.59	80.55	31.03	2.95%
眉山	1	1.31	1.61	78.13	22.24	55.89	5.32%
张家口	2	7.97	6.49	74.17	14.78	59.39	5.65%
天津	6	9.84	18.03	72.94	60.02	12.92	1.23%
昆明	2	5.37	7.42	60.35	12.21	48.14	4.58%
嘉兴	4	1.75	2.87	53.63	42.56	11.07	1.05%
三亚	3	2.20	5.65	48.13	25.55	22.58	2.15%
绍兴	2	1.79	5.73	47.25	36.11	11.14	1.06%
济南	1	4.29	6.01	45.76	18.86	26.90	2.56%
杭州	4	5.23	23.92	44.04	40.01	4.02	0.38%
青岛	3	2.39	3.14	43.30	30.18	13.12	1.25%
台州	2	2.54	8.90	40.14	37.03	3.12	0.30%
常州	2	2.32	5.93	38.96	30.95	8.01	0.76%
南昌	1	7.04	12.86	38.39	13.87	24.52	2.33%
江门	2	11.06	11.04	27.23	19.40	7.83	0.74%
厦门	2	5.63	25.30	21.13	14.00	7.13	0.68%
其他	10	13.05	19.30	143.41	70.07	73.34	6.98%
合计	151	227.37	567.92	2,772.85	1,721.38	1,051.47	100.00%

资料来源：公司提供

公司土地获取节奏放缓，投资策略进一步集中，在建项目规模仍较大，项目储备仍充沛，公司部分待开发项目分布于弱二三线城市，利润率存在进一步下降的可能，同时项目开发也面临一定的资金压力

2022年，在土地市场遇冷、房地产行业需求不振的背景下，公司土地收储策略较为谨慎，当期放缓拿地节奏，主要拓展区域向核心一二线城市集中。2022年公司通过招拍挂方式获取南京浦口区、杭州萧山区、北京昌平区等地块，通过收购方式获取了成都金牛区地块，新增项目数量8个，新增土地购置总金额为96.18亿元（占当期全口径销售金额的16.94%），土地面积35万平方米，计容建筑面积79.28万平方米。2023年1-3月，公司新增获取1个项目，位于南京市江宁区，项目计容建筑面积合计5.32万平方米，土地价款合计13.95亿元。

拿地方式方面，为分散风险和降低资金压力，公司主要采用联合拿地策略，2022年权益对价占土地总价款的52.83%。虽然公司新增土储主要位于一二线城市，但考虑到房地产行业需求端未见明显好转趋势，新购置地块项目收益存在一定的不确定性。

表4 公司新增土地储备情况（全口径）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
新增项目数量（个）	1	8	16
新增土地计容建筑面积（万平方米）	5.32	79.28	327

新增土地价款（亿元）	13.95	96.18	316
楼面均价（元/平方米）	--	--	9,659

资料来源：公司 2022 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

未来公司计划坚持区域深耕策略，重点布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群，重点投资具备良好经济发展基础、人口持续增长、房地产市场发展好的一线、强二线及三四线城市。截至2022年末，公司土地储备剩余可开发计容建筑面积为1,314.69万平方米，其中西南区域、华中区域、南京区域、上海大区、北京大区占比分别为25.46%、15.08%、10.63%、10.46%和9.18%，土地储备可售货值约1,905亿元（不含一级开发旧改等土储项目）。

总体来看，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，剩余可开发规模仍能满足未来2-3年的开发需求，为未来项目销售奠定较好基础；但公司部分待开发项目分布于弱二三线城市，西南区域和华中区域占比持续提升，需关注相关项目区域房地产市场发展情况。

表5 截至2022年末公司土地储备情况（单位：万平方米）

区域名称	总占地面积	总计容建筑面积	计容建筑面积占比	剩余可开发计容建筑面积	剩余可开发计容建筑面积占比
北京大区（含北京、张家口、廊坊、天津）	231.34	477.42	14.60%	120.74	9.18%
上海大区（含上海、嘉兴、南昌、苏州、常州）	220.07	462.09	14.13%	137.58	10.46%
华南大区（含深圳、广州、厦门、佛山、江门、惠州）	76.43	313.72	9.59%	102.20	7.77%
西南区域（含成都、重庆、眉山、昆明）	337.99	649.77	19.87%	334.78	25.46%
东北区域（含沈阳、哈尔滨）	103.06	268.47	8.21%	58.16	4.42%
南京区域（含南京、青岛、烟台、济南）	175.97	359.36	10.99%	139.79	10.63%
华中区域（含武汉、长沙、株洲）	179.36	346.31	10.59%	198.27	15.08%
浙江区域（含杭州、金华、绍兴、宁波、台州）	77.93	173.51	5.30%	60.22	4.58%
西北区域	59.02	161.06	4.92%	132.81	10.10%
海南区域	61.43	57.06	1.74%	30.14	2.29%
香港区域	0.12	2.00	0.06%	-	-
总计	1,522.72	3,270.76	100.00%	1,314.69	100.00%

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目共80个，计容面积1,495.59万平方米，累计竣工面积708.15万平方米，投资规模较大，公司仍面临一定的资金压力。从区域分布看，公司主要在建项目分布在全国28个城市，以二线城市为主，其中西安、南京、重庆、沈阳、武汉、北京、成都计划总投资额较大。整体看来，公司在建项目可开发面积有所下降，但规模仍较大，待开发项目储备充足，为公司未来收入提供了较好的保障，但也需关注部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力，同时公司持续加大合作开发力度，项目权益占比偏低，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。

近年公司积极开展城市更新项目，除在售的深圳宝安25区、深圳福田大悦中心等项目外，目前公司在深圳市参与的城市更新项目共2个，包括深圳宝安区长营地块城市更新单元及深圳宝安区全一地块城市更新单元（合称“固戍项目”）、深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区城市更新项目（简称“大洋工业统筹片区项目”）等项目。固戍项目占地面积合计19.06万平方米，固戍北区于2022年2月获取单元规划批复，尚处于实施主体确认环节，固戍南区处在城市更新计划立项的前期研究阶段；大洋工业统筹片区项目占地面积合计18.76万平方米，尚在推进单元规划编制及申报准备工作。

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

2022年公司投资物业经营收入受租金减免政策影响有所下滑，整体出租率维持在较高水平；考虑到公司具备很强的品牌影响力和领先的招商及运营能力，预计未来投资物业运营板块将保持较好发展

公司投资物业及相关服务板块主要由子公司大悦城地产负责运营，投资物业包括购物中心、写字楼、产业园、工业园及配套商业和长租公寓等多种业态，主要位于一二线城市，质量良好。2022年购物中心品牌焕新，以“大悦城”“大悦汇”为标准产品线，同时发展“春风里”、“祥云小镇”及其他非标产品；同时公司拥有中粮广场、中粮置地广场等写字楼品牌，北京华尔道夫、亚龙湾瑞吉酒店等高端酒店产品。

公司投资物业及相关服务业务收入主要来自自持购物中心、写字楼、产业园租赁收入，管理输出业务收入来自轻资产运营购物中心收入，酒店经营业务主要来自自持酒店、酒店式公寓、长租公寓收入。2022年公司积极履行央企责任，对合作商户减免租金10.25亿元，投资物业及相关服务营业收入同比下降14.08%，毛利率同比减少11.1个百分点；同期受外部环境影响，酒店经营业务、管理输出业务收入均有所下滑。

购物中心采用重资产持有运营及轻资产管理输出模式，聚焦重点区域，2022年末商业项目全国布局46个，其中重资产29个，轻资产17个。重资产方面，2022年末公司持有购物中心主要位于北京、上海、

天津、沈阳、成都、杭州等城市，可出租面积为118.21万平方米，已出租面积108.58万平方米，平均出租率为91.85%，较上年度小幅下降，但仍维持在较好水平。

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。2022年自持购物中心实现物业租赁收入25.47亿元，因减免租金收入小幅下降。轻资产方面，2022年公司拓展广州黄埔大悦汇、成都金牛大悦城、沈阳金融中心大悦城等商业轻资产项目，其中广州黄埔大悦汇系全新产品线“大悦汇”首个落地项目，2022年实现管理输出收入2.27亿元。截至2022年末，公司在建、筹备的项目（含轻资产）17个，商业面积约172万平方米。总体而言，公司旗下的“大悦城”品牌城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其中以朝阳大悦城、天津南开大悦城为代表的成熟项目基本处于满租状态，新开业的武汉大悦城出租率亦超过90%，公司招商及运营能力处于较高水平。

表6 截至2022年末公司自持购物中心租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	权益比例	可租面积	已租面积	物业租赁收入		平均出租率	
				2022年	2021年	2022年	2021年
西单大悦城	30.39%	5.27	5.01	5.73	6.4	95%	98%
朝阳大悦城	27.35%	12.64	12.46	4.87	6.74	99%	99%
天津南开大悦城	30.39%	8.83	8.55	2.96	4.64	97%	98%
沈阳大悦城	59.59%	10.30	9.36	1.55	2.59	91%	94%
上海静安大悦城	30.39%	6.67	6.07	1.19	1.84	91%	89%
烟台大悦城	30.39%	7.65	6.80	0.57	1.18	89%	89%
成都大悦城	59.59%	9.04	8.60	1.86	2.51	95%	96%
上海长风大悦城	21.67%	5.56	4.85	0.76	1.1	87%	96%
杭州大悦城	32.77%	7.65	7.27	1.23	1.55	95%	93%
西安大悦城	17.33%	6.16	5.75	1.26	2.23	93%	95%
北京祥云小镇	51.00%	7.53	7.09	0.97	1.35	94%	95%
北京大兴春风里	29.80%	5.17	3.74	0.58	1	72%	88%
重庆大悦城	59.59%	6.91	5.60	0.15	-	81%	75%
苏州大悦春风里	29.85%	9.08	8.51	0.77	0.21	94%	91%
北京丰台春风里	25.00%	2.82	2.60	0.32	-	92%	94%
武汉大悦城	30.39%	6.94	6.33	0.71	-	91%	-
合计	-	118.21	108.58	25.47	33.34	-	-

注：部分数据因四舍五入尾差存在出入

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司写字楼项目共7个，其中轻资产管理项目2个，持有运营的写字楼项目共5个，分别位于北京市、香港市和深圳市，可出租面积共计21.1万平方米，益于优越的地理位置，写字楼整体出租率保持在较高的水平。2022年末在深圳市拥有产业园建筑面积约95万平方米，在运营项目11个，平均出租率98.82%；北京市拥有产业园一个，位于北京市房山区，目前尚处于产业培育阶段。2022年写字楼及产业园实现租赁收入10.07亿元，较上年小幅波动。

表7 截至2022年末公司写字楼、产业地产等物业租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

类别	项目名称	权益比例	可租面积	已租面积	物业租赁收入		平均出租率	
					2022年	2021年	2022年	2021年
写字楼	北京中粮广场	30.39%	9.96	9.01	2.68	2.93	90%	88%
	香港中粮大厦	59.59%	1.57	1.23	0.56	0.56	78%	71%
	北京中粮置地广场	30.39%	5.68	5.03	1.49	1.77	89%	93%
	北京西单大悦中心	30.39%	1.34	1.14	0.33	0.36	85%	88%
	深圳宝安中梁大厦	100.00%	2.55	2.37	0.20	0.26	93%	92%
产业园、工业园及配套商业	中粮创芯研发中心、中粮031创意园、中粮智造科技园、67区中粮商务公园等	-	95.00	93.88	3.96	4.72	99%	99%
	中粮健康科技园	100.00%	19.10	9.60	0.27	0.32	50%	60%
合计		-	135.21	122.26	9.49	10.92	-	-

资料来源：公司提供

公司可出租物业还包括酒店与长租公寓等。2022年公司在北京、三亚和上海三地共持有运营酒店6家（含1家酒店式公寓），客房规模2,333间（套），受外部环境波动影响，出租率在30%-91%不等。长租公寓主要布局在北京、天津、深圳，截至2022年末大悦乐邑品牌长租公寓（含未开业项目）共运营11家门店（含1家轻资产管理输出门店），房源规模2,449间，全年平均出租率维持在90%以上。

整体来看，公司投资物业规模较大，地理位置优越，整体出租率维持在较高水平，2022年受外部环境变化及减租政策影响，收入有所波动；管理输出业务逐步开展，轻资产运营业务具备增长空间。

六、财务分析

财务分析基础说明

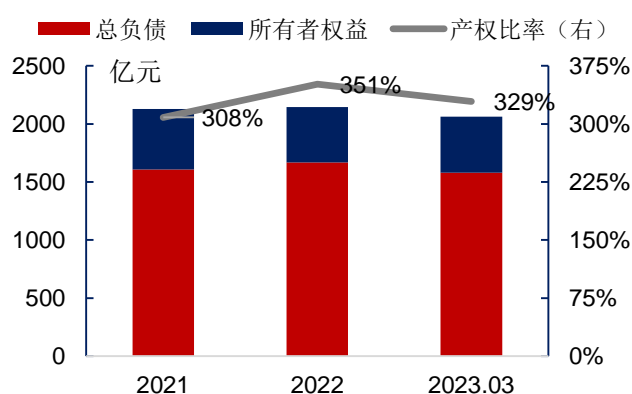
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2022年末，公司合并范围的子公司合计291户，其中一级子公司共40户，具体见附录四。

资本实力与资产质量

公司所有者权益规模有所下降，少数股东权益占比仍较高；房地产项目及自持物业主要位于一线城市和热点二、三线城市，资产质量较好，但需关注存货跌价及应收款项回收风险

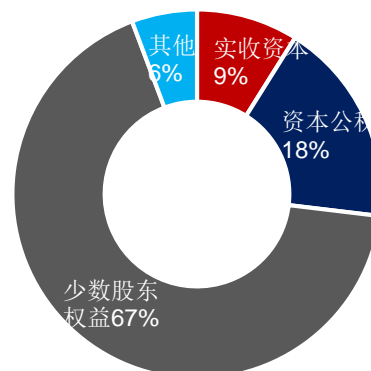
随着房地产行业深度调整，2022年公司录得较大幅度亏损，期末所有者权益规模同比下降8.81%至475.04亿元，其中少数股东权益321.02亿元，占比67.58%。2022年公司加大融资力度，总负债规模持续增长，期末公司产权比率为351%，所有者权益对总负债的保障程度较弱。

图11 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图12 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受筹资力度加大、地产行业深度调整等多重因素影响，公司总资产规模存在一定波动，截至2023年3月末，资产总计2,061.34亿元，仍以流动资产为主。

得益于销售回款的增加及融资资金到位，2022年末公司货币资金余额大幅增长至365.30亿元，其中使用权受限的货币资金合计2.17亿元，主要为法院冻结资金及履约保证金。

公司其他应收款主要是公司与项目合作单位的往来款、保证金及押金，2022年末其他应收款账面价值196.74亿元，前五大应收对象包括昆明螺蛳湾国悦置地有限公司、深圳中益长昌投资有限公司、上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司及重庆葆悦房地产开发有限公司、深圳汇金壹号投资合伙企业

（有限合伙）（以下简称“汇金壹号”），均为公司联营或合营企业，账龄分布于2年以内、3-4年、4年以内、5年以内，在房地产行业景气度不佳情况下，款项回收进度存在不确定性。

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括在建开发成本、完工开发产品和出租开发产品等。随着开发项目陆续结转，公司存货账面价值小幅缩减，截至2022年末，公司存货中开发成本账面价值为810.22亿元。项目主要集中在一线城市和热点二、三线城市，未来业务可持续性仍较好。2022年公司计提存货跌价准备合计15.27亿元，涉及成都、武汉、张家口、青岛等城市的商办或住宅产品，期末存货跌价准备余额35.70亿元，未来需关注部分房地产市场表现偏弱地区项目的存货跌价风险。截至2022年末，公司存货中账面价值290.28亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为30.33%。

长期股权投资主要为公司合作开发模式项目产生的对合营及联营企业的投资，采取权益法计量。2022年公司联营、合营项目亏损扩大，2021-2022年公司权益法核算的长期股权投资收益分别为-9.18亿元和-21.69亿元，2022年末公司长期股权投资账面价值维持稳定，主要系当年追加投资和其他变动所致。投资性房地产主要为大悦城地产持有的大悦城购物中心及写字楼等投资物业、土地使用权等，截至2022年，公司投资性房地产账面价值增至338.13亿元，均按成本模式进行计量，公司持有项目地理位置优越、资产质量良好，期末已用于借款抵押的部分账面价值合计157.60亿元。固定资产主要为公司日常经营所需的房屋建筑物、机器设备、运输设备等，2022年末账面价值为35.20亿元，其中23.97亿元用于借款抵押。

总体来看，近年来公司资产规模持续增长，资产构成以在建、拟建、在售房地产项目以及购物中心、写字楼等投资性房地产为主，资产质量良好。截至2022年末，使用权受限的资产账面价值合计488.07亿元，受限资产占总资产比重为22.76%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	272.52	13.22%	365.30	17.04%	248.86	11.70%
其他应收款	201.56	9.78%	196.74	9.17%	243.09	11.43%
存货	948.05	45.99%	957.05	44.63%	1,020.03	47.95%
流动资产合计	1,492.20	72.39%	1,577.07	73.55%	1,575.62	74.07%
长期股权投资	145.50	7.06%	140.44	6.55%	140.39	6.60%
投资性房地产	336.49	16.32%	338.13	15.77%	319.10	15.00%
固定资产	34.68	1.68%	35.20	1.64%	37.15	1.75%
非流动资产合计	569.13	27.61%	567.25	26.45%	551.65	25.93%
资产总计	2,061.34	100.00%	2,144.32	100.00%	2,127.27	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

随着房地产行业深度调整，2022年公司投资收益及资产减值损失大幅削弱盈利水平，短期内业绩承压；长期来看在售资源充足，区域布局较好，未来收入仍有一定持续性

公司主营业务包括商品房销售、投资物业租赁、酒店经营、资产管理及物业服务等，2022年公司收入规模同比减少7.12%。商品房销售收入系公司最主要的收入来源，2022年受行业景气度不佳影响，商品房销售收入小幅下滑，考虑到同期末已售待结转商品房面积、合同负债余额等均有下滑，待结算资源对营业收入的保障程度有所下降，短期内收入仍将承压。

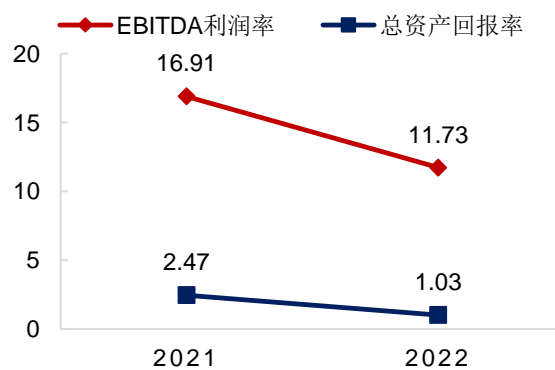
受租金减免政策影响，投资物业租赁业务收入规模有所下滑；公司运营物业地理位置优越，运营能力持续提升，出租率维持较高水平，预计未来收入仍有一定保障。酒店经营收入主要来自公司位于北京和三亚的控股酒店，定位以高端为主，受外部环境变化影响，2022年收入规模下降。物业及其他、管理输出包括公司物业管理收入、购物中心/写字楼管理输出取得的管理费收入及品牌使用费等。随着交付商品房和物业服务对象范围增加，公司物业管理面积随之增加，叠加轻资产管理项目增多，2022年公司物业及其他、管理输出收入较为稳定。

2023年1-3月，公司实现营业收入60.85亿元，同比下滑25.61%，销售毛利率30.29%，同比降低6.64个百分点。

期间费用方面，2022年随着有息负债规模增加以及项目完工竣备可资本化利息同比减少，费用化利息支出同比增加，致使财务费用同比增加33.82%，同期销售费用亦有一定幅度提升。2022年公司期间费用合计49.39亿元，期间费用率持续增长，控费能力有待改善。因房地产市场走弱，2022年公司权益法核算的长期股权投资收益为-21.69亿元，确认资产减值损失15.32元，对当期利润形成较大影响。

整体而言，随着房地产行业深度调整，公司短期内业绩承压。考虑到公司在售资源充足，区域布局较好，预计长期业绩仍有一定保障，但仍需关注项目去化情况。

图 13 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模较大且有所扩张，杠杆水平仍偏高，面临一定的债务偿还压力

经营性债务方面，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；合同负债主要包括预收售房款、物业服务费及酒店房费等，无实际偿付压力。其他应付款主要为与相关单位往来款、诚意金、保证金及押金等，2022年末公司其他应付款同比增幅较大，主要系本年来自中粮集团及其关联方、合营公司借款增加所致。

随着土地收储和房地产开发项目推进，2022年公司加大融资力度，调整债务结构，总债务规模有所增长，短期债务占比下降。截至2023年3月末，公司总债务规模为753.18亿元，整体债务规模仍较大；短期债务118.49亿元，占比15.73%。从融资方式上看，银行贷款仍是公司最重要的融资方式，债券、资产支持专项计划融资规模有所增长。截至2022年末，公司短期借款规模38.11亿元，包括信用借款和保证借款；长期借款规模580.33亿元（其中一年内到期长期借款106.11亿元），主要为保证借款和信用借款，利率区间为3.20%-6.36%。公司应付债券包括公司本部发行的中期票据及控股子公司中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”）发行的公司债券等，2022年中粮置业及公司本部陆续发行“22中粮01”、“22中粮02”、“22大悦01”、“22大悦02”和“22中粮置业MTN001”，发行规模合计60亿元；2023年1-3月公司本部发行“23大悦01”，发行金额20亿元。截至2023年3月末，公司应付债券账面余额增至134.65亿元（含一年内到期债券6.99亿元）。公司长期应付款主要系购房尾款ABS及沈阳大悦城CMBS，近年来规模有所缩减。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	29.33	1.86%	38.11	2.28%	34.50	2.15%
应付账款	130.30	8.24%	156.90	9.40%	147.22	9.16%
合同负债	343.43	21.72%	304.54	18.24%	369.36	22.99%
其他应付款	241.55	15.28%	339.49	20.34%	234.52	14.60%
一年内到期的非流动负债	90.44	5.72%	121.14	7.26%	139.47	8.68%
流动负债合计	919.60	58.17%	1,036.18	62.07%	1,033.03	64.31%
长期借款	489.55	30.97%	474.21	28.41%	429.79	26.76%
应付债券	127.66	8.07%	114.69	6.87%	78.77	4.90%
长期应付款	17.48	1.11%	17.48	1.05%	36.73	2.29%
非流动负债合计	661.33	41.83%	633.10	37.93%	573.33	35.69%
负债合计	1,580.92	100.00%	1,669.28	100.00%	1,606.36	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受市场环境影 响，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降；同时，公司土地款及工程

款支出同比减少，综合影响下当期经营活动产生的现金流转为净流入状态。投资活动产生的现金流主要系公司支付/回收合作企业投资款及往来款，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金等。2022年公司采用稳健经营策略，支付合联营企业往来款、购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金均有下降，当期投资活动现金净流出2.61亿元，同比净流出规模大幅下降。筹资活动方面，2022年公司加大筹资力度保障现金流稳健，当期筹资活动现金净流入91.39亿元。考虑到公司在建商业及住宅项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定的对外融资需求。

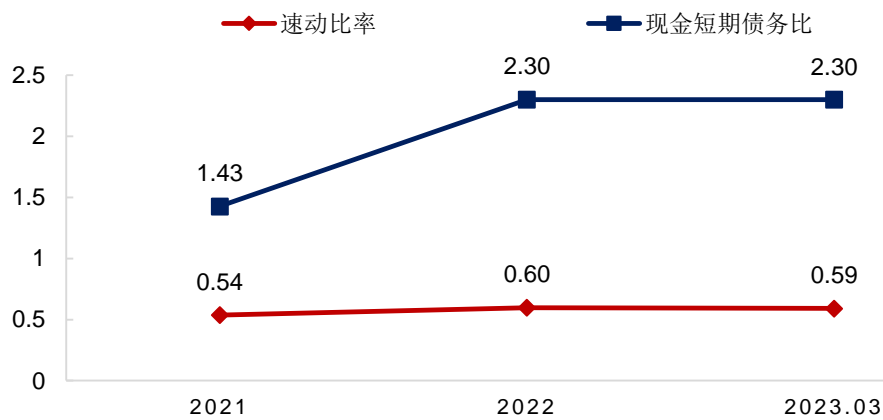
偿债能力指标方面，随着公司融资力度的加大及净资产规模缩减，偿债能力指标表现弱化。截至2023年末，公司剔除预收款项的资产负债率及净负债率分别为74.13%及86.53%，负债经营水平偏高。随着收入规模缩减及盈利能力下滑，2022年公司EBITDA对利息支出的保障程度下降至1.18。2022年以来，随着土地价款支出减少，公司经营活动现金流转为净流入状态，OCF/净债务表现有所改善。短期偿债指标方面，截至2022年末，公司一年之内、1-2年、2-3年到期债务规模分别为157.85亿元、86.38亿元和151.72亿元，现金短期债务比上升至2.30，短期偿债能力有所提升。

整体来看，公司债务规模较大，整体负债经营水平偏高，受房地产行业深度调整影响，公司EBITDA对利息的保障程度有所下滑，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。截至2022年末，公司尚未使用的银行授信额度1,266.30亿元，授信额度较为充足；另外作为A股上市公司，公司直接融资渠道通畅，且控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持，公司具备较好的财务弹性。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
剔除预收款项的资产负债率	71.98%	74.13%	70.31%
净负债率	--	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.18	1.91
总债务/总资本	61.06%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	--	6.59%	-17.57%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营及信用水平基本无负面影响，但需关注下属子公司众多可能带来的管理压力、合联营企业众多可能带来的相关诉讼纠纷

环境因素

跟踪期内，公司未受到环境因素相关处罚。根据公司 2022 年年度报告披露，公司下属子公司北京弘泰基业房地产有限公司³、沈阳大悦城发展有限公司等存在未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的情形，可能面临被罚款或者拆除的风险。公司作为大型房地产开发企业，下属子公司众多，随着国家环保政策趋严，如公司本部及子公司未能及时适应相关环保要求，将面临环保处罚风险。

社会因素

2015 年，汇金壹号与中粮地产集团深圳房地产开发有限公司（以下简称“深圳公司”）合作开发深圳市龙岗区龙城街道办事处爱联社区 A1 区地块项目。汇金壹号以 4.42 亿元向深圳市锦峰城房地产开发有限公司（以下简称“锦峰城公司”）进行增资，取得项目公司 49% 的股权，深圳公司持有项目公司其余 51% 股权。

³ 2022 年更名为北京弘泰基业商业管理有限公司

2022年7月，汇金壹号因股权退出定价纠纷起诉公司、深圳公司及锦峰城公司，诉请三位被告配合汇金壹号退出锦峰城公司，并支付包括股权回购款、资金占用费和利息损失、保函开具费并承担全部诉讼费用，涉案金额 21.37 亿元。截至 2023 年 4 月 26 日，该案件尚未取得一审判决。同期，锦峰城公司起诉要求汇金壹号返还其按股权比例向锦峰城公司调用的 8 亿元资金及相关利息，涉案金额 11.60 亿元。法院于 2023 年 1 月 17 日出具一审判决，汇金壹号应向锦峰城公司偿还 8 亿元借款本金及借款合同约定的利息、罚息。汇金壹号已提出上诉，截至 2023 年 4 月 26 日，案件处于二审审理中。

中证鹏元关注到，截至 2022 年末，公司应收汇金壹号往来款 8.17 亿元，账龄 4 年以内，计提坏账准备 0.08 亿元。该案件标的金额较大，股权及资金关系较为复杂，预计审理判决尚需时日，相关款项回收进度和项目开发进度存在不确定性。公司合联营企业较多，投资规模较大，需关注合联营企业可能带来的诉讼纠纷。

公司治理

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较大。2022 年公司原董事长、法定代表人由伟因工作需要辞任，公司董事长变更为陈朗，陈朗先生于 2019 年 4 月加入中粮集团，现为中粮集团党组成员、副总裁以及中国蒙牛乳业有限公司非执行董事兼董事会主席；法定代表人变更为曹荣根，曹荣根先生于 2017 年 5 月起任公司董事、总经理。2023 年 5 月 19 日，公司公告称第十届董事会、监事会任期将于 2023 年 5 月 22 日届满。鉴于董事会、监事会换届工作尚在积极筹备中，公告第十届董事会、监事会将延期换届，董事会各专门委员会及董事会聘任的高级管理人员任期也将相应顺延。

表11 2022 年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
杨丽君	监事会主席	辞职	2022-4-19	工作变动
张作学	董事	辞职	2022-6-29	工作变动
王涌	独立董事	辞职	2022-8-22	连续担任独立董事职务满六年
叶雄	副总经理	辞职	2022-9-28	工作变动
由伟	董事长	辞职	2022-9-30	工作变动
石勃	监事会主席	被选举	2022-4-19	
孙朱莉	董事	被选举	2022-6-29	
李曙光	独立董事	被选举	2022-8-22	
陈朗	董事长	被选举	2022-10-17	

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 1 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。

（三）或有事项分析

近年来公司合作开发项目增多，公司对参股及合作开发公司的担保金额有所增加。截至2022年末，公司对合营联营企业实际担保金额合计71.31亿元，占同期末净资产的比例为15.01%。中证鹏元关注到，近年来公司对联营合营企业投资持续亏损，2021-2022年公司对联营企业及合营企业的投资损失分别为9.18亿元和21.69亿元。公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方财务状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。

表12 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象名称	发生日期	实际担保金额	反担保情况	担保期
佛山市新纪元置业有限公司	2019.5.21	6.00	有	18年
北京恒合悦兴置业有限公司	2020.6.9	17.15	有	6年
江门侨新置业有限公司	2020.7.33	3.00	无	4年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	2020.7.30	3.00	有	6年
固安裕坤房地产开发有限公司	2020.11.4	3.92	有	6年
苏州金悦璨房地产开发有限公司	2021.6.30	1.99	有	6年
北京金色时枫房地产开发有限公司	2021.7.9	8.65	有	16年
沈阳和慧房地产开发有限公司	2021.7.13	3.92	有	7年
吴江锐泽置业有限公司	2022.1.26	2.40	有	8年
南京联锦悦房地产开发有限公司	2022.3.17	1.88	无	6年
北京悦恒置业有限公司	2022.4.18	9.95	有	6年
青岛东耀房地产开发有限公司	2022.6.29	1.96	无	5年
深圳中益长昌投资有限公司	2022.11.29	6.00	无	5年
佛山市淦盈置业有限公司	2022.12.14	1.50	无	5年
合计		71.31	-	-

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

此外，公司按房地产经营惯例为商品房承购人就按揭贷款债务提供阶段性连带责任保证担保，保证期间从借款合同签订之日起至借款人（购房人）办妥以商业银行为抵押权人的正式抵押手续并向商业银行交付他项权证之日止。截至2022年末，公司承担阶段性担保尚未结清的金额为103.02亿元。

八、外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至2023年3月末，中粮集团及其全资子公司明毅有限公司合计持有公司69.28%股权。中粮集团作为国务院国资委直属的以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，资本实力雄厚，且在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面具有显著优势。

中证鹏元认为公司对中粮集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支

持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

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

（2）公司在资产及利润方面对中粮集团的贡献较大。2022年中粮集团实现营业收入7,271.79亿元，同期公司营业收入占中粮集团的比重为5.44%，公司经营的酒店、房地产开发经营业务有效提升中粮集团收入水平。截至2022年末，中粮集团总资产规模为6,955.71亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达30.83%。

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

九、结论

公司作为中粮集团旗下综合地产开发平台，旗下“大悦城”品牌在国内商业地产领域具有很强的品牌影响力。尽管近年来公司盈利能力有所下滑，在建及拟建项目建设面临一定的资金压力，但考虑到公司房地产开发储备项目资源丰富，区域布局较好，未来业绩可持续性较好；公司投资持有的购物中心、写字楼等地理位置优越、运营情况良好，可为公司提供相对稳定的现金流入；公司股东实力雄厚，且具备较强融资能力，整体抗风险能力很强。

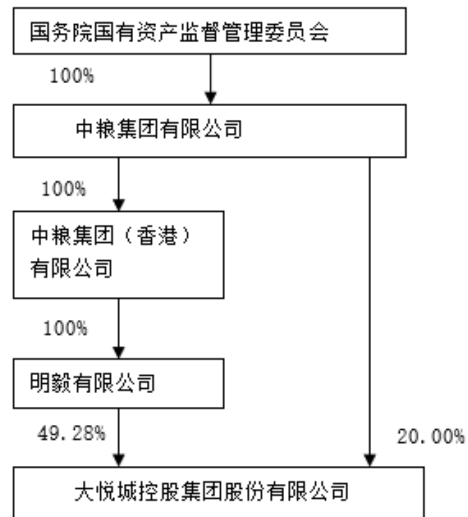
综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“20大悦01”信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	272.52	365.30	248.86	317.64
存货	948.05	957.05	1,020.03	874.57
流动资产合计	1,492.20	1,577.07	1,575.62	1,492.64
投资性房地产	336.49	338.13	319.10	292.95
非流动资产合计	569.13	567.25	551.65	506.07
资产总计	2,061.34	2,144.32	2,127.27	1,998.71
短期借款	29.33	38.11	34.50	22.14
合同负债	343.43	304.54	369.36	379.87
其他应付款（合计）	241.55	339.49	234.52	129.34
一年内到期的非流动负债	90.44	121.14	139.47	161.63
流动负债合计	919.60	1,036.18	1,033.03	979.64
长期借款	489.55	474.21	429.79	469.43
应付债券	127.66	114.69	78.77	58.46
长期应付款	17.48	17.48	36.73	0.00
非流动负债合计	661.33	633.10	573.33	562.61
负债合计	1,580.92	1,669.28	1,606.36	1,542.25
总债务	753.18	764.23	717.98	708.06
所有者权益	480.41	475.04	520.91	456.46
营业收入	60.85	395.79	426.14	384.45
净利润	6.12	-22.23	7.67	11.23
经营活动产生的现金流量净额	27.48	27.10	-84.64	98.14
投资活动产生的现金流量净额	-5.87	-2.61	-54.96	-10.54
筹资活动产生的现金流量净额	-114.86	91.39	72.63	-44.04
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	30.29%	24.06%	27.44%	31.44%
EBITDA 利润率	--	11.73%	16.91%	17.63%
总资产回报率	--	1.03%	2.47%	2.87%
产权比率	329.08%	351.40%	308.37%	337.87%
剔除预收款项的资产负债率	71.98%	74.13%	70.31%	71.76%
净负债率	--	86.53%	92.47%	88.30%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.18	1.91	1.57
总债务/总资本	61.06%	61.67%	57.95%	60.80%
OCF/净债务	--	6.59%	-17.57%	24.35%
速动比率	0.59	0.60	0.54	0.63
现金短期债务比	--	2.30	1.43	1.74

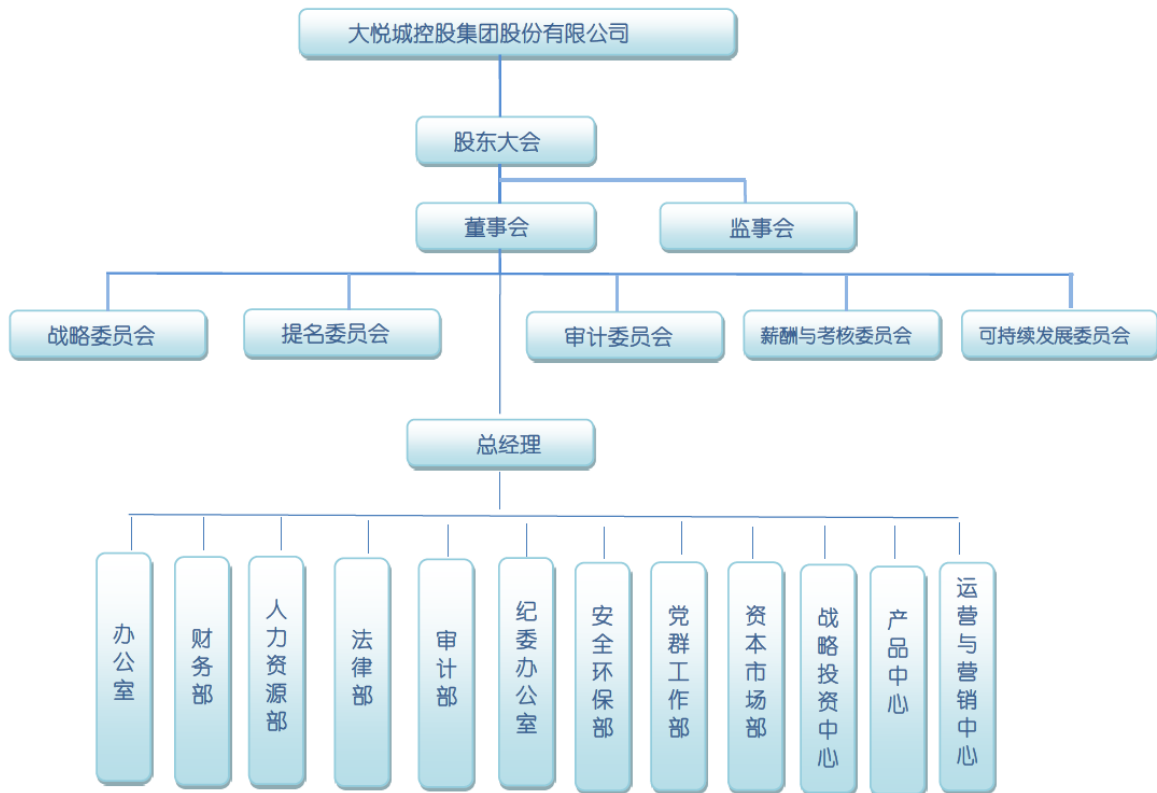
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 公司合并报表范围的一级子公司情况（截至 2022 年末）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
中粮地产集团深圳工人服务有限公司	工业地产租赁	90.09	9.91	设立
中粮地产集团深圳大洋服务有限公司	工业地产租赁	90	10	设立
中粮地产集团深圳工业发展有限公司	工业地产租赁	80	20	设立
深圳市宝安三联有限公司	工业地产租赁	77.54	0	设立
深圳市宝安福安实业有限公司	工业地产租赁	56.52	0	设立
华高置业有限公司	商业贸易及投资	100	0	设立
大悦城控股集团物业服务有限公司	物业管理	100	0	设立
深圳中粮地产物业服务有限公司	物业管理	100	0	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	0	设立
中粮地产发展（深圳）有限公司	房地产开发	100	0	设立
长沙中粮地产投资有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团（成都）有限公司	房地产开发	100	0	设立
成都天泉置业有限责任公司	房地产开发	100	0	同一控制下企业合并
大悦城控股集团南京有限公司	房地产开发	100	0	设立
苏源集团江苏房地产开发有限公司	房地产开发	90	0	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	0	设立
大悦城控股集团（浙江）有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（上海）有限公司	房地产开发	100	0	设立
上海加来房地产开发有限公司	房地产开发	51	0	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	0	设立
天津粮滨投资有限公司	房地产开发	90	0	设立
中耀房地产开发（沈阳）有限公司	房地产开发	65	0	设立
大悦城控股集团苏南有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（天津）有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮房地产开发（杭州）有限公司	房地产开发	100	0	设立
烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	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	0	设立
太仓悦祥房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（武汉）有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团东北有限公司	房地产开发	100	0	设立
沈阳和悦投资有限公司	房地产开发	51	0	设立
大悦城控股集团西北有限公司	房地产开发	100	0	设立
西安悦鼎房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城地产有限公司	商业开发、管理	59.59	0	同一控制下企业合并
深圳市创智产业运营管理有限公司	商务服务业	100	0	设立

西安国际陆港文盛置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文汇置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文兴置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
大悦城控股集团（海南）有限公司	商业综合体管理服务	100	0	设立
大悦城产业管理（天津）有限公司	商务服务业	100	0	设立

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净负债率	净负债/所有者权益

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

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