



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪307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已发行的“中粮置业投资有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级至AAA，评级展望稳定；上调本次债券的信用等级至AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十三日

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（2018）

发行主体	中粮置业投资有限公司
债券名称	中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）
债券简称及代码	16 中粮 01 136147
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	2017/6/27
上次评级结果	债项级别 AA^+ 主体级别 AA^+ 评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望 稳定

基本观点

2017 年，中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”或“公司”）持续得到股东较大力度的支持，同时凭借所持大悦城购物中心显著的区位优势，其出租率处于较高水平，租金收入稳步上升。此外，公司所运作的销售型房地产项目亦具有较强的区位优势及很高的产品品质，其销售及结算收入为公司现金流及盈利规模提供了有益的补充。近年来，公司财务结构保持稳健，经营获现能力对债务本息保障力度持续增强。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到行业竞争加剧等因素或将对公司信用状况产生影响。

综上，中诚信证评上调中粮置业主主体信用等级至 AAA ，评级展望稳定；上调“中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级至 AAA 。

正 面

- 雄厚的股东背景及持续有力的支持。作为中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）旗下商业地产板块在境内最重要的运营主体，中粮置业可持续在资金调拨以及资源调配等方面得到较大力度的股东支持。
- 优质的资产质量及稳步提升的租金收入。凭借公司所持大悦城购物中心显著的区位优势、成熟并不断创新的运营模式以及准确的客户定位和差异化的品牌营销策略，公司持有的购物中心运营状况良好，出租率处于很高水平，租金收入稳步提升。
- 房地产销售对业绩形成重要补充。公司所运作的销售型房地产项目亦具有较为明显的区位优势，加上很高的产品品质，近年来中粮置业房地产项目的销售和结转为其现金流及盈利提供了有益的补充。2017 年，公司实现房地产结算收入 33.16 亿元，较上年大幅上升 177.95%。

概况数据

中粮置业	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	185.98	186.41	200.47
总资产（亿元）	363.71	387.28	405.38
总债务（亿元）	102.17	105.70	111.41
营业总收入（亿元）	21.68	33.49	61.30
营业毛利率（%）	76.30	67.30	53.90
EBITDA（亿元）	14.38	20.69	32.97
所有者权益收益率（%）	4.20	7.09	10.29
资产负债率（%）	48.87	51.87	50.55
总债务/EBITDA（X）	7.10	5.11	3.38
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	4.31	5.93
净负债率（%）	46.52	52.46	46.52

注：1. 所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2. 2017 年将其他应付款中计息部分调整计入当年总债务。

分 析 师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn

於 娜 nyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 13 日

- 财务结构保持稳健。公司坚持稳健发展策略，杠杆比例始终处于较低水平。2017 年，公司资产负债率及净负债率等指标进一步下降，加之租金收入及房地产销售收入增长带来的盈利能力的提升，使其经营获现能力对债务本息偿还的保障程度持续增强。

关 注

- 行业竞争加剧。近年来，商业物业行业呈现快速发展，购物中心呈现爆发式增长，业内竞争加剧；同时，电子商务等对传统零售行业的冲击亦使公司面临更多的创新挑战。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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 2016 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 中粮 01”、债券代码“136147”）于 2016 年 1 月 14 日完成发行，募集资金 30 亿元，票面利率 3.2%，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。截至 2017 年 12 月 31 日，募集资金已全部使用完毕。

重大事项

中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”或“公司”）系中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）商业地产板块港股上市公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，HK.00207）境内的最主要投资运营平台。

2017 年 7 月 24 日，公司关联方中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”）因筹划重大资产重组事项自开市起停牌。2017 年 8 月 22 日，中粮地产发布公告称：“本次重大资产重组（以下简称“本次重组”或“本次交易”）的主要交易对方目前初步定为中粮集团（香港）有限公司（以下简称“中粮香港”）或中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）下属的其他关联方。为整合资源并提升中粮集团地产业务的运营效率，本次交易的标的资产初步定为大悦城地产的控股权或持有大悦城地产控股权的持股公司股权，具体标的资产范围尚未最终确定，可能根据交易进展情况进行调整。”

2018 年 3 月 29 日，中粮地产第九届董事会第十七次会议审议通过了本次重组预案及其他相关议案，拟以非公开发行股份的方式向中粮香港购买 Vibrant Oak Limited（中文名称为“明毅有限公司”，以下简称“明毅”，中粮香港的全资子公司）100% 的股权的重组方案调整为中粮地产拟以非公开发行股份的方式向明毅购买其持有的大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的 64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份总数的 59.59%）；同

时向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过人民币 242,578.14 万元，不超过中粮地产以发行股份方式购买大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份交易价格的 100%。本次交易不会导致公司实际控制人发生变更。就重组方案的调整，中粮地产、中粮香港和明毅已于 2018 年 3 月 29 日签署了《重大资产重组框架补充协议》。同日，中粮地产与明毅签署了《发行股份购买资产协议》、《发行股份购买资产之减值补偿协议》。

中粮地产和大悦城地产分别为中粮集团旗下专业负责住宅地产开发和商业地产运营的房地产业务平台，此次重大资产重组若能顺利完成，中粮集团将有更清晰的组织架构和更统一的对外品牌形象，同时大悦城地产旗下中粮置业的整体实力或将得到大幅提升。中诚信证评将持续关注上述事宜的进展，以便及时判断上述重组事项对中粮置业信用水平的影响。

行业关注

2017 年我国经济整体呈稳中向好发展态势，随着治理结构的完善以及促改革、防风险举措的实施，房地产市场泡沫、债务规模刚性压力等风险或将进一步缓释，经济增长质量有望得到进一步提升。

在全球经济复苏，国内供给侧改革持续推进背景下，2017 年中国经济延续了 2016 年下半年以来稳中向好态势。全年 GDP 同比增长 6.9%，较上年增长 0.2 个百分点，超出市场预期。在经济企稳的同时，经济结构持续优化，监管趋严下宏观风险有所缓释，经济运行质量进一步提升。展望 2018 年，投资下行压力凸显，消费难以大幅提升，出口增长幅度能否持续存在不确定性，经济仍面临小幅放缓压力，考虑到基数效应的影响，预计全年前低后稳。

从需求端来看，基建投资维持近 15% 的较高速增长，房地产投资虽有回落但保持一定韧性，制造业投资较上年有所改善，投资缓中趋稳；消费平稳增长，扭转了前几年的阶梯式下滑态势；全球经济复苏带动出口实现较大幅度正增长。从供给侧来

看，受供给侧改革和环保趋严影响，工业品价格回升，企业盈利大幅改善，工业生产回暖，规模以上工业增加值反弹。从价格水平看，去产能和环保趋严支持 PPI 高位运行，CPI 总体维持在“1”时代，通胀可控。在宏观经济指标向好同时，经济结构持续优化，第三产业增速快于第一、二产业，最终消费对经济增长贡献率维持在较高水平。此外，在监管全面趋严下，宏观风险有所缓释，资金“脱实向虚”改善，金融杠杆持续去化，银行表内外资产无序扩张态势得到一定程度遏制，宏观杠杆率边际改善，资本流出压力减轻。

但是，中国经济风险警报并没有解除，债务规模刚性压力依然存在，互联网金融等金融创新在快速发展同时也蕴藏了风险，房地产市场泡沫化风险尚未得到充分缓解。

中央经济工作会议提出，今后 3 年要重点抓好防范化解重大风险等三大攻坚战，防风险依然是 2018 年经济工作的重要内容，强监管态势仍将持续。考虑到国内经济缓中趋稳，金融防风险、去杠杆持续，同时还需应对全球流动性收紧引致的资本流出压力，货币政策将延续稳健中性，M2 维持低位运行，与社融走势分化态势持续。财政政策将继续积极有效，重点向民生、环保、企业减税降费等领域倾斜，但地方政府举债管理进一步加严，广义财政支出增长或将放缓。

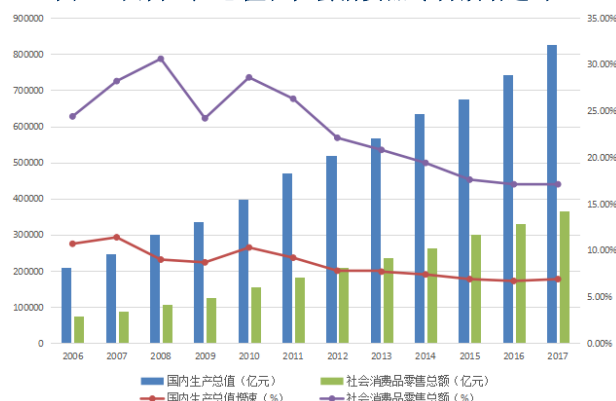
2018 年中国经济增长面临的压力体现在多个方面。尤为值得关注的是，投资下行压力的进一步凸显。从三大类投资来看，虽然扶贫攻坚、环保治理等补短板效应给基建投资带来一定支撑，但广义财政支出增长放缓加大资金来源压力，地方 GDP“挤水分”导致一些项目被叫停，基建将“托而不举”，虽有望保持两位数增幅但难以延续前几年高速增长态势；调控影响进一步显现，房地产投资将继续下行。但在棚改货币化、租赁住房建设等因素支撑下，下行幅度或将有限；环保限产、企业利润增长放缓背景下，制造业投资将难以大幅改善。从所有制类别来看，民间投资提振依然面临体制机制等多重掣肘，国企债务约束加大或将导致其投资热情降温。此外，消费在居民部门杠杆率攀升的背景下

难以大幅上行，人民币汇率升值导致出口商品竞争力减弱，出口改善幅度能否持续面临不确定性，也将加大新的一年经济增长压力。

2017 年，受宏观经济增速放缓、居民消费能力增速下降的影响，加之网络渠道分流等影响，国内实体零售行业普遍面临一定经营压力。不过，长期来看，经济持续发展、人均可支配收入增加、城镇化推进以及消费升级等因素将为零售业务提供可观的市场容量。

随着经济的发展，零售行业迅速占据了产业链的主导位置，在我国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售行业也是我国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

图 1：国内生产总值和社会消费品零售额增速对比

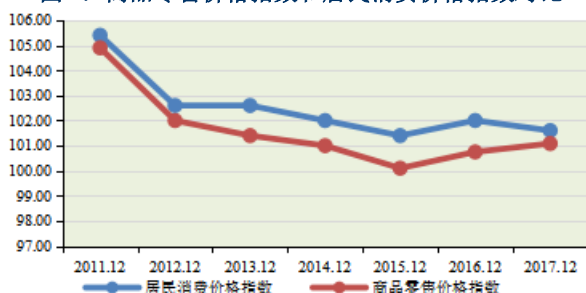


注：增速为扣除价格因素后的实际增速

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2017 年，我国经济运行总体良好，国内生产总值及社会消费品零售总额分别持续增至 827,122 亿元和 366,262 亿元，但受世界经济复苏疲弱和我国增长周期调整等多重因素影响，我国国内生产总值及社会消费品零售总额增速自 2010 年以来持续放缓，其分别由 2010 年的 10.4% 和 18.3% 下降至 2017 年的 6.9% 和 10.2%。同时，2017 年 12 月，居民消费价格指数和商品零售价格指数分别为 101.60 和 101.08，同比分别下降 0.39% 和上升 0.33%。自 2015 年 12 月以来，居民消费价格指数小幅回升后有所回落，商品零售价格指数呈小幅回升态势。

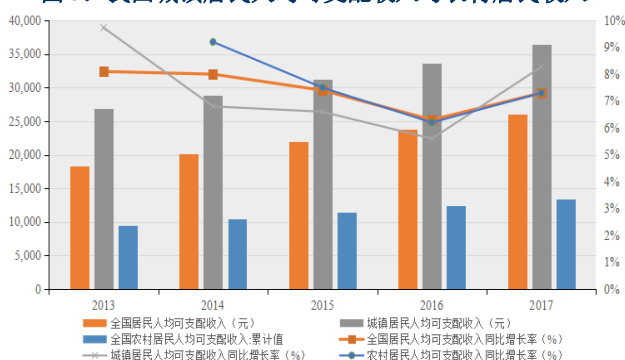
图 2：商品零售价格指数和居民消费价格指数对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

人均可支配收入水平的提高也是促进社会消费的直接动力。随着居民可支配收入的提高和消费意愿不断提升，我国消费者的购买力也不断增长，2017 年增速同比有所回升。2017 年，我国居民人均可支配收入 25,974 元，扣除价格因素，实际增长 7.3%，增速同比回升 1 个百分点；其中，城镇居民人均可支配收入为 36,396 元，扣除价格因素，实际增长 8.27%，增速同比回升 2.67 个百分点；农村居民人均可支配收入为 13,432 元，扣除价格因素，实际同比增长 7.3%，增速同比回升 1.1 个百分点。

图 3：我国城镇居民人均可支配收入与农村居民收入



注：1. 国家统计局于 2013 年之前未采用农村居民人均可支配收入统计口径。

2. 同比增长率为扣除价格变动因素后实际增长率

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从消费结构角度来看，我国居民收入与经济增长同步，城乡收入差距继续缩小，但受经济增速放缓和限制三公消费的影响，消费支出增速亦同比下降。2017 年，全国居民人均消费支出 18,322 元，扣除价格因素，比上年增长 5.4%，消费支出增速同比下降 1.4 个百分点。按常住地分，城镇居民人均消费支出 24,445 元，扣除价格因素，实际增长 4.1%，同比下降 1.6 个百分点；农村居民人均消费支出 10,955 元，扣除价格因素，实际增长 6.8%，同比下降 1.0 个百分点。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。

2017 年，电子商务新主体、新业态快速发展，跨境经营、无人零售、社交电商、优品电商、二手电商等营造消费新场景，激发消费新需求，品质、智能、绿色商品已经被越来越多的消费者认可和选择。根据商务部监测，2017 年智能穿戴、高端家电、生鲜食品、医药保健等商品品类网络销售增速均超过 70%。当年网络零售市场交易额达到 7.18 万亿元，同比增长 32.2%。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，2017 年达到 15%，同比提升 2.4 个百分点。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对实体零售行业的市场份额形成一定挤压。

此外，我国城市化率不断提高，城镇化进程的不断加速为零售行业的进一步发展提供了机遇。2017 年城市化率升至 58.52%，根据国家统计局预计，2050 年将达到 70% 左右。未来城镇化进程的加快将拉动消费持续增长，而且城市拥有丰富的消费渠道，城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加，为零售行业的快速发展奠定了良好的基础。

业务运营

公司作为中粮集团商业地产板块港股上市公司大悦城地产境内的最主要投资运营平台，具有重要的定位，得到了中粮集团在资金方面较大力度的支持。公司最初系由中粮集团全额出资设立，并得到了中粮集团多次增资，自有资本实力不断增强。目前公司业务主要包括商业物业出租、房地产销售、物业管理及酒店公寓业务等板块，2015~2017 年公司分别实现营业收入 21.68 亿元、33.49 亿元和 61.30 亿元。其中，物业出租及房地产销售系其主要收入来源，占近三年营业收入的比重维持在 80% 以上。

表 1：2015~2017 年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务类型	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业出租（购物中心和写字楼）	15.14	69.84	18.35	54.79	20.46	33.38
房地产销售	2.80	12.91	11.84	35.36	38.56	62.90
物业费	1.74	8.03	1.49	4.45	1.03	1.68
酒店公寓	0.71	3.26	0.68	2.02	0.08	0.13
其他（杂项商场物业及联营）	1.29	5.96	1.13	3.38	1.17	1.91
合计	21.68	100.00	33.49	100.00	61.30	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

跟踪期内，凭借较好的区位优势、成熟并不断创新的运营模式，以及精准的客户定位，公司持有的购物中心运营状况良好，租金收入稳步提升。

跟踪期内，公司持有的商业物业整体运营良好，2017 年购物中心等运营业绩进一步提升，当年完成物业出租收入 20.46 亿元，同比增长 11.50%。公司持有的购物中心分布在北京、上海、天津等一线城市核心区域，包括北京西单大悦城、朝阳大悦城、上海大悦城以及天津大悦城等 4 个购物中心，出租面积合计 32.93 万平方米。

购物中心运营方面，公司凭借成熟并不断创新的运营模式，继续将其目标客户定位于消费频次高、消费意愿强烈的 18~35 岁年轻人，并针对目标客户的消费需求将零售、休闲娱乐和餐饮按照 4:3:3 的配比进行品牌商户租赁，形成了业态丰富、组合鲜明的商业布局，进行差异化运营，得到了良好的市场反馈。西单大悦城和天津大悦城出租率均为 97%，上海静安大悦城出租率为 94%，朝阳大悦城出租率为 92%。同时，公司通过目标客群的客流量管理模式保持了较好的日均客流量（22.7 万人次/天），加之 50% 以上的提单率，2017 年实现销售额 120.57 亿元，同比上升 6.74%。

得益于此，2017 年公司大悦城购物中心实现租金收入 18.18 亿元，同比上升 6.5%。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 6.46 亿元、5.85 亿元、2.16 亿元和

3.71 亿元，租金收入均较上一年度有所增长。

除购物中心外，公司还拥有西单大悦城写字楼和酒店式公寓部分。其中，西单大悦城写字楼部分可租面积 1.31 万平方米，2017 年出租率为 93%，较上年上升 10 个百分点。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 339 间，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。2017 年西单大悦城酒店自 4 月以来受公寓改造影响，暂停营业，前 4 个月实现营业收入 762.17 万元。此外，当年公司将天津大悦城写字楼整体出售，其中 5.39 亿元已结算收入，剩余尚未完产权交割部分 5.85 亿元，计入预收款项，将于 2018 年结算。

表 2：2015~2017 年公司运营中的购物中心出租情况

单位：万平方米、亿元

购物中心	建筑 面积	出租 面积	租金收入			出租率		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017
北京西单大悦城	12.01	5.29	6.26	6.37	6.46	92%	94%	97%
北京朝阳大悦城	29.27	12.45	4.64	5.23	5.85	99%	95%	92%
上海静安大悦城	15.91	6.63	0.83	2.15	2.16	99%	90%	94%
天津大悦城	16.89	8.56	3.04	3.32	3.71	96%	99%	97%
合计	74.08	32.93	14.77	17.07	18.18	97%	95%	95%

注：上海大悦城由于连廊改造原因导致 2016 年末出租率有所下降
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，公司房地产销售结算单价持续上涨，收入大幅提升；当年公司无新增项目，在建项目仍有一定资本支出需求。

2017 年公司仅有上海大悦城·天悦壹号一个在售项目，项目位于静安区苏河湾，占地面积 2.79 万平方米，规划总建筑面积 5.57 万平方米，该项目于 2015 年 11 月 14 日开始销售。2017 年公司实现房地产签约销售面积 1.56 万平方米，销售金额 18.53 亿元，销售均价同比上涨 9.42% 至 118,782.05 元/平方米，主要由于该项目位于外滩苏河湾，区位优势突出，近年来其销售单价不断攀升所致。结算方面，2017 年公司结算面积为 3.42 万平方米，较上年增长 161.07%，同时由于结算均价同比上涨，2017 年公司结算金额大幅上升，为 33.16 亿元，较上年大幅增长 177.95%。截至 2017 年末，公司已售待结算面积 0.71 万平方米，剩余可售面积 0.12 万方。

表 3：2015~2017 年公司房地产销售结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017
销售面积	2.54	2.42	1.56
销售金额	15.52	26.27	18.53
结算面积	1.41	1.31	3.42
结算金额	2.78	11.82	33.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司共有 2 个在建项目，分别为中粮置地广场和上海大悦城二期北项目。中粮置地广场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，项目总规划建筑面积 8.17 万平方米，规划总投资 28.39 亿元。截至 2017 年 12 月 31 日，项目已投资资金 19.23 亿元，尚需投入资金 9.16 亿元，预计于 2018 年竣工。上海大悦城二期北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 17.71 万平方米，计划总投资金额 68.23 亿元，截至 2017 年 12 月 31 日，上海大悦城二期北已投入资金 37.73 亿元，尚需投资资金 30.50 亿元，预计将于 2020 年竣工。截至 2017 年末，公司在建项目尚需投资金额合计 39.66 亿元，仍有一定的资本支出压力。

表 4：截至 2017 年末公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	所在地区	业态	建筑面积	竣工时间	规划总投资	已投入资金额	后续投资资金需求
中粮置地广场	北京	写字楼	8.17	2018	28.39	19.23	9.16
上海大悦城二期北	上海	商业，写字楼	17.71	2020	68.23	37.73	30.50
合计	-	-	25.88	-	96.62	56.96	39.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司无新增土地储备项目，公司业务发展以大悦城城市综合体为主导，销售型项目以在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，2017 年公司旗下大悦城经营业绩稳步提升，同时随着上海大悦城·天悦壹号的逐步结算，对公司当年的业绩形成良好支撑。

财务分析

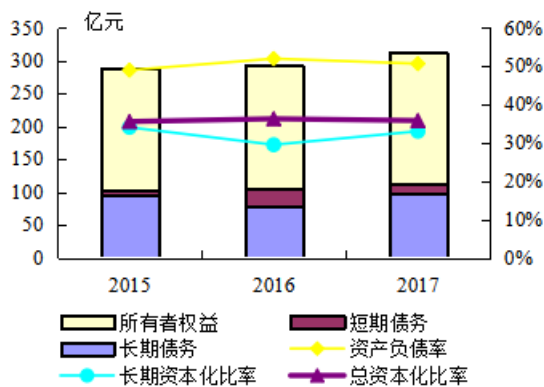
以下财务分析基于公司提供的经天职会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年、2016 年和 2017 年的审计报告。所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

随着业务规模的不断扩张，近年公司资产规模随之增长。截至 2017 年末，公司总资产为 405.38 亿元，同比增长为 4.67%。同期，公司负债规模为 204.91 亿元，同比提升 2.01%。得益于利润留存，公司自有资本实力得到进一步夯实，2017 年末公司所有者权益为 200.47 亿元，同比增长 7.54%。受此影响，公司当年资产负债率和净负债率分别为 50.55% 和 46.52%，较上年期末分别下降 1.32 个百分点和 5.94 个百分点。

此外，若将永续债调入长期借款进行核算，则公司 2017 年末资产负债率和净负债率分别为 57.38% 和 69.98%。

图 4：2015~2017 年公司资本结构



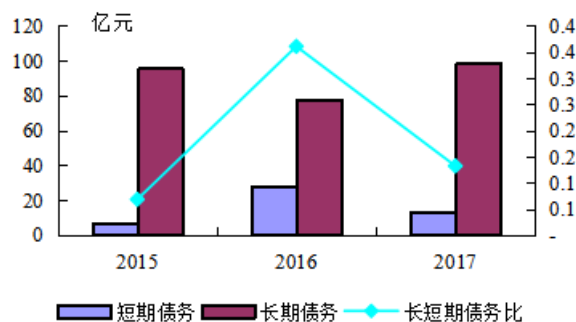
资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由非流动资产构

成，非流动资产占资产总额的比重保持在 70% 以上，主要为投资性房地产。2017 年末公司投资性房地产总额为 265.49 亿元，同比增加 10.52%，占资产总额的比重为 65.49%，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。2017 年公司投资性房地产公允价值增值 7.63 亿元。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和付息债务构成。截至 2017 年末，付息债务占负债合计的比例为 54.37%，较上年上升 1.74 个百分点。2017 年末公司应付账款为 20.92 亿元，同比减少 13.96%，账龄主要集中于一年以内；预收款项为 19.19 亿元，较上年上升 15.62%，主要为上海大悦城·天悦壹号预售房款；公司其他应付款 19.72 亿元，同比增加 37.04%，主要为押金及保证金以及关联方往来款等。2017 年末，公司付息债务规模为 111.41 亿元，同比上升 5.39%，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.13 倍，较上年末有所下降。

图 5：2015~2017 年公司债务期限结构



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务的持续发展，其资产负债规模持续扩张，但杠杆比例处于较低水平，同时公司计息债务主要以长期债务为主，财务结构稳健。

资产质量

公司资产主要集中于投资性房地产。截至 2017 年末，公司投资性房地产余额 265.49 亿元，同比上升 10.52%，占资产总额的比重为 65.49%，同比上升 3.46 个百分点。截至 2017 年末，公司投资性房地产主要为公司自持的位于北京、上海和天津等城市的核心地段大悦城购物中心及优质写字楼，总可

租面积合计 34.36 万平方米，其中购物中心出租面积 33.05 万平方米，出租率基本维持在 90% 以上，运营情况相对稳定，未来具有较大的升值潜力。

表 5：2015~2017 年公司受限资产情况

单位：亿元、%			
项目	2015	2016	2017
受限资产	295.95	264.74	259.88
其中：投资性房地产	232.68	240.22	210.40
固定资产	3.40	3.29	2.34
待售物业	57.51	19.53	45.78
租赁土地及土地使用权	1.77	1.70	1.37
应收账款	0.60	-	-
货币资金	-	-	-
受限资产占资产总额比重	81.37	68.36	64.11

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

截至 2017 年末，公司受限资产规模为 259.88 亿元，占资产总额的比重为 64.11%，同比下降 4.25 个百分点，主要为投资性房地产受限规模下降所致。

整体来看，公司的资产主要为坐落于北京、上海及天津的优质商业物业，运营相对成熟，且升值潜力较大。同时，公司受限资产主要集中于投资性房地产，受限规模有所下降，其资产流动性有所提升。

流动性

流动资产方面，截至 2017 年末，公司流动资产总额为 117.35 亿元，占总资产比重为 28.95%，同比下降 0.16 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要包括存货 62.34 亿元、其他应收款 33.64 亿元和货币资金 18.16 亿元，其占流动资产的比重分别为 53.12%、28.67% 和 15.48%。公司 2017 年末存货中开发成本和开发产品占比分别为 73.53% 和 26.39%，其中开发产品主要系上海大悦城·天悦壹号项目和天津大悦城写字楼项目，整体去化压力较小；同期末，公司其他应收款同比大幅增长 98.47%，主要系当年公司根据《中粮集团有限公司资金管理办法》的要求，向资金池归集公司大悦城商业管理（北京）有限公司进行资金归集管理所致。

从现金获取能力来看，2017 年公司经营活动产

生现金净额同比上升 35.41% 至 20.69 亿元。随着近年来上海大悦城·天悦壹号项目的销售带动，近三年经营活动净现金流复合增长率为 85.94%。此外，截至 2017 年末，公司货币资金为 118.16 亿元，同比大幅提升 129.29%，公司手持货币资金充裕。

表 6：2015~2017 年公司部分流动性指标

单位：亿元			
指标	2015	2016	2017
货币资金	15.65	7.92	18.16
经营活动现金流净额	5.98	15.28	20.69

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内公司运营的购物中心能带来稳定的现金流入，加上物业销售回款的补充，其经营性净现金流表现良好。同时，其年末手持货币资金充裕，公司整体流动性较强。

盈利能力

公司营业收入主要来源于物业租赁和销售，2017 年公司实现营业收入 61.30 亿元，受当年销售型物业结转规模较大影响，当年收入规模大幅提升 83.02%。

营业毛利率方面，由于物业租赁业务的初始获利空间大于物业销售业务，近年来公司房地产销售收入占比持续上升，受此影响，公司综合毛利率呈下降趋势。2017 年，公司营业毛利率为 53.90%，同比下降 13.4 个百分点。

期间费用方面，随着公司管控能力的提升和融资费用的下降，公司期间费用支出不断下降，2017 年，公司期间费用分别为 7.87 亿元，同比减少 2.48%。同期公司三费收入占比为 12.84%，受公司房地产销售收入占比持续上升影响，三费收入占比大幅下降 11.26 个百分点。

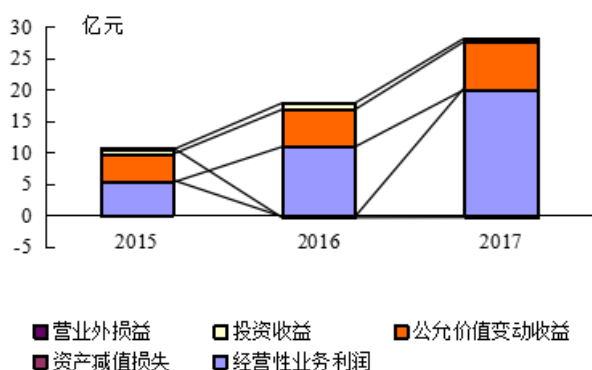
表 7：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%			
项目名称	2015	2016	2017
销售费用	2.37	2.56	2.40
管理费用	3.18	3.00	2.77
财务费用	3.56	2.51	2.69
三费合计	9.10	8.07	7.87
营业总收入	21.68	33.49	61.30
三费收入占比	41.98	24.10	12.84

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。2017 年，公司经营性业务利润为 20.01 亿元，同比大幅增长 83.29%。同期，公司公允价值变动收益 7.63 亿元，全部来自于公司持有的投资性房地产公允价值变动，是利润总额重要组成部分。此外，当年实现投资收益 0.52 亿元，同比下滑 49.51%，主要系当年未有处置股权收益，仅为联营公司中粮广场的利润贡献。综上，2017 年公司实现利润总额 27.82 亿元，同比大幅增长 57.82%；同期，公司实现净利润 20.62 亿元，同比大幅增长 55.98%。受益于此，当年公司所有者权益收益率提升 3.2 个百分点至 10.29%。

图 6：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，受房地产销售收入占比持续上升影响，公司毛利率水平和三费收入占比均呈下降趋势；同时，得益于上海大悦城·天悦壹号项目的销售带动，公司收入规模快速上升，经营性业务利润持续增长，整体盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2017 年末，公司总债务余额为 111.41 亿元，其中短期债务 13.00 亿元，长短期债务比为 0.13 倍。

2017 年，得益于当年利润总额的大幅提升，公司 EBITDA 增长 59.35%至 32.97 亿元。2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.38 倍和 5.93 倍，较上年同期分别下降 1.73 倍和上升 1.62 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。

现金流方面，2017 年公司经营性活动净现金流为 20.69 亿元，由于 2016 年及 2017 年结算收入规

模较大，经营性活动净现金流同比增加 35.41%。受此影响，公司当年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.19 倍和 3.72 倍，分别较上年同期增长 0.05 倍和 0.53 倍，经营活动净现金流对债务本息保障程度持续提升。

表 8：2015~2017 年公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017
EBITDA（亿元）	14.38	20.69	32.97
总债务/EBITDA（X）	7.10	5.11	3.38
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	4.31	5.93
经营活动净现金流/总债务（X）	0.06	0.14	0.19
经营活动净现金流/利息支出（X）	0.97	3.19	3.72
资产负债率（%）	48.87	51.87	50.55
净负债率（%）	46.52	52.46	46.52
总资本化比率（%）	35.46	36.19	35.72
长期资本化比率（%）	33.96	29.42	32.93

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 2017 年末，公司合计对子公司担保 5.33 亿元，担保对象为西单大悦城。

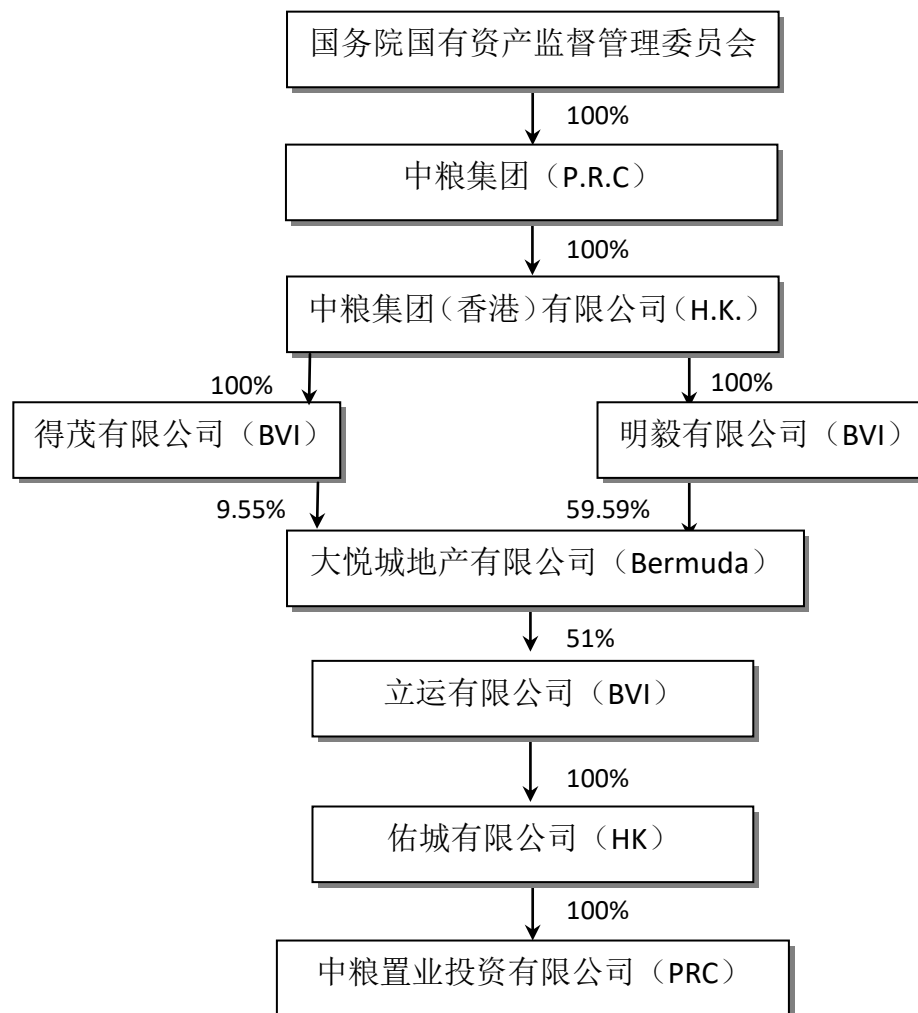
财务弹性方面，截至 2017 年末，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 161.33 亿元，未使用授信额度 70.88 亿元，整体备用流动性尚可。

整体来看，跟踪期内公司购物中心投资运营业务发展稳定，物业销售业务对公司现金流和利润总额形成重要补充。同时，考虑到公司有力的股东支持，加之公司坚持稳健平衡的业务发展策略，公司整体具备极强的偿债能力。

结 论

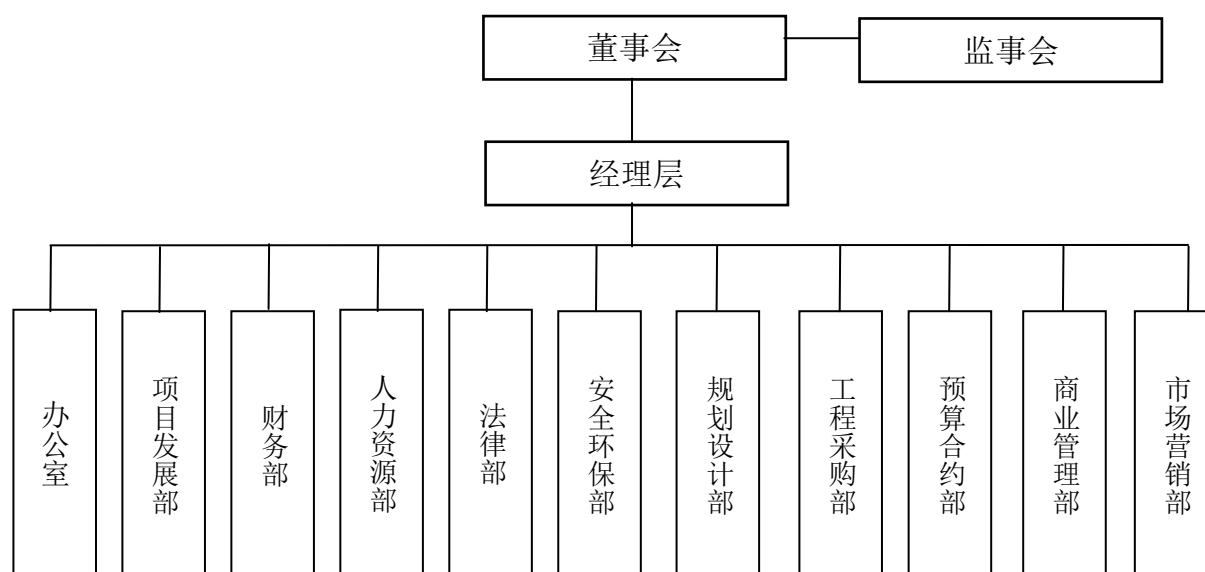
综上，中诚信证评上调中粮置业主体信用等级至 AAA，评级展望稳定；上调“中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级至 AAA。

附一：中粮置业投资有限公司股权结构图（截至 2017 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组织结构图（截至 2017 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）	2015	2016	2017
货币资金	156,504.21	79,211.59	181,567.71
应收账款净额	8,608.05	10,097.03	9,136.04
存货净额	782,295.65	850,470.65	623,393.45
流动资产	960,013.75	1,127,495.35	1,173,497.66
长期投资	197,389.28	151,510.11	156,644.74
固定资产合计	2,461,131.93	2,572,550.46	2,691,415.13
总资产	3,637,131.13	3,872,805.32	4,053,783.60
短期债务	65,305.00	280,121.00	130,000.00
长期债务	956,426.83	776,923.59	984,053.31
总债务（短期债务+长期债务）	1,021,731.83	1,057,044.59	1,114,053.31
总负债	1,777,296.06	2,008,711.62	2,049,120.07
所有者权益（含少数股东权益）	1,859,835.06	1,864,093.70	2,004,663.53
营业总收入	216,824.51	334,931.47	612,985.60
三费前利润	142,855.40	189,513.48	278,772.46
投资收益	7,043.47	10,303.63	5,189.91
净利润	78,035.09	132,166.38	193,064.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	143,824.90	206,886.54	329,677.37
经营活动产生现金净流量	59,848.65	152,790.44	206,925.00
投资活动产生现金净流量	-2,527.13	-168,638.41	-3,285.29
筹资活动产生现金净流量	14,892.04	-61,444.25	-101,283.59
现金及现金等价物净增加额	72,213.55	-77,292.62	102,356.12
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	76.30	67.30	53.90
所有者权益收益率（%）	4.20	7.09	10.29
EBITDA/营业总收入（%）	66.33	61.77	53.78
速动比率（X）	0.33	0.30	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.14	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.92	0.55	1.59
经营活动净现金/利息支出（X）	0.97	3.19	3.72
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	4.31	5.93
总债务/EBITDA（X）	7.10	5.11	3.38
资产负债率（%）	48.87	51.87	50.55
总资本化比率（%）	35.46	36.19	35.72
长期资本化比率（%）	33.96	29.42	32.93
净负债率（%）	46.52	52.46	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；

2.2017 年将其他应付款中计息部分调整计入当年总债务。

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

经营性业务利润=三费前利润-三费合计

EBIT（息税前盈余）=利润总额+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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）

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。