



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪424号

中粮置业投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中粮置业投资有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十九日

中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2016）

发行主体	中粮置业投资有限公司		
发行年限	5 年		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2016/1/14~2021/1/14		
上次评级时间	2016/1/8		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

中粮置业	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	129.38	181.33	185.98
总资产（亿元）	307.89	332.40	363.71
总债务（亿元）	135.75	99.86	102.17
营业总收入（亿元）	27.25	21.88	21.68
营业毛利率（%）	57.29	74.74	76.36
EBITDA（亿元）	22.95	18.08	14.38
所有者权益收益率（%）	10.23	4.62	4.20
资产负债率（%）	57.98	45.45	48.87
总债务/EBITDA（X）	5.91	5.52	7.10
EBITDA 利息倍数（X）	3.06	2.21	2.32
净负债率（%）	98.19	50.13	46.52

注：所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2015 年，中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”）租金收入稳步提升、债务期限结构继续优化以及上海天悦壹号项目进入预售阶段，可为公司带来充裕的内在流动性来源。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司面临一定资本支出压力以及受限资产占比较高等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评将维持中粮置业主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定，维持“中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 公司租金收入稳步提升。受益于可租面积的持续增加、出租率的不断提升及较高的客流量和提单率，2015 年公司实现租金收入 15.04 亿元，同比上升 5.79%，公司租金收入稳步提升。
- 债务期限结构较为合理。随着 2015 年公司短期债务的偿还和新增长期债务，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）继续下降至 0.07 倍，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。
- 上海天悦壹号项目进入预售阶段，可为公司带来充裕的内在流动性来源。上海大悦城的配套完善，区位优势明显，业态类型定位为高端住宅，2015 年实现合约销售面积 1.47 万平方米，实现销售金额 13.45 亿元，销售业绩良好，可为公司带来充裕内在流动性来源。

关 注

- 面临一定资本支出压力。2015 年末公司共有 2 个在建项目和 1 个拟建项目，在建项目分别为北京安定门项目和上海天悦壹号项目，拟建项目为上海大悦城二期北项目，公司在建拟建项目合计尚需投资 95.54 亿元，拟投

分 析 师

赵屹 yzhao@ccxr.com.cn

解晓峰 xtxie@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 29 日

资规模较大，存在一定资本支出压力。

- 受限资产占比高。截至 2015 年末公司受限资产规模达 295.95 亿元，同比增加 31.13%，在总资产中占比达 81.37%，较上年上升 13.47 个百分点，受限资产占比较高，公司资产流动性下降。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

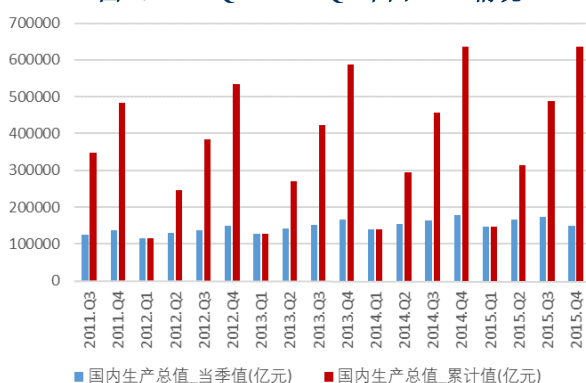
中粮置业投资有限公司 2015 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）于 2016 年 1 月 14 日完成发行，发行规模为 30 亿元，票面利率 3.20%，期限为 5 年，债券存续期第三年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券募集资金已于 2016 年 1 月 15 日全部到位。本期债券募集资金用于补充公司及下属公司营运资金，截至 2016 年 5 月 31 日，募集资金已全部使用完毕。

行业关注

2015 年以来中国经济增长呈现缓中趋稳态势，消费零售市场增速亦随之趋稳，未来仍有较大增长空间

2015 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势。2015 年全国国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年降低 0.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值 60,863 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 274,278 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 341,567 亿元，增长 8.3%，第三产业增加值占 GDP 的比重已达到 50.5%，高于第二产业 9.5 个百分点，主要得益于政府促进内需和大力发展服务业的多项措施，消费成为经济增长的主要推动力。2016 年中国经济下行压力依然较大，但随着“一带一路”战略、京津冀区域协调发展等持续推进，一系列稳增长、促改革措施持续发力，预计 2016 年中国经济有望低位企稳。

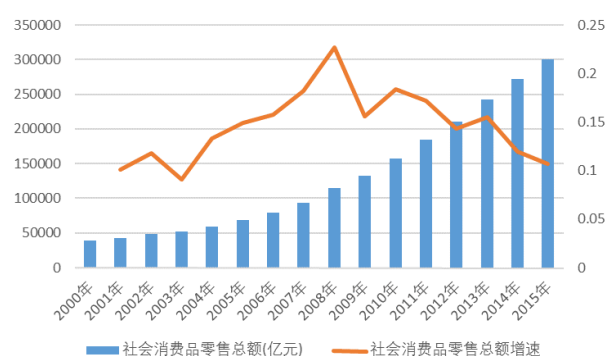
图 1：2011.Q3~2015.Q4 中国 GDP 情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2015 年国内消费市场运行总体平稳并呈前低后高、小幅波动态势。全年社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比增长 10.7%（扣除价格因素，实际增长 10.6%），增速较上年放缓 0.3 个百分点，增速下滑态势趋缓。整体消费市场中，2015 年服务消费增长较快，大众餐饮、文化娱乐、休闲旅游持续升温。其中，全国餐饮收入增长 11.7%，增速比上年加快 2 个百分点；全国电影票房收入超过 440 亿元，同比增长近 50%；国内旅游突破 40 亿人次，旅游收入超过 4 万亿元。同时，我国消费市场区域结构不断优化，中部和西部地区消费销售额同比增速高于东部地区 1.2 和 0.9 个百分点。

图 2：2000~2015 年全国社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

与此同时随着国家经济增长结构的调整，消费逐渐成为我国经济增长的重要动力。在经济增长结构调整过程中，国民人均可支配收入不断提高。2015 年我国居民人均可支配收入 21,966 元，较上年增长 8.9%（扣除价格因素，实际增长 7.4%）。按常住地区分，城镇居民人均可支配收入 31,195 元，同比增长 8.2%（扣除价格因素，实际增长 6.6%）；农村居民人均可支配收入 11,422 元，同比增长 8.9%（扣除价格因素，实际增长 7.5%）。随着居民收入的不断提升，人们更加注意生活质量，消费意愿不断增强，我国居民人均消费支出持续上升。目前，我国消费占 GDP 比重仅为 50% 左右，而很多发达国家达到 75%~80%，甚至更高，即便在 GDP 增速放缓的大背景下我国零售业还有较大增长空间。2015 年我国实现社会消费品零售总额增速依然远高于发达国家，也反映出我国庞大的消费市场潜力。

零售行业面临电子商务的冲击，众多购物中心及百货运营商纷纷寻求转型

由于电子商务网站可以为消费者提供便利的商品搜索、价格比较功能和物流服务，同时随着网络技术的发展，近年来网络零售逐渐成为零售行业的重要组成部分。在当前经济增长放缓的形势下，依托价格和便捷性优势，越来越多消费者趋向于选择通过网络购买日常生活所需要的商品，网络零售的快速发展进一步挤压了实体零售行业的市场份额。根据中国电子商务研究中心监测数据，2015 年我国网络零售交易额进一步上升至 3.88 万亿元，同比增长 33.3%。此外，网络零售市场规模占社会消费品零售总额的比例也逐年上升，由 2008 年的 1.30% 上升至 2015 年的 10.80%。

预计未来几年我国网络购物市场仍将保持高速增长，网购规模占社会消费品零售总额也将持续提升。相比于网络购物而言，购物中心等实体运营上存在成本偏高、控制经费开支较难等弊端，将受

到一定程度的冲击。面对电商竞争压力，众多购物中心及百货运营商纷纷寻求转型，“线上线下结合”、“渠道下沉”、“业态跨界”、“体验式商业”等成为重要的突破方向。如提升餐饮服务、电影院等服务体验类型业态在购物中心所占比重，通过打造各类主题活动和展览，以在线电商无法提供的服务吸引消费者。通过销售儿童用品、提供课外教育和游乐场等设施吸引带孩子的家庭消费者光顾和停留时间。同时，选择拥抱电子商务的运用模式，积极推进 O2O 模式发展，采取微信、手机 APP 等方式，通过线上线下相融合增加消费者对购物中心的粘性。

业务运营

2015 年，公司实现营业收入 21.68 亿元，较上年微降 0.89%，其中，购物中心和写字楼物业出租收入 15.14 亿元，同比上升 6.49%，占营业收入的 69.84%，较 2014 年上升 4.83 个百分点。2015 年公司房地产销售收入为 2.80 亿元，同比下降 35.67%。

表1：2013~2015年公司营业收入结构

单位：亿元、%

业务类型	2013		2014		2015	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业出租（购物中心和写字楼）	12.25	44.95	14.22	65.01	15.14	69.84
房地产销售	11.97	43.93	4.35	19.89	2.80	12.91
物业费	1.43	5.25	1.59	7.29	1.74	8.03
酒店公寓	0.72	2.62	0.67	3.07	0.71	3.26
其他（杂项商场物业及联营）	0.88	3.24	1.04	4.75	1.29	5.96
合计	27.25	100	21.88	100	21.68	100.00

注：由于数据经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司持有购物中心运营情况良好，租金收入稳步上升

公司持有的 4 个购物中心分别为北京西单大悦城、朝阳大悦城、上海大悦城以及天津大悦城，可租面积合计 31.25 万平方米，较上年增加 2.69 万平方米，主要是上海一期大悦城北座的开业运营使得总可租面积有较明显增加。

上海大悦城位于上海苏河湾核心区域，紧邻南京东路商圈，衔接地铁 8 号线和 12 号线曲阜路站。上海大悦城一期南座部分已于 2010 年 12 月投入运营，2015 年 12 月 19 日一期北座正式开业。一期北

座通过多条连廊与南座相通，并在顶层设置国内首座屋顶悬臂式摩天轮 SKY RING。上海大悦城定位为主题化购物中心，满足年轻客群购物需求，开业以来运营情况良好。在全新的一期北座开业后，上海大悦城整体可租面积由 2014 年的 2.79 万平方米增加至 6.20 万平方米，公司总可租面积进一步提升。

公司凭借购物中心较好的区位优势、成熟并不断创新的运营模式以及精准的品牌定位和目标客群，保障了公司一贯以来良好的运营业绩。2015 年末公司朝阳大悦城和上海大悦城已接近满租状态，

天津大悦城出租率为 96%，西单大悦城由于部分商铺处于调整阶段，2015 年末出租率为 92%，略低于另外几座购物中心出租水平。客流量方面，在公司良好的客流量管理下，2015 年大悦城日均总客流量达 21.09 万人次/天，并且凭借较高的提单率，2015 年全年公司旗下四座购物中心实现销售额 97.91 亿元，同比上升 14.51%。

得益于此，2015 年公司大悦城购物中心实现租金收入 14.75 亿元，同比增加 8.78%。其中，西单大悦城、朝阳大悦城、上海大悦城和天津大悦城分别贡献租金收入 6.26 亿元、4.65 亿元、0.80 亿元和 3.04 亿元，上海大悦城由于一期北座于 2015 年末开业，贡献租金收入规模较小。

表 2:2015 年公司持有的购物中心物业运营情况

单位：万平方米、亿元、%、元/平方米/月

项目	出租面积	租金收入	出租率	平均租金水平
西单大悦城	5.27	6.26	92	1,072
朝阳大悦城	11.21	4.65	99	321
上海大悦城	6.20	0.80	99	258
天津大悦城	8.57	3.04	96	307
合计	31.25	14.75	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3:公司 2015 年持有的购物中心整体运营情况

单位：万元、万人次/天、%

经营性物业项目	销售额	客流量	提单率
西单大悦城	404,295.4	7.39	23.5%
朝阳大悦城	272,920.0	6.17	54.8%
上海大悦城	42,840.0	1.68	61.5%
天津大悦城	259,076.0	5.85	62.6%
合计	979,131.40	21.09	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除购物中心外，西单大悦城商业综合体还包含写字楼和酒店式公寓。其中，写字楼部分可租面积 1.31 万平方米，2015 年出租率为 68%，主要由于原租户工商银行租约到期及网点调整原因没有续租，以致当年出租率下降较为明显。西单大悦城酒店公寓作为西单大悦城商业综合体的一部分，拥有房间约 320 间，周边设有购物中心、影院、写字楼，定位为客户提供便利性的豪华商务型酒店，由广州新中华酒店管理公司委托管理。2015 年酒店入住率达 78.78%，较 2014 年上升 4.75 个百分点。受此影响，

酒店 2015 年实现营业收入 0.71 亿元，同比增加 5.31%，其中客房收入 0.53 亿元。

受可结算规模较小影响，2015 年公司房地产销售结算收入大幅下降，但上海天悦壹号项目进入销售阶段，将带动公司签约销售金额的显著增长

公司 2015 年销售物业主要为天津大悦城悦府和上海大悦城·天悦壹号两个项目。天津大悦城悦府项目位于天津市南开区，总占地面积 3.26 万平方米，总建筑面积 15.15 万平方米。其中，可售住宅建筑面积为 6.72 万平方米，可售公寓建筑面积为 4.61 万平方米。截至 2015 年末该项目已竣工，销售型物业已售罄。上海大悦城·天悦壹号项目位于闸北区苏河湾，占地面积 2.79 万平方米，规划总建筑面积 5.57 万平方米，该项目已于 2015 年 11 月 14 日开始销售。

2015 年公司房实现地产签约销售面积 2.52 万平方米，同比上升约 50%，销售金额 15.52 亿元，较上年增加 11.83 亿元，主要系位于上海的天悦壹号项目销售均价较高，使得当年销售金额呈大幅上升。上海大悦城 2015 年销售面积 1.47 万平方米，实现销售金额 13.45 亿元，销售均价约为 91,497 元/平方米。同期，由于天津大悦城悦府项目进入尾盘，剩余可转结面积较少，而上海天悦壹号项目尚未达到转结条件，2015 年公司结算面积仅为 1.41 万平方米，同比下降 35.62%，结算金额 2.78 亿元，同比下降 36.09%。截至 2015 年末，公司剩余已售未转结面积 1.47 万平方米，未结算金额 13.44 亿元。预计 2016 年公司将实现销售面积 1.72 万平方米，销售金额 16.07 亿元，结算面积 1.40 万平方米，结算金额 12.82 亿元。取决于上海天悦壹号良好的签约销售业绩，公司未来销售收入较有保障。

表 4: 2013~2015 年公司房地产销售结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015
销售面积	4.08	1.68	2.54
销售金额	8.35	3.69	15.52
结算面积	6.32	2.19	1.41
结算金额	11.97	4.35	2.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司以综合体、商业地产发展为业务重点，目前无新拓展项目，未来销售型项目以大悦城配套的住宅项目为主，在建项目存在一定资本支出压力

截至 2015 年末，公司共有 2 个在建项目，分别为北京安定门项目和上海大悦城·天悦壹号项目。天悦壹号项目为上海大悦城商业综合体配套住宅项目，项目总建筑面积 5.57 万平方米，规划总投资金额 42.26 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，天悦壹号项目已投资金 37.61 亿元，尚需投入 4.65 亿元，预计于 2016 年末竣工。北京安定门项目位于北京

市东城区安定门，项目业态主要为办公楼及部分配套商业物业，项目总规划建筑租面积 8.18 万平方米，规划总投资 27.86 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，项目已投资金 8.24 亿元，尚需投入资金 19.62 亿元，预计于 2018 年 7 月竣工。同期，公司尚有上海大悦城二期北项目一个拟建项目，系上海大悦城商业综合体的扩充，将规划建设为办公、商业配套，规划总建筑面积 18.60 万平方米，计划总投资金额 70.24 亿元，将于 2018 年 8 月开始运营。截至 2015 年 12 月 31 日，公司在建及拟建项目尚需投资 94.54 亿元，面临一定资本支出压力。

表 5:截至 2015 年末公司在建、拟建项目情况

单位：平方米、亿元

项目	业态	总建筑面积	规划总投资金额	已投资金	开工时间	预计竣工时间
北京安定门项目	办公为主、少量商业	81,761	27.86	8.24	2014.08	2018.07
上海天悦壹号	住宅	55,655	42.26	37.61	2014.01	2016.12
上海大悦城二期北	办公、商业	186,015	70.27	-	-	-
合计		323,431	140.39	45.85		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 2015 年无新增土地储备项目，公司业务发展重点为综合体和商业地产发展，未来销售型项目以在拟建的大悦城配套的住宅及办公楼为主。对于新增项目，公司将以拓展大悦城项目为主线，坚持深耕战略重点城市，并择机拓展新的城市发展战略，重点关注一线城市核心区域与副中心及重点二线城市核心区域。

总的来看，2015 年公司旗下大悦城可租面积进一步增加，租金收入稳步提升。而物业销售方面由于当年可结算项目较少，当年销售收入较上年下降明显，但天悦壹号销售情况良好，公司未来销售收入较有保障。同时，公司年末在建及拟建项目待投资规模较大，公司将面临一定资本支出压力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年、2014 年和 2015 年的审计报告。所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

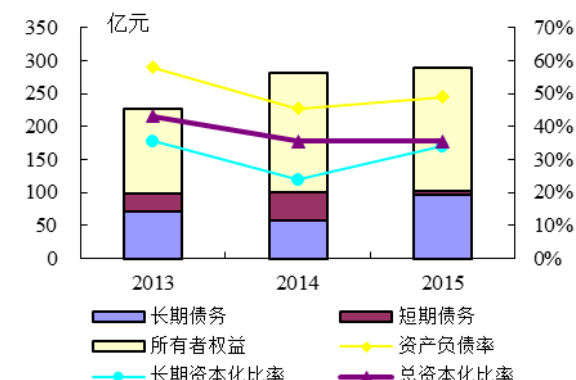
随着业务规模和权益资本的不断扩大，近年公司资产规模随之增长。2015 年末，公司资产总额为 363.71 亿元，同比增加 9.42%。而得益于利润留存及永续债¹对权益资本的补充，公司 2015 年末所有者权益合计为 185.98 亿元，同比增加 2.57%。同期，公司负债总额为 177.73 亿元，同比上升 17.65%。受此影响，公司 2015 年末资产负债率为 48.87%，较上年上升 3.42 个百分点；而由于货币资金规模上升，当年公司净负债率水平下降 3.61 个百分点至 46.52%。

此外，若将 2015 年末永续债调入长期借款进行核算，则公司 2015 年末资产负债率和净负债率

¹ 2014 年 10 月，中粮置业、中粮集团与银行订立委托贷款协议（永久性贷款协议），中粮集团委托银行向中粮置业借出人民币 37.68 亿元（永久性贷款）以偿还中粮集团给予的部分贷款。永久性贷款协议于 2014 年 10 月 20 日生效，年利率为 6.5%。永久性贷款的利息自 2014 年 1 月 1 日起以应付欠款形式每年支付一次，中粮置业可酌情延迟付款。中粮集团及银行均不会要求偿还本金，惟中粮置业全权酌情或在清盘的情况下选择偿还本金及应计利息除外。根据永久性贷款协议，中粮置业无需就永久性贷款向中粮集团或银行提供任何类别的担保。

分别为 59.22% 和 83.75%。

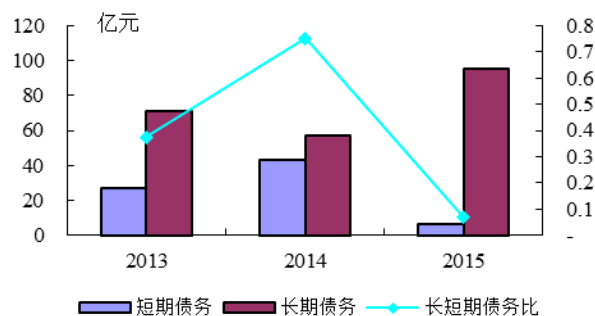
图 3：2013~2015 年末公司资本结构



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和付息债务构成，其中付息债务占负债合计的占比为 57.49%，较上年下降 8.61 个百分点。2015 年末公司应付账款分别为 18.28 亿元，同比上升 81.01%，主要由于在建项目应付工程款增加所致。2015 年末，公司其他应付款 15.19 亿元，同比增加 82.45%，主要由于 2015 年公司进一步收购北京昆庭资产管理有限公司 35% 股权尚未支付股权款所致。2015 年末，公司付息债务规模为 102.17 亿元，同比上升 2.32%，主要由短期借款和长期借款构成；随着短期债务到期偿还和新的长期借款借入，年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）下降至 0.07 倍。

图 4：2013~2015 年末公司债务期限结构



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司资产规模和所有者权益合计逐年扩大，负债规模上升较快，以致资产负债水平有所上升；同时，由于公司短期债务的到期偿还，其债务期限结构进一步优化。

资产质量

资产构成方面，公司资产主要由非流动资产构成，近三年非流动资产占资产总额的比重保持在

75% 以上，主要为投资性房地产。2015 年末公司投资性房地产总额为 232.68 亿元，同比增加 6.10%，占资产总额的比重为 63.97%，主要为公司持有的位于北京、上海及天津核心地段的商业物业，未来具有较大升值潜力。2015 年公司投资性房地产评估增值 4.40 亿元。

表 6：2013~2015 年公司受限资产情况

单位：亿元、%

项目	2013	2014	2015
受限资产	218.73	225.70	295.95
其中：投资性房地产	207.51	219.31	232.68
固定资产	4.29	3.44	3.40
存货	4.89	-	57.51
无形资产	1.79	1.73	1.77
应收账款	-	0.69	0.60
货币资金	0.25	0.53	-
受限资产占资产总额比重	71.04	67.90	81.37

注：由于数据经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年末公司受限资产规模分别为 295.95 亿元，同比增加 31.13%，占资产总额的比重为 81.37%，较上年上升 13.47 个百分点，受限资产占比有所上升，主要为投资性房地产及待售物业。

整体来看，公司受限资产主要集中于投资性房地产，且受限规模较上年进一步扩大，其资产流动性有所下降。

流动性

流动资产方面，截至 2015 年末，公司流动资产总额为 96.00 亿元，占比为 26.39%，上升 2.55 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要包括货币资金 15.65 亿元和存货 78.23 亿元，占资产总额的比重分别为 4.30% 和 21.51%。其中，年末存货同比增加 18.67%，主要为上海大悦城项目二期的开发成本构成，现房销售压力较小。

从现金获取能力来看，2015 年公司经营活动产生现金净额为 5.98 亿元，同比下降 25.90%。公司经营活动净现金/短期债务为 0.92 倍，由于 2015 年末短期债务规模的减小，经营活动现金流对短期债务的保障力度有所提升。2015 年末，公司持有货币资金 15.65 亿元，同比增加 74.67%，与同期短期债务的比率为 2.40 倍，货币资金对短期债务的保障程

度较好。

表 7：2013~2015 年公司部分流动性指标

单位：亿元

指标	2013	2014	2015
货币资金	8.72	8.96	15.65
经营活动现金流净额	9.84	8.08	5.98
货币资金/短期债务 (X)	0.14	0.21	2.40
经营净现金流净额/短期债务 (X)	0.15	0.19	0.92

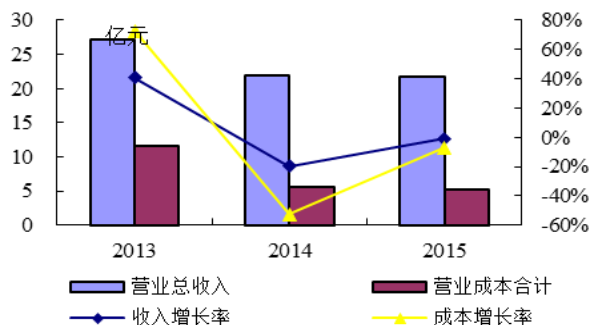
资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司流动资产占比有所上升，且存货中以开发成本为主。同时，公司年末持有货币资金进一步增加，而短期债务规模大幅减小，货币资金和经营性净现金流对短期债务保障程度均有所提高。

盈利能力

公司营业收入主要来源于物业租赁和销售，2015 年实现营业收入 21.68 亿元，基本与上年水平持平。其中，租金收入占比为 74.27%，房地产销售收入占比 13.70%。

图 5：2013~2015 年公司收入成本分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

营业毛利率方面，随着公司购物中心开发管理水平及成本控制能力进一步提升，以及初始获利空间较高的租赁业务占比的提升，2015 年公司综合毛利率上升 1.62 个百分点至 76.36%，处于很高水平。

期间费用方面，公司 2015 年期间费用合计为 9.10 亿元，较上年减少 1.76 亿元，主要受财务费用较上年大幅下降影响所致。2015 年公司三费收入占比为 41.98%，较上年下降 7.69 个百分点，期间费用控制能力有所提升。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

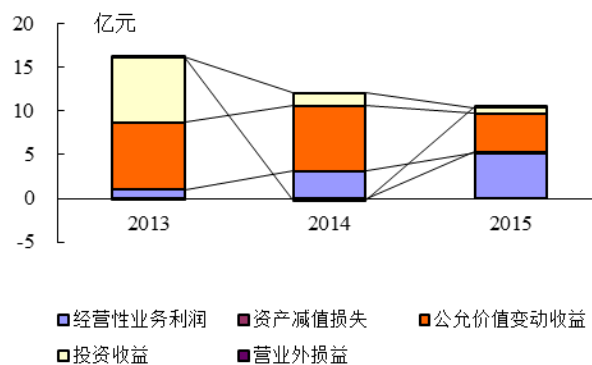
单位：亿元、%

项目名称	2013	2014	2015
销售费用	2.05	1.80	2.37
管理费用	3.20	3.23	3.18
财务费用	6.34	5.84	3.56
三费合计	11.58	10.87	9.10
营业总收入	27.25	21.88	21.68
三费收入占比	42.52	49.67	41.98

注：由于数据经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差
资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益及投资收益构成。受公司营业收入规模和毛利率水平上升及期间费用下降影响，2015 年公司实现经营性业务利润 5.18 亿元，同比上升 65.17%，对利润总额的贡献程度显著提高。同期，公司公允价值变动收益 4.40 亿元，由于公司有意控制公允价值增速，公司公允价值变动收益较上年下降 40.86%。综上，2015 年公司利润总额为 10.47 亿元，实现净利润 7.80 亿元，公司所有者权益收益率为 4.20%，较上年微降 0.42 个百分点。

图 6：2013~2015 年公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司毛利水平处于很高水平，经营性业务盈利能力有所上升；但受到公允价值变动收益缩减影响，公司所有者权益收益率略有下降。

偿债能力

从债务规模来看，2015 年公司债务总额为 102.17 亿元，长短期债务比为 0.07 倍，短期债务占比明显下降，债务期限结构回归较好水平。公司债务中来自关联方资金拆借 10.95 亿元，在公司总债务中占比为 10.72%。此外公司实际控制方中粮集团

有限公司（以下简称“中粮集团”）向公司提供 37.68 亿元永久性贷款。就债务到期日期来看，公司债务 50% 以上均于 2019 年以后到期，2016~2018 年到期的占比分别为 8.71%、27.87% 和 12.94%，债务到期日较为分散，短期内偿债压力较小。

表 9：截至 2015 年末公司债务期限结构

单位：亿元

到期时间	金额	占比
2016 年内	8.90	8.71%
2017 年内	28.48	27.87%
2018 年内	13.23	12.94%
2019 年以后	51.56	50.47%
合计	102.17	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司 EBITDA 为 14.38 亿元，受利润总额波动的影响而有所减少。2015 年公司总债务/EBITDA 为 7.10 倍，公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.32 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降。

表 10：2013~2015 年公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA（亿元）	22.95	18.08	14.38
总债务/EBITDA（X）	5.91	5.52	7.10
EBITDA 利息倍数（X）	3.06	2.21	2.32
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	0.08	0.06
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.31	0.99	0.97
资产负债率（%）	57.98	45.45	48.87
净负债率（%）	98.19	50.13	46.52
总资本化比率（%）	51.20	35.51	35.46
长期资本化比率（%）	35.53	23.92	33.96

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司不存在对外担保情况。

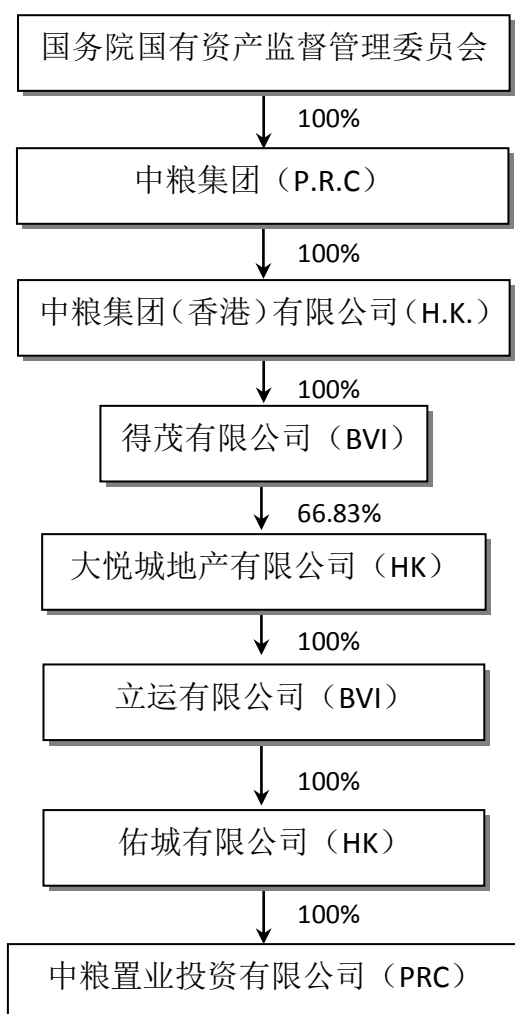
财务弹性方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 169.49 亿元，未使用授信额度 56.80 亿元，整体备用流动性较为充分。

整体来看，2015 年来公司债务规模持续上升，同时利润总额有所下降，但公司购物中心投资运营业务发展稳定，毛利率水平进一步提高，整体具有很强的偿债能力。

结 论

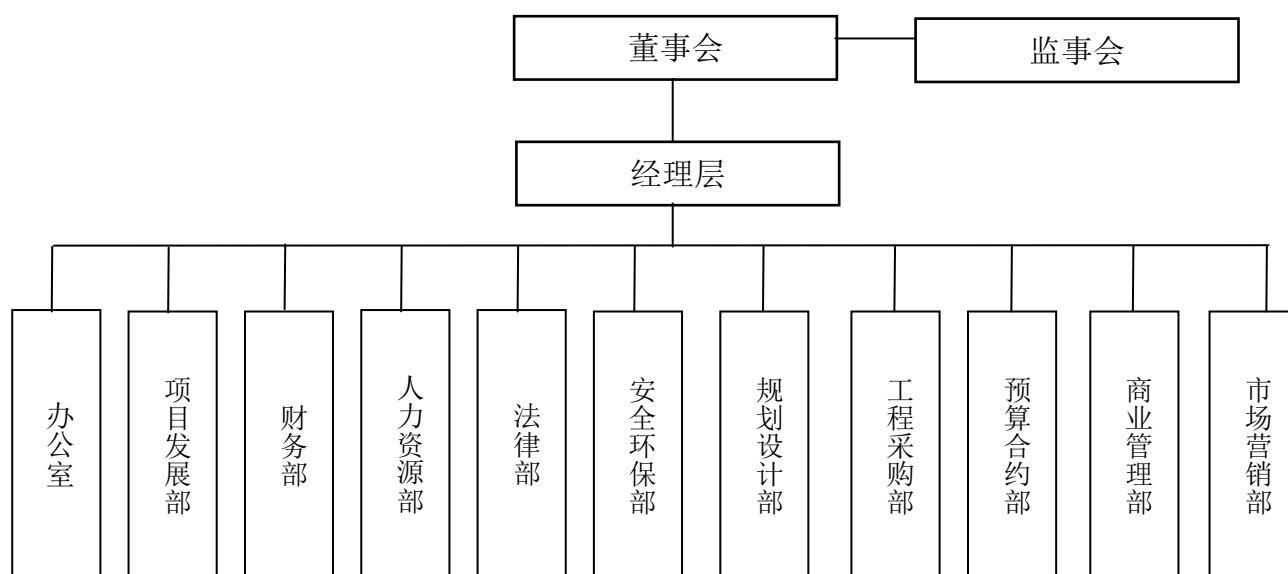
综上，中诚信证评维持中粮置业投资有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“中粮置业投资有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：中粮置业投资有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中粮置业投资有限公司管理架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：中粮置业投资有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	87,159.19	89,622.27	156,504.21
应收账款净额	10,437.56	8,563.74	8,608.05
存货净额	565,662.40	659,197.24	782,295.65
流动资产	717,315.33	792,526.96	960,013.75
长期投资	183,316.17	194,345.81	197,389.28
固定资产合计	2,158,888.17	2,315,733.03	2,461,131.93
总资产	3,078,915.40	3,324,014.26	3,637,131.13
短期债务	644,483.06	428,557.00	65,305.00
长期债务	713,028.00	569,996.44	956,426.83
总债务（短期债务+长期债务）	1,357,511.06	998,553.44	1,021,731.83
总负债	1,785,107.77	1,510,692.54	1,777,296.06
所有者权益（含少数股东权益）	1,293,807.63	1,813,321.72	1,859,835.06
营业总收入	272,467.82	218,760.88	216,824.51
三费前利润	126,089.78	140,045.27	142,855.40
投资收益	75,071.86	15,121.02	7,043.47
净利润	132,344.54	83,687.77	78,035.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	229,521.54	180,820.52	143,824.90
经营活动产生现金净流量	98,435.48	80,768.15	59,848.65
投资活动产生现金净流量	-221,301.48	-23,351.53	-2,527.13
筹资活动产生现金净流量	120,315.15	-57,788.23	14,892.04
现金及现金等价物净增加额	-2,550.86	-371.61	72,213.55
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	57.29	74.74	76.36
所有者权益收益率（%）	10.23	4.62	4.20
EBITDA/营业总收入（%）	84.24	82.66	66.33
速动比率（X）	0.19	0.20	0.33
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.08	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.19	0.92
经营活动净现金/利息支出（X）	1.31	0.99	0.97
EBITDA 利息倍数（X）	3.06	2.21	2.32
总债务/EBITDA（X）	5.91	5.52	7.10
资产负债率（%）	57.98	45.45	48.87
总资本化比率（%）	51.20	35.51	35.46
长期资本化比率（%）	35.53	23.92	33.96
净负债率（%）	98.19	50.13	46.52

注：1. 上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2. 2013 年末部分其他应付款为付息债务，将其调整至短期借款进行相关指标测算；

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。