



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪758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，维持贵公司主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十五日

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（2019）

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	16 中粮 01		
债券代码	136147.SH		
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权		
起息日	2016/1/14		
发行规模	人民币 30 亿元，于 2019/1/14 回售 22.68 亿元，回售后余额 7.32 亿元		
上次评级时间	2018/6/13		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	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

概况数据

中粮置业	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	186.41	200.58	211.47
总资产（亿元）	387.28	405.53	411.12
总债务（亿元）	105.70	111.41	116.63
营业总收入（亿元）	33.49	61.30	43.18
营业毛利率（%）	67.30	53.90	63.59
EBITDA（亿元）	20.69	32.97	23.66
所有者权益收益率（%）	7.09	10.28	7.06
资产负债率（%）	51.87	50.54	48.56
总债务/EBITDA（X）	5.11	3.38	4.93
EBITDA 利息倍数（X）	4.31	5.93	4.99
净负债率（%）	52.46	46.49	50.75

注：1.2017 年数据经过来年初追溯调整；

2.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3.2017 年、2018 年将其他应付款中计息部分调整计入当年总债务。

基本观点

2018 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，其出租率水平和租金收入稳步上升。此外，公司所运作的销售型房地产项目亦具有明显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补充。近年来，公司财务结构保持稳健。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，中诚信证评维持中粮置业主信用等级 AAA，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 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，出租率保持很高水平，租金收入稳步提升。
- 房地产销售对业绩形成有益补充。凭借明显的区位优势，加上很高的产品品质，近年来中粮置业所运作的销售型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。
- 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。2018 年，公司资产负债率及净负债率分别为 48.56% 和 50.75%。同时，公司债务期限结构合理，截至 2018 年末，公司总债务为 116.63 亿元，其中短期债务

分析师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn

李 蕊 li@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日

占比为 13.66%。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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。2019 年 1 月 14 日，中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”或“公司”）对部分债券持有人实施回售，回售金额 22.68 亿元；剩余存续部分调整票面利率至 3.95%。截至 2017 年 12 月 31 日，募集资金已全部按照募集说明书的约定用途使用完毕。

重大事项

中粮置业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。

2019 年 2 月 2 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”）发布公告称其发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项（以下简称“本次交易”）已经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《关于核准中粮地产（集团）股份有限公司向 Vibrant Oak Limited（明毅有限公司，以下简称“明毅”）发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2018]2154 号）核准。截至本公告日，本次交易之标的资产已完成过户。本次交易之标的资产为明毅持有的大悦城地产 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数的 59.59%。

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，此次重大资产重组完成后，中粮地产名称由“中粮地产（集团）股份有限公司”变更为“大悦城控股集团股份有限公司”，其成为中粮集团旗下融合住宅地产与商业地产一体化的全业态房地产专业化公司，中粮集团房地产业务板块的唯一专业化平台，未来中粮集团将有更清晰的组织架构和更

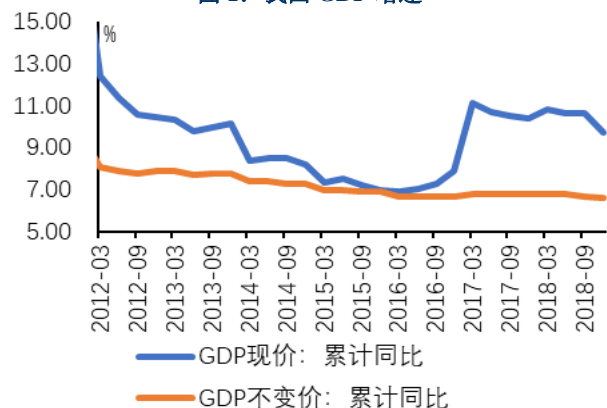
统一的对外品牌形象。同时，此次重大资产重组完成后，大悦城地产旗下中粮置业的控股股东仍为中粮集团，实际控制人仍为国务院国资委，公司的控制权未发生变更，未来公司仍将以商场及写字楼运营为主业。

行业关注

2018年中国经济稳中有变，多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限，大国博弈背景下外部不确定性仍存，2019年中国经济下行压力将继续显现。

2018 年，在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下，中国经济运行稳中有变，GDP 增速逐季回落，全年 GDP 同比增长 6.6%，虽然达到预期目标，但较上年回落 0.2 个百分点。展望 2019 年，高杠杆下经济转型所面临的阵痛持续，政策托底力度依然有限，供需两端仍有放缓压力，预计全年 GDP 增长 6.3%，上半年下行压力较大，下半年随着“稳增长”政策效果显现或略有企稳。

图 1：我国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年，经济供需两端均有所放缓。从需求端来看，土地购置费支撑下房地产投资保持较快增长，制造业投资回暖，但地方政府债务严监管导致基建投资大幅下行，拉低投资整体增速；居民收入增长放缓叠加居民部门高负债，社会消费品零售总额增速跌至个位数；全球经济复苏走弱和中美贸易冲突持续，出口压力显现，外需对经济增长贡献率持续为负。从供给端来看，工业生产缓慢回落，服务业生产走弱，工业企业和服务业企业盈利增长均放缓，经济运行微观基础恶化。从价格水平来看，

通胀走势分化，CPI 中枢有所上移，大宗商品价格上涨趋势带动 PPI 回落。此外，严监管下社融收缩明显，流动性风险加剧，信用风险抬升。

经济虽下行，但积极因素仍存：第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，最终消费对经济增长贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，工业内部结构优化；民间投资保持较快增长，新动能投资占制造业投资比重提升，投资结构继续改善。

当前中国经济的下行是长期因素与短期因素共同作用的结果，是中国经济由高速增长转向高质量发展不得不经历的过程，是高杠杆下的经济转型所必须面临的阵痛。在此经济下行与结构转型期，结构性问题和风险仍需要高度警惕。短期来看，需重点关注三大问题：其一，投资依旧面临多方面放缓压力，或将对经济下行产生较大的影响；其二，通缩压力下，企业盈利或继续恶化，制约企业扩大再生产，加剧经济下行；其三，新动能的发展面临发达国家遏制加剧和财政收入增长放缓、财政资金支持力度或减弱等不利因素，能否继续快速发展存在不确定性。从中长期来看，需警惕四方面宏观风险：全球经济回调和国际金融市场波动给中国经济带来冲击的风险、经济下行和财政收支压力加大背景下的地方政府隐性债务风险、货币信贷传导机制不畅导致的实体经济信用风险、经济下行期就业质量下滑和失业增多的风险。

在当前经济转型与结构调整关键期，宏观政策面临高杠杆等多重约束，依托基建、房地产投资稳定经济增长的传统路径难以为继，宏观政策调整尤需注重稳增长、防风险、促改革的多重平衡。2019 年，政策将继续边际宽松、动态求稳，稳增长、稳杠杆思路延续，总体呈现“稳监管、宽货币、宽信用”特征。从货币政策来看，未来仍有降准可能，政策利率或小幅下调，流动性有望合理充裕；财政政策加力提效，考虑专项债后的“赤字率”或将出现较大幅度提升。此外，金融监管将以“稳”为主，避免力度和节奏不当加大对金融体系的冲击。

中诚信证评认为，经济转型与调整是长期过

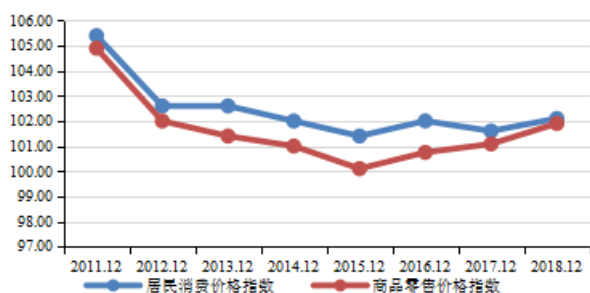
程，多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限，大国博弈背景下外部不确定性仍存，2019 年中国经济下行压力将继续显现。但是，中国经济迈向高质量发展的方向并未改变，未来随着改革开放政策效应的持续释放，中国经济长期平稳健康发展仍具备一定基础。

2018 年，受宏观经济和社零额增速放缓以及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，但随着人均可支配收入及消费支出的增长、城镇化进程持续推进以及消费不断升级，我国一线及重点二线城市仍有较大的购物中心市场需求。

零售行业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。

2018 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 900,309 亿元和 380,987 亿元，但受我国内需放缓、金融与实体经济去杠杆以及贸易摩擦等多重因素影响，2018 年我国国内生产总值及社会消费品零售总额增速分别下降至 6.6% 和 9%。其中社会消费品零售总额增速面临较大下行压力，但从消费品类来看，增速有所分化。从 2018 年限额以上企业消费品零售额增速来看，服装、化妆品、黄金珠宝、汽车、家电、家具等可选消费增速下滑明显；而粮油食品、日用品、饮料、烟酒等与超市销售相关的必选消费类产品销售额增速相对平稳，抗经济周期属性凸显。同时，2018 年 12 月，居民消费价格指数和商品零售价格指数分别为 102.10 和 101.90，同比分别上升 0.49% 和 0.81%。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。

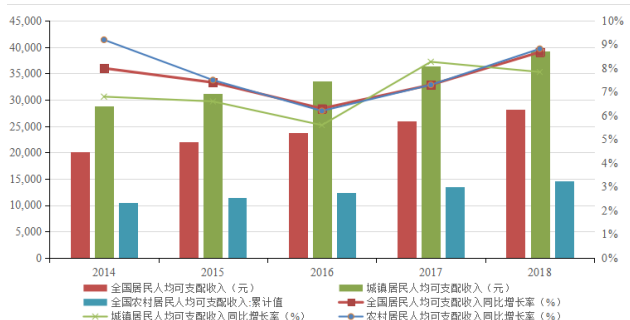
图 2：商品零售价格指数和居民消费价格指数对比



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，2018 年增速继续回升。2018 年，我国居民人均可支配收入 28,228 元，扣除价格因素，实际增长 8.68%，增速同比回升 1.38 个百分点；其中，城镇居民人均可支配收入为 39,251 元，扣除价格因素，实际增长 7.84%，增速同比小幅下滑 0.43 个百分点；农村居民人均可支配收入为 14,617 元，扣除价格因素，实际同比增长 8.82%，增速同比回升 1.52 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



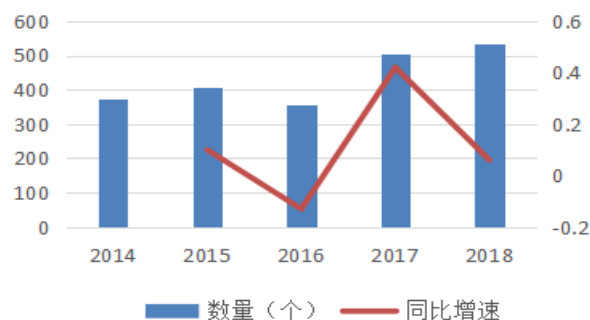
注：同比增长率为扣除价格变动因素后实际增长率

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，城乡收入差距进一步缩小，消费支出增速亦小幅回升。2018 年，全国居民人均消费支出 19,853 元，扣除价格因素，比上年增长 6.20%，消费支出增速同比上涨 0.8 个百分点。按常住地分，城镇居民人均消费支出 26,112 元，扣除价格因素，实际增长 4.6%，同比上升 0.5 个百分点；农村居民人均消费支出 12,124 元，扣除价格因素，实际增长 8.4%，同比上升 1.8 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

要组成部分，2018 年全国网上零售额 90,065 亿元，同比增长 23.9%。其中，实物商品网上零售额 70,198 亿元，同比增长 25.4%，占当年社会消费品零售总额的比重为 18.4%。

图 4：2014~2018 年我国购物中心开业数量



资料来源：联商网，中诚信证评整理

据联商网和搜捕网统计，2018 年全年我国新开设购物中心 533 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），新增商业建筑面积 4,811.35 万平方米，项目平均体量约 9 万平方米。从 2014 至 2018 年以来，购物中心开业量呈逐年上涨趋势，且 2018 年达到开业峰值。从单个城市看，当年大型购物中心开业数量最多的城市有上海、杭州、深圳和西安，分别开业 49 家、24 家、19 家和 19 家。一线及重点二线城市表现最为活跃，未来仍有较大的购物中心市场需求。此外，我国不断加速的城镇化进程亦为零售行业的进一步发展提供了机遇。2018 年我国城镇化率升至 59.58%，过去 10 年上涨了 12.59 个百分点。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。总体来看，随着零售市场环境的逐步规范，线上零售的竞争将逐渐趋于正常化，而愈发注重“品质”、“体验”及“服务”的传统线下实体零售仍将是消费者购物的主要场所。其中集购物、餐饮、娱乐、休闲为一体的大型购物中心一站式消费体验在我国一线及重点二线城市仍有较大的市场需求。

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，2016~2018

年公司分别实现营业收入 33.49 亿元、61.30 亿元和 43.18 亿元。其中，2017 年营业收入较高，主要系当年房地产销售结转规模较大所致。

表 1：2016~2018 年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务类型	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业出租（购物中心和写字楼）	18.35	54.79	20.46	33.38	21.54	49.88
房地产销售	11.84	35.36	38.56	62.90	20.43	47.31
物业费	1.49	4.45	1.03	1.68	-	-
酒店公寓	0.68	2.02	0.08	0.13	0.004	0.01
其他（杂项商场物业及联营）	1.13	3.38	1.17	1.91	1.21	2.80
合计	33.49	100.00	61.30	100.00	43.18	100.00

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

凭借显著的区位优势、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，购物中心运营业绩进一步提升，当年完成物业出租收入 21.54 亿元，同比增长 5.28%。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，商业出租面积合计 32.21 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。2018 年，公司旗下 4 座大悦城购物中心的出租情况均有不同程度提升，其中西单大悦城和天津大悦城出租率均为 98%，均较上年进一步提升 1 个百分点；朝阳大悦城出租率为 97%，较上年提升 5 个百分点，主要受当年局部改造完成影响；上海静安大悦城出租率为 95%，同比增长 1 个百分点。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（23.83 万人次/天），加之除西单大悦城（提单率 41.93%）外，整体 60% 以上

的提单率，2018 年实现销售额 129.92 亿元，同比上升 7.75%。

得益于此，2018 年公司大悦城购物中心实现租金收入 19.63 亿元，同比上升 7.98%。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 6.84 亿元、6.44 亿元、2.39 亿元和 3.96 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中粮置地广场合计两个写字楼项目以及西单大悦城酒店式公寓一个酒店项目。其中，西单大悦城写字楼部分可租面积 1.31 万平方米，2018 年出租率为 97%，较上年上升 4 个百分点，当年产生租金收入 0.46 亿元。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，于 2018 年 7 月完工，写字楼出租面积 7.43 万平方米，自 2018 年 8 月开业至当年末共实现 0.15 亿元租金收入。西单大悦城酒店公寓自 2017 年 4 月进行改造升级，改造后将由公司自营，并更名为 Le Joy 大悦酒店，通过“共享社交-风尚设计-舒享居住”的理念与大悦城购物中心联动，创新消费体验。2018 年受改造影响，酒店全年暂停营业，当年实现营业收入 40 万元主要系餐饮及场地租金收入。此外，2017 年公司将天津大悦城写字楼整体出售，其中 5.39 亿元已于 2017 年结算收入，剩余尚未完产权交割部分的 5.85 亿元已于 2018 年内结算。

表 2：2016~2018 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	出租面积	租金收入			出租率		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
北京西单大悦城	5.30	6.37	6.46	6.84	94%	97%	98%
北京朝阳大悦城	11.56	5.23	5.85	6.44	95%	92%	97%
上海静安大悦城	6.52	2.15	2.16	2.39	90%	94%	95%
天津大悦城	8.83	3.32	3.71	3.96	99%	97%	98%
合计	32.21	17.07	18.18	19.63	95%	95%	97%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：上海大悦城由于连廊改造原因导致 2016 年出租率有所下降

跟踪期内，公司唯一住宅项目进入尾盘销售阶段，且当期销售中底商占比较高，受此影响，当年销售金额及销售均价均有所下滑；此外，公司当年无新增项目，年末仅余 1 个在建项目，其后续资本支出压力较小。

2018 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。2018 年公司实现房地产签约销售面积 0.78 万平方米，销售金额 6.19 亿元，销售均价同比下降 33.19% 至 79,358.97 元/平方米，主要系该项目已进入尾盘销售，当期销售主要以底商为主¹所致。结算方面，2018 年公司结算面积为 0.83 万平方米，较上年下降 75.73%，同时得益于上年销售均价较高，2018 年结算均价由上年的 96,959.06 元/平方米上涨至 149,638.55 元/平方米，当年结算金额 12.42 亿元，受项目销售进入尾声影响，结算金额同比下滑 62.55%。截至 2018 年末，公司已售待结算面积 4.48 万平方米，除车位外该项目已售罄。

表 3：2016~2018 年公司房地产销售结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
销售面积	2.42	1.56	0.78
销售金额	26.27	18.53	6.19
结算面积	1.31	3.42	0.83
结算金额	11.82	33.16	12.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司仅有 1 个在建项目，即

上海大悦城二期北项目。该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，建成后拟作为销售用途。该项目规划总建筑面积 17.71 万平方米，计划总投资金额 68.23 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日，上海大悦城二期北已投入资金 49.09 亿元，尚需投资资金 19.14 亿元，预计将于 2020 年进行预售，2021 年竣工。上海大悦城二期北项目可对公司未来可售资源形成一定补充。

¹ 为保证口径与上年一致，当年销售数据统计未包含车位销售。

表 4：截至 2018 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
上海大悦城二期北	上海	商业，写字楼	17.71	2021	68.23	49.09	19.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 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结算规模减少，其对公司当年的业绩贡献有所降低。当年公司无新增土地储备项目，随着住宅物业逐步进入销售尾声，未来公司业务发展将继续以大悦城城市综合体为主导，大悦城购物中心及配套写字楼的租金收入将成为公司的主要收入来源。

财务分析

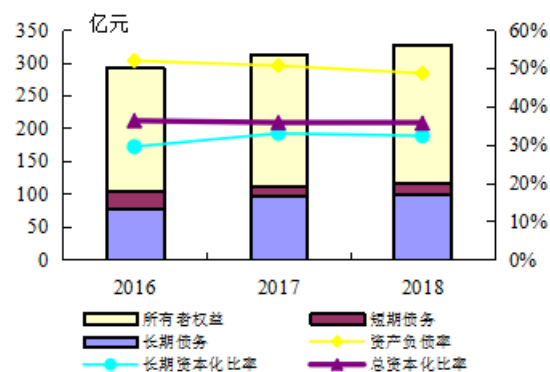
以下财务分析基于公司提供的经天职会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年、2017 年和 2018 年的审计报告，其中 2017 年数据采用 2018 年期初追溯调整数。所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

随着公司业务的持续经营，其资产规模随之增长。截至 2018 年末，公司总资产为 411.12 亿元，同比增长 1.38%。同期，公司负债规模为 199.65 亿元，同比降低 2.58%，主要系公司可售住宅物业进入销售尾声，导致当期预收账款大幅减少 17.76 亿元。得益于利润留存，公司自有资本实力得到进一步夯实，2018 年末公司所有者权益为 211.47 亿元，同比增长 5.43%。受此影响，公司当年资产负债率和净负债率分别为 48.56% 和 50.75%，较上年同期末分别下降 1.98 个百分点和上升 4.26 个百分点。

此外，若将永续债调入长期借款进行核算，则公司 2018 年末资产负债率和净负债率分别为 54.81% 和 62.89%。

图 5：2016~2018 年公司资本结构



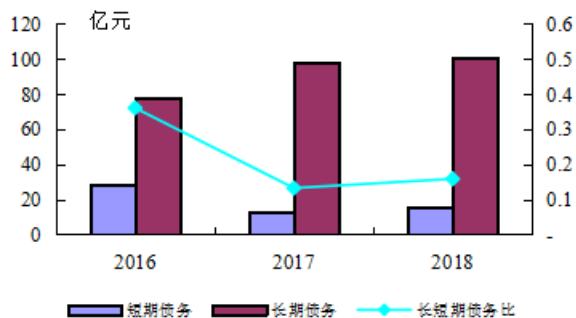
资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

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，主要由投资性房地产和长期股权投资组成。其中，2018 年末公司投资性房地产账面价值为 278.44 亿元，同比增加 4.88%，占期末资产总额的比重为 67.73%，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。2018 年公司投资性房地产公允价值增值 5.70 亿元；同期末，长期股权投资账面价值为 16.30 亿元，系公司对联营企业北京中粮广场发展有限公司 40% 占比的股权投资。流动资产方面，主要流动资产构成项为存货、其他应收款和货币资金，三者合计占总资产的比重为 25.41%。其中 2018 年末，存货账面价值为 53.04 亿元，随着上海大悦城天悦壹号住宅项目的持续结转，同比下降 14.92%；同期末，其他应收款账面价值为 42.10 亿元，同比上升 25.13%，其中应收大悦城商业管理（北京）有限公司款项 41.58 亿元；货币资金账面余额 9.32 亿元，同比下降 48.66%，主要受当期上海大悦城天悦壹号销售减少影响。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。2018 年末公司应付账款余额为 21.69 亿元，同比增加 3.65%，账龄主要集中于一年以内；其他应付款余额 17.21 亿元，同比增加 12.15%，主要为关联方往来款、商户水电费、

押金及保证金等。截至 2018 年末，公司有息债务规模为 116.63 亿元，同比上升 4.69%，主要系一年内到期的非流动负债增加较多，有息债务占负债合计的比例为 58.42%，较上年上升 4.05 个百分点，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.16 倍，较上年末小幅提升。

图 6：2016~2018 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

所有者权益构成方面，截至 2018 年末，未分配利润、实收资本和其他权益工具系公司净资产的主要构成项，三者合计占期末所有者权益的 93.22%。其中，受益于公司多年来的良好经营业绩，其未分配利润持续积累，期末余额为 121.46 亿元；实收资本 50 亿元，与上年一致；其他权益工具 25.68 亿元，同比下降 7.23%，主要为公司逐年归还永续债规模所致。

总体来看，随着公司住宅项目逐渐进入销售尾声，其期末预收款项规模下滑较多，致使其负债规模小幅降低，同时得益于利润留存不断夯实公司自有资本实力，其杠杆比率始终保持在较好水平。此外，公司以长期债务为主的债务期限结构与其业务模式较为匹配。

资产质量

公司资产主要集中于投资性房地产。截至 2018 年末，公司投资性房地产余额 278.44 亿元，同比上升 4.88%，占资产总额的比重为 67.73%，同比上升 2.24 个百分点。截至 2018 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 40.12 万平方米，其中购物中心出租面积 32.21 万平方米，出租率基本维持在 95% 以上，运

营情况稳定，未来具有较大的升值潜力。

表 5：2016~2018 年公司受限资产情况

单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018
受限资产	264.74	259.88	277.84
其中：投资性房地产	240.22	210.40	225.32
固定资产	3.29	2.34	2.14
待售物业	19.53	45.78	49.09
租赁土地及土地使用权	1.70	1.37	-
无形资产	-	-	1.29
受限资产占资产总额比重	68.36	64.11	67.58

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 2018 年末，公司受限资产规模为 277.84 亿元，占资产总额的比重为 67.58%，同比上升 3.47 个百分点，主要为当期中粮置地广场完工公允价值上升，导致投资性房地产整体账面价值升高所致。

整体来看，公司受限资产主要集中于投资性房地产，当年受公允价值上升影响，受限规模有小幅上升。考虑到公司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，其整体资产质量较好。

流动性

流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产总额为 107.40 亿元，占总资产比重为 26.12%，同比下降 2.85 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 53.04 亿元、其他应收款 42.10 亿元和货币资金 9.32 亿元，其占流动资产的比重分别为 49.38%、39.20% 和 8.68%。公司 2018 年末存货中开发成本和开发产品占比分别为 92.93% 和 6.67%，其中开发成本 49.29 亿元，主要系上海大悦城二期北项目；开发产品 3.54 亿元，主要系上海大悦城天悦壹号项目的底商部分，整体去化压力较小；同期末，公司其他应收款同比增长 25.13%，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；同期末，货币资金同比下滑 48.66%，主要受当期上海大悦城天悦壹号销售规模减少以及向资金池公司归集资金增加影响。

从现金获取能力来看,受上海大悦城 天悦壹号销售减少影响,2018 年公司经营活动产生现金净额同比下降 58.71%至 8.54 亿元,其中销售商品提供劳务收到的现金为 27.52 亿元,同比减少 57.54%。随着近年来公司住宅项目的销售结转进程,近三年经营活动净现金流呈一定波动,但得益于公司旗下购物中心及写字楼经营情况良好,能为其提供持续稳定的现金流入。

表 6: 2016~2018 年公司部分流动性指标

单位: 亿元

指标	2016	2017	2018
货币资金	7.92	18.16	9.32
经营活动现金流净额	15.28	20.69	8.54

资料来源: 公司财务报表, 中诚信证评整理

总体来看,受公司上海大悦城 天悦壹号项目的销售结转进程影响,其经营活动净现金流及货币资金规模均出现一定波动,但跟踪期内公司运营的购物中心及写字楼运营情况良好,仍能为其带来稳定的现金流入。

盈利能力

公司营业收入主要来源于物业租赁和销售,2018 年公司实现营业收入 43.18 亿元,受当年上海大悦城 天悦壹号项目结转规模减少影响,当年收入规模下滑 29.55%。

营业毛利率方面,由于物业租赁业务的初始获利空间高于物业销售业务,跟踪期内公司房地产销售收入占比有所下滑,受此影响,当期公司综合毛利率上涨 9.69 个百分点至 63.59%。

期间费用方面,随着公司管控能力的提升和住宅项目收入占比的下降,公司管理、销售费用支出不断下降,2018 年,公司期间费用为 7.80 亿元,同比减少 0.88%。同期公司三费收入占比为 18.05%,受当期房地产销售收入占比下降影响,三费收入占比上升 5.22 个百分点。

表 7: 2016~2018 年公司期间费用分析

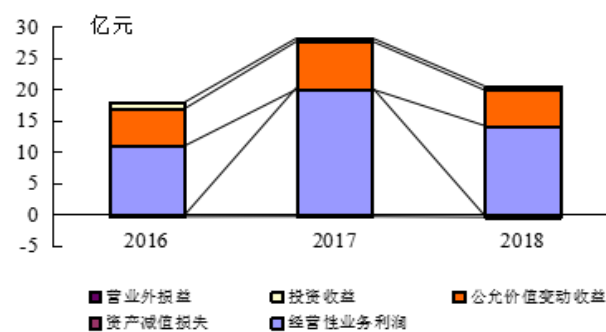
单位: 亿元、%

项目名称	2016	2017	2018
销售费用	2.56	2.40	2.32
管理费用	3.00	2.77	2.52
财务费用	2.51	2.69	2.95
三费合计	8.07	7.87	7.80
营业总收入	33.49	61.30	41.18
三费收入占比	24.10	12.83	18.05

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。2018 年,公司经营性业务利润为 14.15 亿元,受住宅项目结算收入减少影响,同比下滑 29.28%。同期,公司公允价值变动收益 5.70 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 0.63 亿元,同比增长 21.57%,主要系联营公司中粮广场的利润贡献。综上,2018 年公司实现利润总额 20.25 亿元,同比下滑 27.23%;同期,公司实现净利润 14.94 亿元,同比减少 27.56%。当年公司所有者权益收益率下滑 3.22 个百分点至 7.06%。

图 7: 2016~2018 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,受住宅项目销售结算收入减少影响,公司当年营业收入规模有所下滑,但得益于旗下自持性物业良好的经营业绩以及所持物业突出的区位优势,公司租金收入稳步增长,投资性房地产公允价值亦有所上升,加之公司参股的中粮广场项目的利润补充,其整体盈利能力仍较强。

偿债能力

从债务规模来看,截至 2018 年末,公司总债

务余额为 116.63 亿元，其中短期债务 15.93 亿元，长短期债务比为 0.16 倍。

2018 年，受当年利润总额有所下滑影响，公司 EBITDA 减少 28.25% 至 23.66 亿元。2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.93 倍和 4.99 倍，较上年同期分别上升 1.55 倍和下降 0.94 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所减弱，但仍处于合理水平。

现金流方面，2018 年公司经营性活动净现金流为 8.54 亿元，由于当年结算收入规模减少，经营性活动净现金流同比减少 58.71%。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 0.07 倍和 1.80 倍，分别较上年同期减少 0.11 倍和 1.92 倍，经营活动净现金流对债务本息保障程度有所下滑，但仍可对债务利息形成有效覆盖。

表 8：2016~2018 年公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA（亿元）	20.69	32.97	23.66
总债务/EBITDA（X）	5.11	3.38	4.93
EBITDA 利息倍数（X）	4.31	5.93	4.99
经营活动净现金流/总债务（X）	0.14	0.19	0.07
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.19	3.72	1.8
资产负债率（%）	51.87	50.54	48.56
净负债率（%）	52.46	46.49	50.75
总资本化比率（%）	36.19	35.71	35.55
长期资本化比率（%）	29.42	32.91	32.26

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 2018 年末，公司对外担保金额 5.19 亿元，全部为对购房按揭客户提供的担保。

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 155.67 亿元，未使用授信额度 70.25 亿元，整体备用流动性尚可。

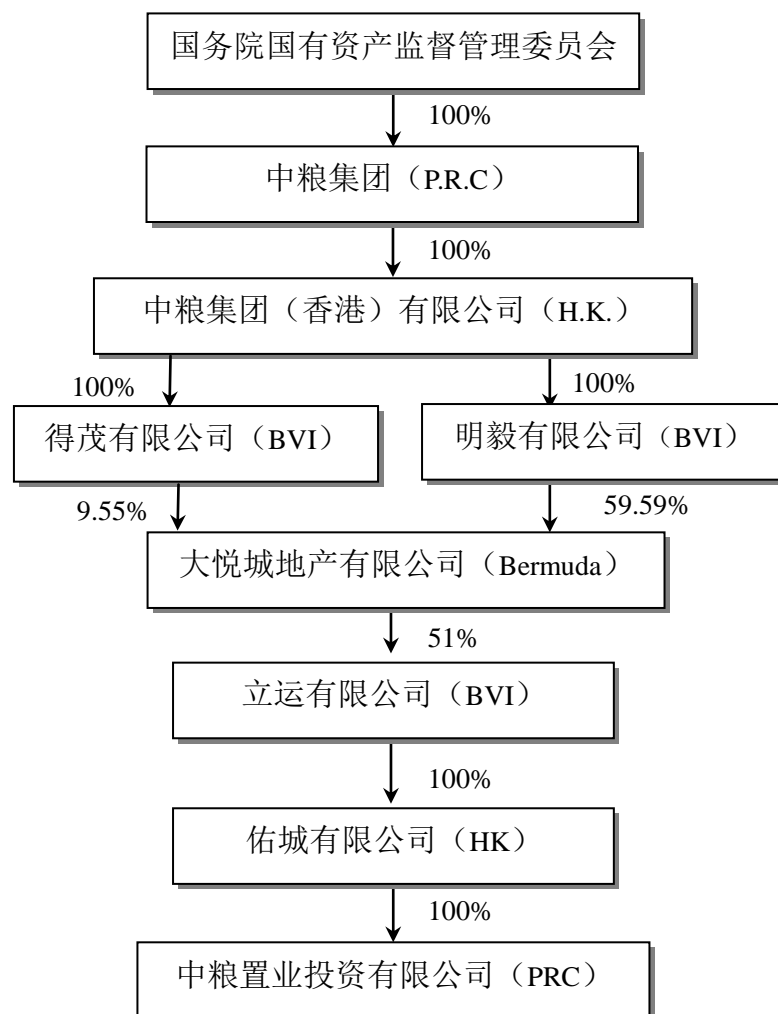
整体来看，受跟踪期内住宅项目销售结算收入减少影响，公司 2018 年营业收入规模有所下滑，但得益于自持性物业良好的经营业绩以及突出的区位优势，公司购物中心及写字楼出租业务稳步发展，且参股的中粮广场项目亦能提供一定利润补充。同时，考虑到公司有力的股东支持，加之公司

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

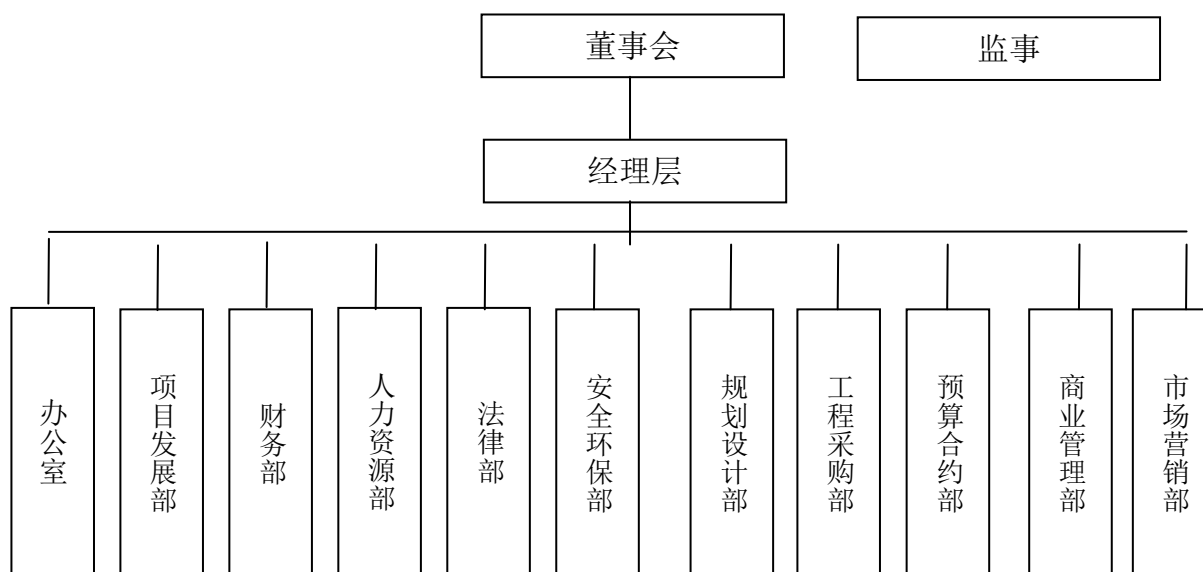
综上，中诚信证评维持中粮置业主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

附一：中粮置业投资有限公司股权结构图（截至 2018 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 2018 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）	2016	2017	2018
货币资金	79,211.59	181,567.71	93,213.27
应收账款净额	10,097.03	9,136.04	10,863.43
存货净额	850,470.65	623,393.45	530,357.07
流动资产	1,127,495.35	1,174,997.68	1,073,973.47
长期投资	151,510.11	156,644.74	162,954.32
固定资产合计	2,572,550.46	2,691,415.13	2,836,472.66
总资产	3,872,805.32	4,055,283.61	4,111,228.39
短期债务	280,121.00	130,000.00	159,320.00
长期债务	776,923.59	984,053.31	1,007,004.69
总债务（短期债务+长期债务）	1,057,044.59	1,114,053.31	1,166,324.69
总负债	2,008,711.62	2,049,495.07	1,996,546.07
所有者权益（含少数股东权益）	1,864,093.70	2,005,788.54	2,114,682.31
营业总收入	334,931.47	612,985.60	431,823.28
三费前利润	189,513.48	278,772.46	219,486.65
投资收益	10,303.63	5,189.91	6,309.58
净利润	132,166.38	206,228.19	149,399.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	206,886.54	329,677.37	236,555.58
经营活动产生现金净流量	152,790.44	206,925.00	85,445.60
投资活动产生现金净流量	-168,638.41	-3,285.29	-52,404.02
筹资活动产生现金净流量	-61,444.25	-101,283.59	-121,395.76
现金及现金等价物净增加额	-77,292.62	102,356.12	-88,354.44
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	67.30	53.90	63.59
所有者权益收益率（%）	7.09	10.28	7.06
EBITDA/营业总收入（%）	61.77	53.78	54.78
速动比率（X）	0.30	0.76	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.19	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.55	1.59	0.54
经营活动净现金/利息支出（X）	3.19	3.72	1.80
EBITDA 利息倍数（X）	4.31	5.93	4.99
总债务/EBITDA（X）	5.11	3.38	4.93
资产负债率（%）	51.87	50.54	48.56
总资本化比率（%）	36.19	35.71	35.55
长期资本化比率（%）	29.42	32.91	32.26
净负债率（%）	52.46	46.49	50.75

注：1.2017年数据经过来年期初追溯调整；

2.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3.2017、2018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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。