

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(2020)

项目负责人：石 烛 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 27 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020] 跟踪 0393 号

中粮置业投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 中粮 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十七日

评级观点: 中诚信国际维持中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 中粮 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东背景雄厚且对公司支持力度较强、显著的区域市场地位和品牌优势以及 2019 年良好经营的投资物业为公司贡献稳定的收入等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信国际关注到新冠肺炎疫情冲击以及受限资产规模大等因素对公司经营及整体信用状况产生的影响。

概况数据

| 中粮置业（合并口径） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 405.38 | 411.12 | 422.98 | 428.19 |
| 所有者权益合计（亿元） | 200.58 | 211.47 | 226.95 | 228.07 |
| 总负债（亿元） | 204.95 | 199.65 | 196.03 | 200.12 |
| 总债务（亿元） | 111.41 | 116.63 | 111.41 | 123.57 |
| 营业总收入（亿元） | 61.30 | 43.18 | 27.38 | 4.50 |
| 净利润（亿元） | 20.62 | 14.94 | 10.59 | 1.57 |
| EBITDA（亿元） | 32.97 | 23.66 | 19.97 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 20.69 | 8.54 | 7.94 | 2.93 |
| 营业毛利率(%) | 53.90 | 63.59 | 86.25 | 90.60 |
| 总资产收益率(%) | 8.00 | 5.73 | 4.68 | |
| 资产负债率(%) | 50.55 | 48.56 | 46.35 | 46.74 |
| 总资本化比率(%) | 35.72 | 35.55 | 32.93 | 35.14 |
| 总债务/EBITDA(X) | 3.38 | 4.93 | 5.58 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.93 | 4.99 | 3.54 | -- |

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。为计算有息债务，中诚信国际将 2017 年末其他应付款中一年内有息债务调整至短期债务，一年以上有息债务调整至长期债务；将 2018~2019 年末及 2020 年 3 月末其他应付款中有息债务调整至短期债务。

正面

■ **雄厚的股东背景及较强的支持力度。**公司实际控制人中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）是国务院国资委监管的大型中央企业之一，资本实力和经营实力极强。公司为其旗下商业地产板块大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，HK.00207）在境内的主要运营平台，持有 4 家经营成熟度高、市场认可度高且区位良好的投资物业。

■ **显著的区域市场地位和品牌优势。**公司投资物业集中于北京、

同行业比较

| 2019 年部分持有型物业企业主要指标对比表 | | | | | | |
|------------------------|----------|----------|-----------|-----------|--------------------|---------------------|
| 公司名称 | 租金规模（亿元） | 总资产（亿元） | 受限资产比例（%） | 总资本化比率（%） | 经调整的 EBITDA 利润率(%) | 经调整的 EBITDA 利息倍数(X) |
| 大悦城地产 | 37.35 | 1,109.77 | 41.29 | 39.50 | 43.70 | 3.08 |
| 中国国贸 | 28.64 | 118.02 | 61.92 | 26.02 | 45.46 | 12.91 |
| 中粮置业 | 23.38 | 422.98 | 62.92 | 32.93 | 63.65 | 3.09 |

注：“大悦城地产”为“大悦城地产有限公司”简称；“中国国贸”为“中国国际贸易中心股份有限公司”简称；中国国贸采用成本法计量投资性房地产。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 存续期 |
|----------|----------|----------|----------|---------------------|
| 16 中粮 01 | AAA | AAA | 30.00 | 2016/1/14~2021/1/14 |

上海及天津的核心区域，多年来积累了丰富的运营经验。凭借准确的客户定位、差异化的品牌营销策略，积极运用互联网运营思维，“大悦城”品牌购物中心在全国取得了很高的品牌认可度，为其经营业绩的稳步提升创造了良好条件。

■ **2019 年公司投资物业经营业绩良好，为公司贡献可观的租金收入。**凭借物业良好的区位布局，及卓越的商业地产招商、运营能力，公司物业经营指标处于行业高水平。2019 年公司投资物业租金及相关收入合计 23.33 亿元，为公司提供稳定可观的收入。

关注

■ **新冠肺炎疫情影响。**2020 年新冠肺炎疫情蔓延期间，各大悦城购物中心客流量下降，公司向商户酌情减免租金，预计将对当年租金收入和盈利产生一定不利影响。

■ **受限资产规模较大。**2019 年末，公司受限资产 266.12 亿元，占当期总资产的 62.92%。

评级展望

中诚信国际认为，中粮置业投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景或支持力度发生明显不利变化，购物中心客流量或租金超预期下降，公司盈利能力大幅下滑，财务杠杆快速上升，经营获现能力对债务本息的保障显著减弱。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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 日起息，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，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 2019 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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年商业地产投资增速持续放缓，但供需矛盾仍然存在，2020年新冠肺炎疫情将使商业地产租赁市场承压

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，2018 年商业地产投资同比下降后，2019 年商业营业用房投资同比继续下降 6.7%；办公楼投资同比增速小幅回升至 2.8%。2020 年，受年初新冠肺炎疫情影响，复工时间延后，经济景气度下滑，全年商业地产投资或将延续下降态势。

图 1：近年来我国商业地产投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

办公楼租赁方面，根据戴德梁行统计，截至 2019 年三季度，大中华区（含中国主要一二线城市）20 个主要城市的核心区甲级写字楼存量同比增长 7%。受宏观经济增速放缓和中美贸易摩擦的影响，大中华区净吸纳量同比下降 62.5%。主要一线城市北京、上海、广州和深圳的空置率分别为 5.6%、12.9%、3.6% 和 19.5%，单位租金均同比有所下降，其中深圳下降幅度最高，达 9.7%；主要二线城市空置率在 14.8% 到 40.2% 不等，单位租金亦多成下降态势。中小企业租金成本对利润的侵蚀大，受新冠肺炎疫情的影响，或将有更多中小企业面临生存危机，企业对后续租金的敏感度也会提高，2020 年写字楼租金和出租率或将继续呈弱化态势。而联合办公的租户体量更小，细分行业受到的冲击将更为剧烈。

零售物业租赁方面，零售物业投资额增速持续放缓，新增供应的减少和存量物业的调改使得 2019 年市场首层平均租金同比上涨 1.3%，空置率微升 0.2 个百分点至 7.3%。居民消费信心强劲，市场相对稳健，但新冠肺炎疫情的爆发，对餐饮和线下零售短期形成明显冲击，龙头业主纷纷为租户减免租金，但疫情结束时间以及居民外出信心恢复时长存在不确定性，对零售物业租赁行业的影响或将超过一个季度，是否会形成进一步的租金减免或租户退租有待观察。当然疫情结束后，或将形成消费反弹，长期来看对于拥有优质物业的龙头企业影响较小。

中诚信国际认为，近年来商业地产投资增速持续放缓，但供需矛盾仍然存在，办公楼市场行情持续下行，零售物业租赁行业相对稳健。但 2020 年新

新冠肺炎疫情将使商业地产租赁市场承压。

公司商业项目区位良好且成熟度高，凭借强大的商业地产运营能力和品牌认可度，2019年租金收入稳步增长；但新冠肺炎疫情将对公司2020年租金收入产生一定不利影响

公司间接控股股东大悦城地产为中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台，2019年其租金收入43.41亿元，旗下共10家大悦城购物中心，大悦城购物中心租金收入合计30.64亿元。

大悦城地产中4家经营成熟度高、市场认可度高且区位稀缺性强的商场，包括西单大悦城、朝阳大悦城、上海静安大悦城和天津大悦城由公司持有，当年占大悦城地产购物中心租金收入的67%。

凭借良好的区位优势、成熟运营模式及不断创新的经营理念，公司大悦城购物中心整体运营情况良好，2019年租金水平稳步增长4.64%，出租率保持在高水平。

具体来看，西单大悦城凭借其稀缺的地理位置，以及多年良好的品牌效应，是目前公司旗下租金收入贡献最高的购物中心，亦是公司旗下单位租金收入最高的购物中心，按可出租面积计算，其2019年出租均价约为36.09元/天/平方米，处于非常优秀的水平，坪效处于全国中端商场前列。朝阳大悦城、天津大悦城和上海静安大悦城2019年租金水平均有一定增幅，出租率保持在高位，其中当期天津大悦城加强调整，共调整品牌204家，占全馆总面积的23%，当期租金收入同比增长10.61%。

表1：近年来公司运营中的大悦城购物中心出租情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米/天）

| 物业 | 2019年末 | | | | 租金收入 | | | | 出租率 | 单位租金 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| | 可出租面积 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 | 2019 |
| 西单大悦城 | 5.39 | 6.47 | 6.84 | 7.03 | 1.30 | 97% | 98% | 99% | 99% | 36.09 |
| 朝阳大悦城 | 12.11 | 5.85 | 6.44 | 6.71 | 1.06 | 92% | 94% | 98% | 97% | 15.49 |
| 天津大悦城 | 8.83 | 3.71 | 3.96 | 4.38 | 0.75 | 97% | 98% | 98% | 97% | 13.87 |
| 上海静安大悦城 | 6.60 | 2.16 | 2.39 | 2.42 | 0.31 | 94% | 95% | 96% | 92% | 10.46 |
| 合计 | 32.93 | 18.18 | 19.63 | 20.54 | 3.42 | 95% | 96% | 98% | 96% | 17.69 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表2：近年来公司运营中的大悦城购物中心经营情况（单位：亿元）

| 购物中心 | 销售额 | | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
| 西单大悦城 | 41.05 | 43.00 | 40.50 | 3.67 |
| 朝阳大悦城 | 40.23 | 44.17 | 44.00 | 5.09 |
| 上海静安大悦城 | 13.71 | 14.52 | 15.46 | 1.38 |
| 天津大悦城 | 25.58 | 28.22 | 30.87 | 3.70 |
| 合计 | 120.57 | 129.91 | 130.83 | 13.84 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受新冠肺炎疫情影响，公司商业项目客流量下降，针对不同的商户性质，结合当地政府的规定，公司给出了不同的免租政策。目前客流正处在恢复过程中。2020年1~3月投资物业租金及相关收入下降27%至4.22亿元，疫情将对全年收入和盈利形成一定负面影响。

写字楼方面，公司对外出租的写字楼物业中粮置地广场于2018年8月竣工，可出租面积5.63万

平方米，2019年租金收入1.28亿元，2020年1~3月0.40亿元，2020年3月末出租率增至88%，公司写字楼物业受疫情影响较小。

公司目前无住宅可售货源，中诚信国际关注商办物业上海静安大悦城（二期北）项目的销售情况

除购物中心的开发运营外，公司还进行部分住宅、公寓、商铺及写字楼等配套开发销售，所开发

产品定位较为高端。2019年以来公司无住宅项目可售货源，住宅开发不再贡献销售业绩。

表 3：近年来公司房地产销售情况

| 指标 | 单位：万平方米、亿元、万元/平方米 | | | |
|------|-------------------|------|------|----------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
| 销售面积 | 1.56 | 0.79 | -- | -- |
| 销售金额 | 18.53 | 6.53 | -- | -- |
| 销售均价 | 11.88 | 8.25 | -- | -- |
| 结算面积 | 3.42 | 2.68 | 0.26 | -- |

结算金额 33.16 14.58 2.03 --

注：2018年以来销售金额包含车位；销售数据统计未包含天津大悦城写字楼出售部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，2019年末，公司仅有上海大悦城二期北1个在建项目，项目位于上海核心地段，是上海静安大悦城的扩充，包含写字楼和商业业态，项目后期将进行销售，并优先考虑整体出售的方式，预计可售面积为11.60万平方米，目前尚未达到可售状态。中诚信国际关注该项目的销售情况。

表 4：2019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 | 业态 | 总建筑面积 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 计划总投资额 | 已投金额 |
|--------------|-----|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 上海静安大悦城（二期北） | 上海 | 写字楼、商业 | 19.15 | 2017年 | 2020年 | 68.22 | 45.96 |

注：已投金额为支付口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司持有西单大悦城酒店公寓和北京中粮广场物业部分股权，项目均拥有良好的区位优势

除上述投资物业及相关业务和房地产销售外，公司还从事酒店公寓业务。公司持有的西单大悦城酒店公寓为西单大悦城商业综合体的一部分，其拥有客房数量300间，周边设有购物中心、影院、写字楼，定位为豪华商务型酒店。2017年该项目施工改造，暂停营业，于2019年5月重新开业。2019年公司酒店业务收入为0.54亿元，同比实现大幅增长。但2020年一季度，受疫情影响，公司酒店业务收入下滑至0.05亿元。

商业地产股权投资方面，2019年末，公司持有北京中粮广场发展有限公司（以下简称“中粮广场发展”）40%股权。中粮广场发展主要负责北京中粮广场物业¹的运营。2019年及2020年1~3月，中粮广场分别实现租金收入2.89亿元和0.73亿元。

财务分析

以下财务分析基于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2017年审计报告、经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)

审计并出具标准无保留意见的2018~2019年审计报告以及公司提供未经审计的2020年一季度财务报表。各期数据采用审计报告期末数。为了计算公司的有息债务，中诚信国际将2017年末其他应付款中一年内有息债务调整至短期债务，一年以上有息债务调整至长期债务；将2018~2019年末及2020年3月末其他应付款中有息债务调整至短期债务。

2019年，得益于良好的商业运营能力，投资物业租赁业务盈利能力强且稳步增长，利润规模受房地产业务结转收入减少有所下降

受益于投资性物业核心的地理位置、优秀的商场运营能力以及不断优化的业态组合，2019年，公司投资物业租金及相关收入继续增长。2020年以来受新冠肺炎疫情影响，一季度营业收入同比下降26.48%。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|-------|-------|-------|
| 投资物业租金及相关收入 | 21.49 | 21.54 | 23.38 |
| 房地产销售 | 38.56 | 20.43 | 2.03 |
| 酒店公寓 | 0.08 | 0.004 | 0.58 |
| 其他 | 1.17 | 1.21 | 1.40 |

¹北京中粮广场是位于北京市核心区域的办公购物中心一体化综合体项目，面朝长安街，临近北京地铁建国门站及北京站，可出租面积10.74万平方米，涵盖写字楼及商铺。

| 合计 | 61.30 | 43.18 | 27.38 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 毛利率 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 投资物业租金及相关收入 | 81.88 | 90.60 | 90.68 |
| 房地产销售 | 37.73 | 35.02 | 45.74 |
| 酒店公寓 | 15.28 | -1,700.06 | 78.03 |
| 其他 | 75.32 | 71.74 | 74.31 |
| 营业毛利率 | 53.90 | 63.59 | 86.25 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年公司投资物业出租业务毛利率均处于很高水平且保持上升，是公司毛利的主要来源。房地产销售板块方面，2019年毛利较高的上海大悦城天悦壹号结算，带动该板块毛利率显著上升，并处于行业较高水平。酒店公寓板块毛利率随北京大悦酒店恢复营业而明显上升。

期间费用方面，2019年随着公司在建项目投入运营，在售项目陆续清盘，销售及管理费用有所下降。财务费用方面，由于公司项目陆续竣工或进入收尾阶段，公司资本化利息支出呈下降态势，费用化利息支出则有所上升。受房地产销售收入下降影响，2019年期间费用率上升幅度较为明显。

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成。公司投资物业租赁盈利保持稳步增长态势，但经营性业务利润受房地产开发业务收入规模收缩而有所下降。公司每年对旗下投资物业进行重估，2019年公司公允价值变动收益亦有所下降。得益于良好的盈利和高毛利率租金收入占比提升，公司净利润率有所增长。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司净利润同比下降37.24%。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|-----------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | 2.40 | 2.32 | 2.20 | 0.28 |
| 管理费用（含研发费用） | 2.77 | 2.52 | 2.55 | 0.50 |
| 财务费用 | 2.69 | 2.95 | 4.63 | 1.01 |
| 期间费用合计 | 7.87 | 7.80 | 9.38 | 1.79 |
| 期间费用率(%) | 12.83 | 18.05 | 34.24 | 39.66 |
| 经营性业务利润 | 20.01 | 14.15 | 11.43 | 1.85 |
| 公允价值变动收益 | 7.63 | 5.70 | 2.54 | -- |
| 投资收益 | 0.52 | 0.63 | 0.70 | 0.18 |
| 利润总额 | 27.82 | 20.25 | 14.72 | 2.13 |
| 净利润 | 20.62 | 14.94 | 10.59 | 1.57 |
| 净利润率(%) | 33.64 | 34.60 | 38.66 | 34.97 |
| 经调整的 EBITDA 利润率 | 41.34 | 41.59 | 63.65 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着持有物业的增值及经营获利，公司资产和所有者权益规模稳步上升，资本结构持续优化，财务杠杆处于较低水平；同时中诚信国际关注关联方对公司资金占用的情况

2019年，随着公司持有物业的经营获利，公司资产规模稳步小幅增长。从资产构成来看，公司投资性房地产为主的非流动资产占总资产的比重超过70%。投资性房地产随着已投运投资性房地产重估增值而增长。公司长期股权投资主要为对联营企业北京中粮广场发展有限公司的投资，随着其盈利的累积，长期股权投资稳步增长。

流动资产方面，随着购物中心配套的可售物业逐步销售及结算，公司存货规模整体呈下降态势，截至2019年末，公司存货主要为上海大悦城二期北项目。公司其他应收款主要为中粮集团内部企业的往来款，2019年末为45.84亿元，同比增长10.15%，由于中粮集团及其下属子公司通过大悦城地产资金池进行资金归集管理，账龄在1年以内的非经营性往来占款或资金拆借保持在一定规模。

2019年公司负债规模小幅下降，其中以有息债务为主的非流动负债占比较高。除有息债务外，流动负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款等构成。公司应付账款以应付地价款、应付工程款为主，2019年较为稳定。预收款项方面，随着项目的陆续清盘和结转，公司预收款项规模处于较低水平。公司其他应付款主要由商户水电费、押金及保证金和关联方往来款构成，截至2019年末，关联方往来款为10.29亿元。

受益于未分配利润的持续积累，2019年公司所有者权益稳步增长，实收资本保持稳定。此外，公司权益中包含永续债，2019年末，公司新发行15亿元永续中票，置换中粮集团的永续委托贷款12亿元，使得其他权益工具规模小幅上升。财务杠杆方面，2019年公司资产负债率、总资本化比率及净负债率均有所下降，若将其他权益工具调整为债务，2019年末总资本化比率为41.40%，仍处于行业较

低水平。

表 7：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 18.16 | 9.32 | 11.06 | 22.02 |
| 存货 | 62.34 | 53.04 | 55.37 | 55.63 |
| 其他应收款 | 33.64 | 42.52 | 46.73 | 40.05 |
| 长期股权投资 | 15.66 | 16.30 | 17.00 | 17.17 |
| 投资性房地产 | 265.49 | 278.44 | 281.62 | 281.80 |
| 总资产 | 405.38 | 411.12 | 422.98 | 428.19 |
| 预收款项 | 19.19 | 1.43 | 2.09 | 1.02 |
| 应付账款 | 20.92 | 21.69 | 18.61 | 15.73 |
| 其他应付款 | 19.72 | 27.21 | 29.27 | 25.97 |
| 总负债 | 204.91 | 199.65 | 196.03 | 200.12 |
| 其他权益工具 | 27.68 | 25.68 | 28.68 | 28.68 |
| 所有者权益 | 200.47 | 211.47 | 226.95 | 228.07 |
| 资产负债率 | 50.55 | 48.56 | 46.35 | 46.74 |
| 总资本化比率 | 35.72 | 35.55 | 32.93 | 35.14 |
| 净负债率 | 46.52 | 50.75 | 44.22 | 44.53 |

注：预收账款含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年受房地产项目销售回款减少和向关联方归集资金影响，公司经营活动净现金流继续下降；公司债务规模较为稳定，债务期限结构合理且融资成本较低

商业物业良好的经营出租情况为公司带来稳定的现金流入，但受房地产可售项目逐步清盘影响，销售回款大幅下降，加之公司资金向关联方归集，2019年经营活动净现金流继续下降。筹资活动方面，由于公司经营获现能力较强，外部投资规模相对较小，筹资活动现金流呈净流出态势；2020年一季度，公司发行公司债券15亿元，筹资活动净现金流10.04亿元。

债务方面，近年来公司债务规模整体较为稳定。从债务结构来看，公司债务中长期债务占比较高，截至2019年末，长期债务占总债务的比重为83.90%，债务期限结构合理。公司短期借款主要为通过中粮财务有限责任公司借入的委托贷款，2020年3月末，随着公司短期借款到期偿还，当期末短期借款有所下降。融资渠道方面，银行借款、债券和关联方借款为公司的主要融资来源，2019年整体融资成本为

4.35%。

从偿债指标来看，2019年公司经营活动净现金流受销售回款和资金归集影响呈下降态势，受此影响公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力亦有所下滑。受房地产结转规模下降影响，公司剔除公允价值变动损益后的EBITDA有所下降，其对债务本息的覆盖能力相应小幅下滑，但仍处于良好水平。2020年3月末，随着短期债务规模下降，加之新发行公司债券，使得货币资金明显增长，货币资金可覆盖短期债务。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | 20.69 | 8.54 | 7.94 | 2.93 |
| 投资活动净现金流 | -0.33 | -5.24 | -2.86 | -2.01 |
| 筹资活动净现金流 | -10.13 | -12.14 | -3.38 | 10.04 |
| 总债务 | 111.41 | 116.63 | 111.41 | 123.57 |
| 短期债务 | 19.00 | 25.93 | 17.94 | 14.06 |
| EBITDA | 32.97 | 23.66 | 19.97 | -- |
| 经调整的EBITDA (剔除公允价值变动损益) | 25.34 | 17.96 | 17.43 | -- |
| 货币资金/短期债务 | 0.96 | 0.59 | 0.62 | 1.57 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 3.72 | 1.80 | 1.41 | -- |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.19 | 0.07 | 0.07 | 0.09* |
| 经调整的EBITDA 利息保障倍数 | 4.56 | 3.78 | 3.09 | -- |
| 总债务/经调整的 EBITDA | 4.40 | 6.49 | 6.39 | -- |

注：因缺乏相关数据，2020年1~3月部分数据无法计算；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产比例较高，对资产流动性形成一定影响

银企关系方面，公司与多家银行保持良好关系，截至2020年3月末公司获得授信总额127.24亿元，其中未使用授信额度为48.00亿元。同时，公司间接控股股东作为香港上市公司，具有畅通的权益融资通道。

公司通过部分资产抵质押方式来获得银行借款，主要受限资产包括固定资产、无形资产、投资

性房地产及存货等。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总计 266.12 亿元，占当期总资产的 62.92%，受限资产占比较高。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司对按揭客户的阶段性担保为 5.23 亿元，对联营企业的担保为 0.3 亿元。重大诉讼方面，当期末，公司不存在重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

实际控制人中粮集团实力雄厚，公司为中粮集团商业地产板块港股上市公司大悦城地产境内主要投资运营平台

公司实际控制人中粮集团成立于 1994 年，是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一。经过多年的发展，中粮集团已从最初的粮油食品贸易公司逐步发展成为中国农产品和食品领域领先的多元化产品和服务供应商，旗下拥有中粮贸易、中国粮油、中国食品、中粮屯河、中粮肉食、中粮包装、中粮置地、中国土畜、金融事业部及中粮电子商务投资公司（我买网）等 10 个业务板块，拥有中粮屯河（600737.SH）、酒鬼酒（000799.SZ）、中粮地产（000031.SZ）、中粮生化（000930.SZ）和中原特钢（002423.SZ）五家大陆上市公司，拥有中国食品（00506.HK）、中粮控股（00606.HK）、中粮包装（00906.HK）、大悦城地产（00207.HK）及蒙牛乳业（02319.HK）五家香港上市公司，并以上市公司作为资本运作平台，国际化布局初具规模。

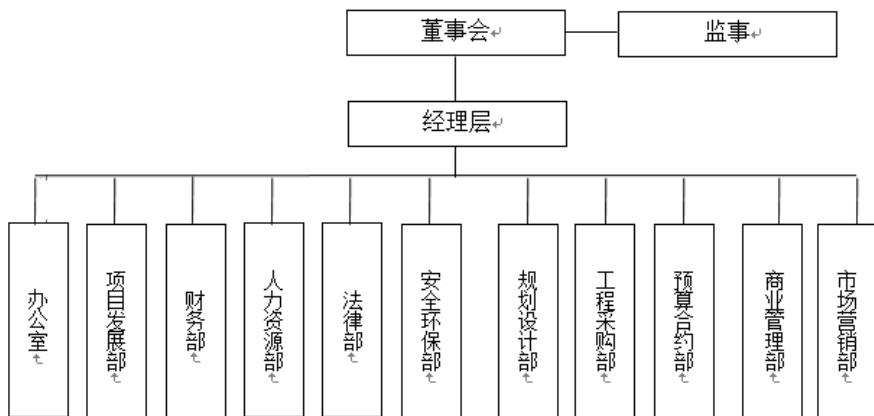
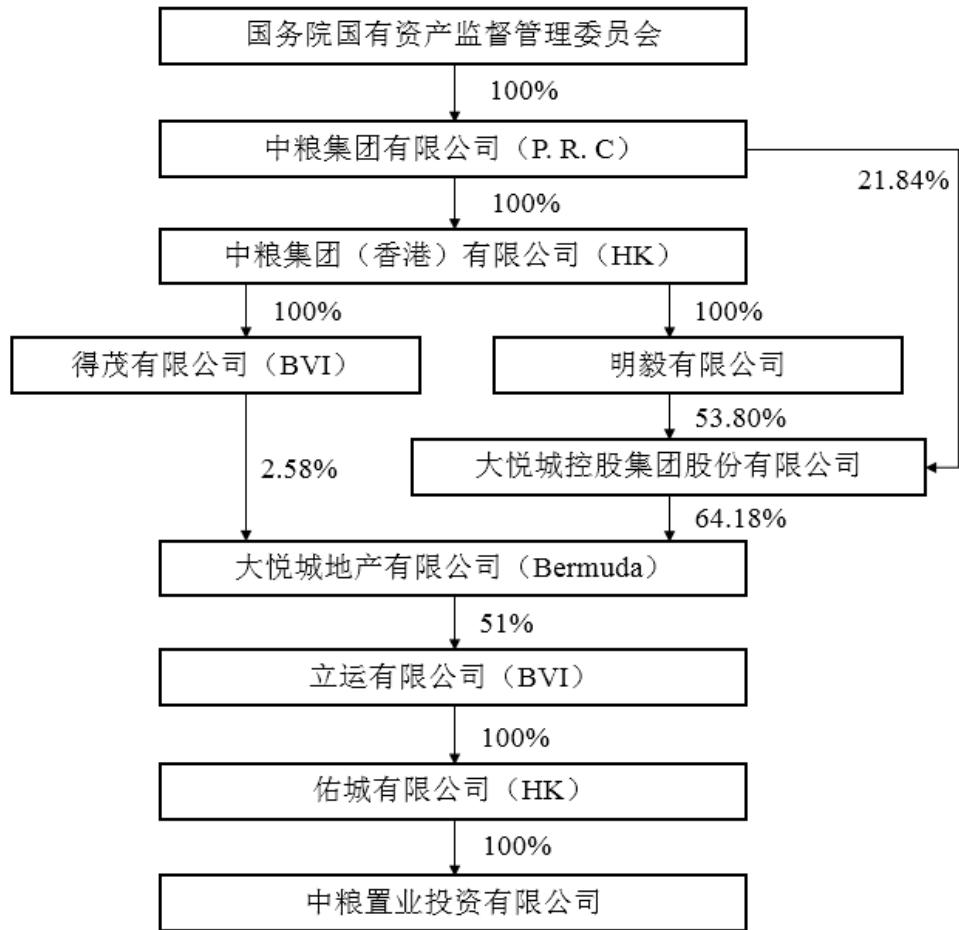
公司作为中粮集团商业地产板块港股上市公司大悦城地产境内的最主要投资运营平台，具有重要的定位。大悦城地产为中粮集团旗下商业地产板

块主要运营平台，旗下共 10 家大悦城购物中心，2019 年购物中心租金收入 30.64 亿元，其中 4 家经营成熟度高、市场认可度高且区位稀缺性高的商场，包括西单大悦城、朝阳大悦城、上海静安大悦城和天津大悦城由公司持有，当年占大悦城地产租金的 67%。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中粮置业投资有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 中粮 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中粮置业投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中粮置业投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据 (单位: 万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 181,567.71 | 93,213.27 | 110,617.65 | 220,227.49 |
| 其他应收款 | 336,438.41 | 425,185.06 | 467,279.90 | 400,494.60 |
| 存货净额 | 623,393.45 | 530,357.07 | 553,661.71 | 556,283.17 |
| 长期投资 | 156,644.74 | 162,954.32 | 169,994.12 | 171,746.26 |
| 固定资产 | 36,046.45 | 51,613.98 | 50,194.65 | 49,752.38 |
| 在建工程 | -- | 458.68 | -- | -- |
| 无形资产 | 20,608.90 | 16,555.42 | 17,353.75 | 16,416.94 |
| 投资性房地产 | 2,654,910.00 | 2,784,400.00 | 2,816,200.00 | 2,817,957.53 |
| 总资产 | 4,053,783.60 | 4,111,228.39 | 4,229,796.89 | 4,281,884.04 |
| 预收款项 | 191,924.44 | 14,331.07 | 20,852.20 | 10,178.36 |
| 其他应付款 | 197,230.51 | 272,084.08 | 292,722.49 | 259,700.95 |
| 短期债务 | 190,000.00 | 259,320.00 | 179,361.43 | 140,598.93 |
| 长期债务 | 924,053.31 | 907,004.69 | 934,755.83 | 1,095,103.91 |
| 总债务 | 1,114,053.31 | 1,166,324.69 | 1,114,117.26 | 1,235,702.84 |
| 净债务 | 932,485.60 | 1,073,111.41 | 1,003,499.61 | 1,015,475.36 |
| 总负债 | 2,049,120.07 | 1,996,546.07 | 1,960,346.15 | 2,001,227.92 |
| 费用化利息支出 | 38,851.02 | 31,486.77 | 47,990.29 | -- |
| 资本化利息支出 | 16,766.17 | 15,959.33 | 8,476.63 | -- |
| 所有者权益合计 | 2,004,663.53 | 2,114,682.31 | 2,269,450.74 | 2,280,656.12 |
| 营业总收入 | 612,985.60 | 431,823.28 | 273,848.47 | 45,019.41 |
| 经营性业务利润 | 200,121.36 | 141,542.98 | 114,336.31 | 18,520.12 |
| 投资收益 | 5,189.91 | 6,309.58 | 7,039.80 | 1,752.15 |
| 净利润 | 206,228.19 | 149,399.68 | 105,866.47 | 15,743.92 |
| EBIT | 317,098.70 | 233,965.90 | 195,216.93 | -- |
| EBITDA | 329,677.37 | 236,555.58 | 199,696.07 | -- |
| 经调整 EBITDA | 253,378.87 | 179,582.57 | 174,296.10 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 206,925.00 | 85,445.60 | 79,445.41 | 29,318.26 |
| 投资活动产生现金净流量 | -3,285.29 | -52,404.02 | -28,628.54 | -20,139.40 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -101,283.59 | -121,395.76 | -33,788.13 | 100,430.98 |
| 资本支出 | 41,938.14 | 62,491.87 | 28,628.37 | 20,139.40 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率(%) | 53.90 | 63.59 | 86.25 | 90.60 |
| 期间费用率(%) | 12.83 | 18.05 | 34.24 | 39.66 |
| EBITDA 利润率(%) | 53.78 | 54.78 | 72.92 | -- |
| 经调整 EBITDA 利润率(%) | 41.34 | 41.59 | 63.65 | -- |
| 总资产收益率(%) | 8.00 | 5.73 | 4.68 | -- |
| 存货周转率(X) | 0.38 | 0.27 | 0.07 | 0.03* |
| 资产负债率(%) | 50.55 | 48.56 | 46.35 | 46.74 |
| 总资本化比率(%) | 35.72 | 35.55 | 32.93 | 35.14 |
| 净负债率(%) | 46.52 | 50.75 | 44.22 | 44.53 |
| 短期债务/总债务(%) | 17.05 | 22.23 | 16.10 | 11.38 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.19 | 0.07 | 0.07 | 0.09* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 1.09 | 0.33 | 0.44 | 0.83* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 3.72 | 1.80 | 1.41 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 3.38 | 4.93 | 5.58 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 1.74 | 0.91 | 1.11 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 5.93 | 4.99 | 3.54 | -- |
| 总债务/经调整 EBITDA(X) | 4.40 | 6.49 | 6.39 | -- |
| 经调整 EBITDA/短期债务(X) | 1.33 | 0.69 | 0.97 | -- |
| 经调整 EBITDA 利息保障倍数(X) | 4.56 | 3.78 | 3.09 | -- |

注：公司财务报表根据新会计准则编制；为了计算公司的有息债务，中诚信国际将 2017 年末其他应付款中一年内有息债务调整至短期债务，一年以上有息债务调整至长期债务；将 2018~2019 年末及 2020 年 3 月末其他应付款中有息债务调整至短期债务；2020 年一季报未经审计；由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带 “*” 指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|---------------------------------|--------------------|---|
| 资本结构 | 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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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+所有者权益合计) 总资本化比率 | | =总债务/(总债务+所有者权益合计) |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 营业毛利率 | = (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用率 | = (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业收入-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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT (息税前盈余) | =利润总额+费用化利息支出 |
| 盈利能力 | 经调整的 EBITDA | =EBITDA-公允价值变动损益 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率(净资产回报率) | =EBIT/净资产平均余额 |
| | 经调整的 EBITDA 利润率 | =经调整的 EBITDA/营业收入 |
| | 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 |
| 偿债能力 | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | 经调整的 EBITDA 利息保障倍数 | =经调整的 EBITDA/利息支出 |
| | 受限资产比例 | =受限资产净值合计/资产总额 |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 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 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。