

中粮置业投资有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1380 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“19 中粮置业 MTN001”、“20 中粮置业 MTN001”、“19 中粮 01”、“19 中粮 02”、“20 中粮 01”、“20 中粮 02”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

二零二一年六月二十五日

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“19 中粮置业 MTN001”、“20 中粮置业 MTN001”、“19 中粮 01”、“19 中粮 02”、“20 中粮 01”、“20 中粮 02”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债务和财务杠杆降低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 2020 年收入和盈利水平下降以及上海静安大悦城业绩不达预期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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	411.12	422.98	399.09	400.45
所有者权益合计（亿元）	211.47	226.95	240.74	242.90
总负债（亿元）	199.65	196.03	158.36	157.54
总债务（亿元）	116.63	111.41	86.29	87.43
营业总收入（亿元）	43.18	27.38	21.55	7.19
净利润（亿元）	14.94	10.59	7.73	2.79
EBITDA（亿元）	23.66	19.97	15.09	--
经营活动净现金流（亿元）	8.54	7.94	23.32	1.75
营业毛利率（%）	63.59	86.25	91.11	78.72
总资产收益率（%）	5.73	4.68	3.56	--
资产负债率（%）	48.56	46.35	39.68	39.34
总资本化比率（%）	35.55	32.93	26.39	26.47
总债务/EBITDA(X)	4.93	5.58	5.72	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.99	3.54	3.24	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。为计算有息债务，中诚信国际将其他应付款中有息债务调整至短期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：持有型物业(C200200_2019_02)

中粮置业投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(30%)	总资产(亿元)	399.09	8
	租金收入规模	8	8
运营实力(15%)	项目区位及品牌	10	10
	项目拓展风险	10	10
盈利能力与效率(15%)	经调整的 EBITDA 利润率(%)*	56.44	7
	项目运营能力	10	10
财务政策与偿债能力(40%)	总资本化比率(%)	26.39	10
	经调整的 EBITDA 利息倍数(X)	3.31	7
	总债务/经调整的 EBITDA(X)	5.61	8
	受限资产比例	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、房地产开发、酒店及其他多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

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、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，为其经营业绩创造了良好条件。

■ **债务和财务杠杆降低。**随着公司向关联方归集资金的回笼以及外部债务融资需求下降，2020 年以来公司债务有所减少，资产负债率和总资本化比率进一步下降。

关注

■ **2020 年收入和盈利水平下降。**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，对当年租金收入和盈利产生一定不利影响，全年投资物业租金及相关收入同比下降 13.43%，净利润亦有所降低。

■ **上海静安大悦城业绩不达预期。**受所处商圈能级限制，叠加新冠疫情冲击，2020 年以来上海静安大悦城出租率及销售额均同比显著下滑，中诚信国际将对该商业物业的盈利性保持关注。

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。

评级历史关键信息

中粮置业投资有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	19 中粮置业 MTN001 (AAA)	2020/05/27	王超凡、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	20 中粮置业 MTN001 (AAA)	2020/05/27	王超凡、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	19 中粮置业 MTN001 (AAA)	2019/06/14	白茹、杨萱	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2017_01	阅读全文	

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2020 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	30.81	1,241.67	30.30	39.41	36.92	5.43
中粮置业	20.24	399.09	43.18	26.39	71.38	3.31

注：“大悦城地产”为“大悦城地产有限公司”简称。

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 中粮置业 MTN001	AAA	AAA	2020/05/27	15.00	15.00	起息日 2019/12/16 (3+N)	公司续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 中粮置业 MTN001	AAA	AAA	2020/05/27	15.00	15.00	起息日 2020/11/06 (3+N)	公司续期选择权，票面利率选择权，赎回
19 中粮 01	AAA	AAA	2020/05/27	16.60	16.60	2019/1/9~2025/1/9 (3+3)	回售、票面利率选择权
19 中粮 02	AAA	AAA	2020/05/27	7.00	7.00	2019/1/9~2026/1/9 (5+2)	回售、票面利率选择权
20 中粮 01	AAA	AAA	2020/05/27	9.00	9.00	2020/3/27~2023/3/27	--
20 中粮 02	AAA	AAA	2020/05/27	6.00	6.00	2020/3/27~2025/3/27	--

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 2019 年公开发行公司债券（第一期）分为两个品种，品种一 6 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权（品种一债券简称“19 中粮 01”、债券代码“155123”；品种二债券简称“19 中粮 02”、债券代码“155124”）。本期债券于 2019 年 1 月 9 日起息，品种一发行规模 16.6 亿元，票面利率 3.94%；品种二发行规模 7 亿元，票面利率 4.10%。截至 2020 年末，募集资金已全部使用完毕，资金用途为偿还中粮置业投资有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）回售部分债务本息。

中粮置业投资有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）分为两个品种，品种一 3 年期；品种二 5 年期（品种一债券简称“20 中粮 01”、债券代码“149072”；品种二债券简称“20 中粮 02”、债券代码“149073”）。本期债券于 2020 年 3 月 27 日起息，品种一发行规模 9 亿元，票面利率 3.14%；品种二发行规模 6 亿元，票面利率 3.60%。截至 2020 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策: 2021 年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望: 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021 年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

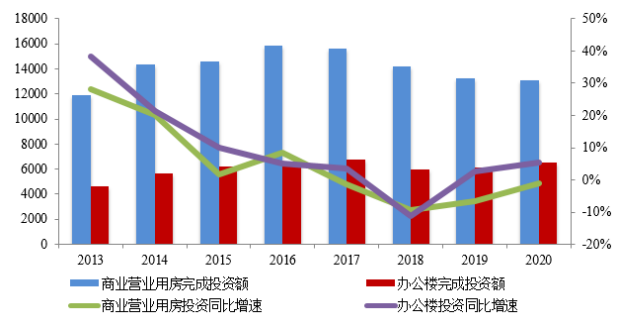
近期关注

近年来,商业地产投资规模整体放缓,在新冠肺炎疫情冲击下商业地产租赁市场面临挑战

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 年在疫情

影响下,商业营业用房投资金额同比小幅下降 1.13%,办公楼投资增速回升至 5.38%。

图 1: 近年来我国商业地产投资情况(亿元、%)



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,2020 年主要一线城市北京、上海和深圳的空置率大幅上涨,分别为 19.4%、25.6% 和 25.1%,较 2019 年分别上升了 3.2、4.7 和 3 个百分点。全国一线城市甲级写字楼均出现租金下滑的情况,其中深圳以 12.8% 的年度租金降幅排在首位,租金降至 2014 年的水平。2020 年大多数二线城市空置率高企,其中南宁等城市写字楼空置率高达 46.7%,单位租金亦多呈下降态势。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。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。

2020 年在新冠疫情影响下,国内线下零售行业受严重冲击,虽然下半年在国内有效疫情防控带动下,线下零售行业有所恢复,但仍面临较大经营压力。为控制空置率,大部分购物中心阶段性减免租金或下调租金,2020 年 9 月末,一线城市优质零售物业首层租金较去年同期下降 1.3~2.4 元/天/平方米。

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。2020 年新冠肺炎疫情使商业地产租赁市场承压。

受新冠疫情及公司主动减免租金的影响,2020 年公司商业项目租金收入有所下降,但整体出租率仍保持在很高水平;随着防控形势向好,2021 年一季度公司租金收入同比提升

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，2020 年其投资物业租金及相关服务收入 35.87 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 23.81 亿元，同比下降 22.29%。

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，2020 年实现的租金收入占大悦城地产购物中心当年总租金收入的 70.89%。

2020 年上半年新冠疫情对公司所持有商业项目带来较大负面影响，导致客流减少和出租率下降，加之对旗下租赁物业实施了适当的租金减免，2020 年四家大悦城商场共实现租金收入 16.88 亿元，同比下降 17.82%。具体来看，位于北京的西单大悦城

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，2020 年，在疫情冲击下其单位租金虽略有下降但仍处于高位，约为 30.73 元/天/平方米，坪效处于全国中端商场前列。此外，朝阳大悦城、天津大悦城和上海静安大悦城当年销售额及租金水平受短期疫情冲击及租金减免的影响，均同比有所下降；但朝阳大悦城和天津大悦城商户入驻情况较为稳定，全年平均出租率仍然保在很高水平。上海静安大悦城受地理位置影响，加之疫情期间存在商铺退租情况，2020 年以来实现的租金收入及销售额均同比大幅下降，其未来盈利性仍有待关注。2021 年一季度，得益于疫情防控形势向好，4 家大悦城商场实现的租金收入同比上升 40.94%。

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	2020 年末 可出租面积	租金收入				出租率				单位租金
		2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.3	2020
西单大悦城	5.33	6.84	7.03	5.72	1.57	98%	99%	97%	98%	30.73
朝阳大悦城	12.11	6.44	6.71	5.55	1.63	94%	98%	97%	93%	13.07
天津大悦城	8.83	3.96	4.38	3.97	1.17	98%	98%	97%	98%	12.87
上海静安大悦城	6.62	2.39	2.42	1.64	0.45	95%	96%	86%	83%	7.97
合计	32.89	19.63	20.54	16.88	4.82	96%	98%	95%	93%	15.00

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			
	2018	2019	2020	2021.1~3
西单大悦城	43.00	40.50	29.50	7.72
朝阳大悦城	44.17	44.00	30.64	9.45
上海静安大悦城	14.52	15.46	8.43	2.39
天津大悦城	28.22	30.87	24.65	8.61
合计	129.91	130.83	93.22	28.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，2020 年租金收入 1.63 亿元，当期出租率较上年同期有较大幅度提升，公司写字楼物业受疫情影响较小。

在建项目方面，2020 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，预计可售面积约为 11 万平方米，目前已经达到可售状态。中诚信国际关注该项目的销售情况。

表 3：2020 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	已投资额
上海静安大悦城（二期北）	上海	写字楼、商业	18.50	2017.12	2021.6	68.23	55.21

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 347 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。2020 年公司酒店业务收入为 0.41 亿元。

商业地产股权投资方面，2020 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。2020 年中粮广场实现租金收入 2.95 亿元，同比小幅上升。

财务分析

以下财务分析基于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 2018~2020 年审计报告以及公司提供未经审计的 2021 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，将 2018~2019 年末其他应付款中有息债务调整至短期债务。

受新冠疫情影响，2020 年公司收入及盈利水平有所下降，但盈利能力仍然较为稳定；2021 年一季度收入和净利润大幅回升

2020 年新冠肺炎疫情对公司所持有的商业物业造成较大负面冲击，物业客流量及出租率均有所下降，此外公司实施免租政策，全年投资物业租金及相关收入同比下降 13.43%；加之销售物业结转规模下降，使得全年营业收入同比下滑 21.29%。

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 9.99 万平方米，涵盖写字楼及商铺。

毛利率方面，2020 年公司投资物业出租业务毛利率仍然处于很高水平，是公司毛利的最主要来源。酒店公寓板块受营业收入下降但支出相对刚性影响，当年毛利率有较大幅度下滑。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
投资物业租金及相关收入	21.54	23.38	20.24	5.88
房地产销售	20.43	2.03	0.01	1.05
酒店公寓	0.004	0.58	0.41	0.11
其他	1.21	1.40	0.90	0.16
合计	43.18	27.38	21.55	7.19
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
投资物业租金及相关收入	90.60	90.68	94.30	94.98
房地产销售	35.02	45.74	-1,098.78	2.47
酒店公寓	-1,700.06	78.03	27.20	86.57
其他	71.74	74.31	27.74	-27.79
营业毛利率	63.59	86.25	91.11	78.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司在建项目投入运营，在售项目陆续清盘，2020 年公司销售及管理费用有所下降。财务费用方面，随着长期债务逐步到期清偿和总债务规模大幅降低，公司费用化利息支出同比减少。受以上原因共同影响，2020 年公司期间费用合计同比有所降低，加之营业收入下滑，当期期间费用率同比持平。2021 年一季度，得益于营业收入规模的扩大和财务费用的持续降低，当期期间费用率较上年同期有较大改善。

2020 年公司利润总额主要由经营性业务利润构成。在收入减少的影响下，2020 年公司经营性业务利润同比下降。公司每年对旗下投资物业进行重估，2020 年公允价值变动收益转负。受上述因素影响，2020 年公司净利润率同比小幅下降。2021 年一季度，随着新冠疫情影响减弱，公司投资物业出租

业务恢复正常经营，营业总收入及净利润均同比大幅回升。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	2.32	2.20	1.58	0.25
管理费用（含研发费用）	2.52	2.55	2.18	0.57
财务费用	2.95	4.63	3.70	0.65
期间费用合计	7.80	9.38	7.45	1.46
期间费用率(%)	18.05	34.24	34.59	20.33
经营性业务利润	14.15	11.43	10.05	3.61
公允价值变动收益	5.70	2.54	-0.30	--
投资收益	0.63	0.70	0.66	0.19
利润总额	20.25	14.72	10.80	3.82
净利润	14.94	10.59	7.73	2.79
净利润率(%)	34.60	38.66	35.88	38.82
经调整的 EBITDA	41.59	63.65	71.38	--
利润率				

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年以来公司关联方往来款余额大幅减少，资产和负债规模有所下降；资本结构进一步优化，财务杠杆处于较低水平

2020年以来公司资产规模有所下降。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%，2020年以来投资性房地产受已投运投资性房地产价值重估的影响较小，规模较为稳定。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，存货规模变化不大，截至2020年末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²，截至2020年末其他应收款同比减少42.07%，主要由于关联往来款收回所致。

2020年末公司负债规模有较大幅度降低，存续负债中有息债务、应付账款和其他应付款占比较高。公司应付账款以应付地价款、应付工程款为主，受应付地价款减少影响，2020年末应付账款规模有所下降。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，随着公司归还大悦城地产有限公司等关联方拆借款，截至2020年末其他

²根据大悦城控股集团股份有限公司的资金管理要求，公司将资金归集至资金池大悦城商业管理（北京）有限公司、大悦城商业管

理（天津）有限公司。应付款同比下降49.20%。此外，公司预收款项以预收租金和预收房款为主，受出租率下降影响，2020年末公司预收款项有所减少。

所有者权益方面，2020年，公司新发行15亿元永续中票，使得年末其他权益工具规模上升，进而带动所有者权益稳步增长。财务杠杆方面，由于负债下降的同时所有者权益上升，2020年末公司资产负债率、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，2020年末总资本化比率为35.06%，仍处于行业较低水平。

表 6：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	9.32	11.06	4.95	5.08
存货	53.04	55.37	57.62	56.82
其他应收款	42.52	46.73	27.07	29.15
长期股权投资	16.30	17.00	17.66	17.85
投资性房地产	278.44	281.62	281.55	281.59
总资产	411.12	422.98	399.09	400.45
预收款项	1.43	2.09	1.68	1.67
应付账款	21.69	18.61	14.62	13.13
其他应付款	27.21	29.27	14.87	13.45
总负债	199.65	196.03	158.36	157.54
其他权益工具	25.68	28.68	43.68	43.68
所有者权益	211.47	226.95	240.74	242.90
资产负债率	48.56	46.35	39.68	39.34
总资本化比率	35.55	32.93	26.39	26.47
净负债率	50.75	44.22	33.79	33.90

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

2020年，受关联方往来资金流入影响，公司经营活净现金流大幅上升；公司债务规模下降，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较高的现金流入；受房地产可售项目逐步清盘影响，由于当期收到的关联方往来款增加，2020年经营活动净现金流大幅上升。筹资活动方面，由于公司分配股利、归还关联方借款及偿还债务的金额较大，筹资活动现金流净流出26.27亿元。2021年1~3月，

理（天津）有限公司。

公司经营活动净现金流同比有所下降，主要受公司资金向关联方归集的影响。

债务方面，2020年以来，受关联方往来资金回流、债务融资需求下降的影响，公司债务规模明显下降。从债务结构来看，公司债务中长期债务占比较高，截至2020年末长期债务占比为87.92%，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，随着公司短期借款到期偿还，2020年末已无短期借款。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，2020年整体融资成本为4.05%。

从偿债指标来看，2020年公司经营活动净现金流呈大幅流入态势，对债务本息的覆盖能力有所增强。受营业收入规模下降影响，2020年公司剔除公允价值变动损益后的EBITDA有所下降，但得益于总债务水平的降低，其对债务本息的覆盖能力小幅上升。短期偿债能力方面，2020年末公司货币资金保有量降低，对短期债务的覆盖能力随之下降。

表7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	8.54	7.94	23.32	1.75
投资活动净现金流	-5.24	-2.86	-3.12	-0.28
筹资活动净现金流	-12.14	-3.38	-26.27	-1.33
总债务	116.63	111.41	86.29	87.43
短期债务	25.93	17.94	10.42	10.76
EBITDA	23.66	19.97	15.09	--
经调整的 EBITDA (剔除公允价值变动损益)	17.96	17.43	15.39	--
货币资金/短期债务	0.59	0.62	0.47	0.47
经营活动净现金流/利息支出	1.80	1.41	5.01	--
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.07	0.27	0.08*
经调整的 EBITDA 利息保障倍数	3.78	3.09	3.31	--
总债务/经调整的 EBITDA	6.49	6.39	5.61	--

注：因缺乏相关数据，2021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

公司财务弹性较好，无或有事项风险

银企关系方面，公司与多家银行保持良好关系，截至2021年3月末公司获得授信总额101.33亿元，其中未使用授信额度为40.5亿元。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2021年3月末，公司受限资产总计172.82亿元，占当期总资产的43.16%。

或有事项方面，截至2021年3月末，公司对按揭客户的阶段性担保为4.76亿元，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，2017~2021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13家上市公司，其中包括中国食品(00506.HK)、中粮包装(00906.HK)、蒙牛乳业(02319.HK)、大悦城地产(00207.HK)、中粮家佳康(01610.HK)、福田实业(00420.HK)、雅士利国际(01230.HK)、现代牧业(01117.HK)八家香港上市公司，以及中粮科技(000930.SZ)、中粮糖业(600737.SH)、大悦城控股(000031.SZ)、酒鬼酒(000799.SZ)、

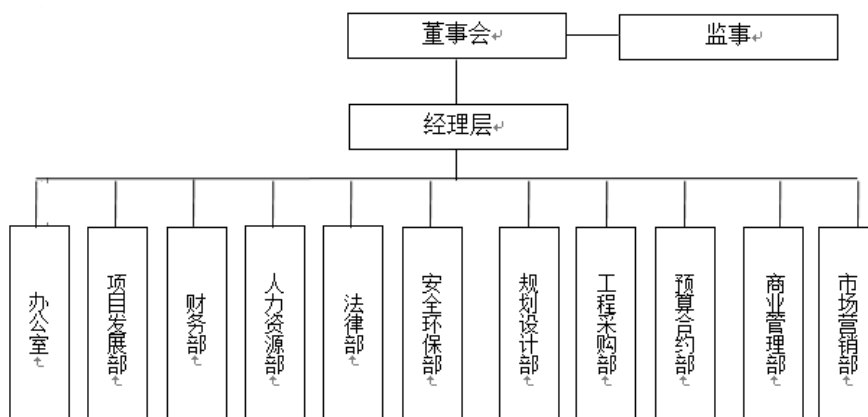
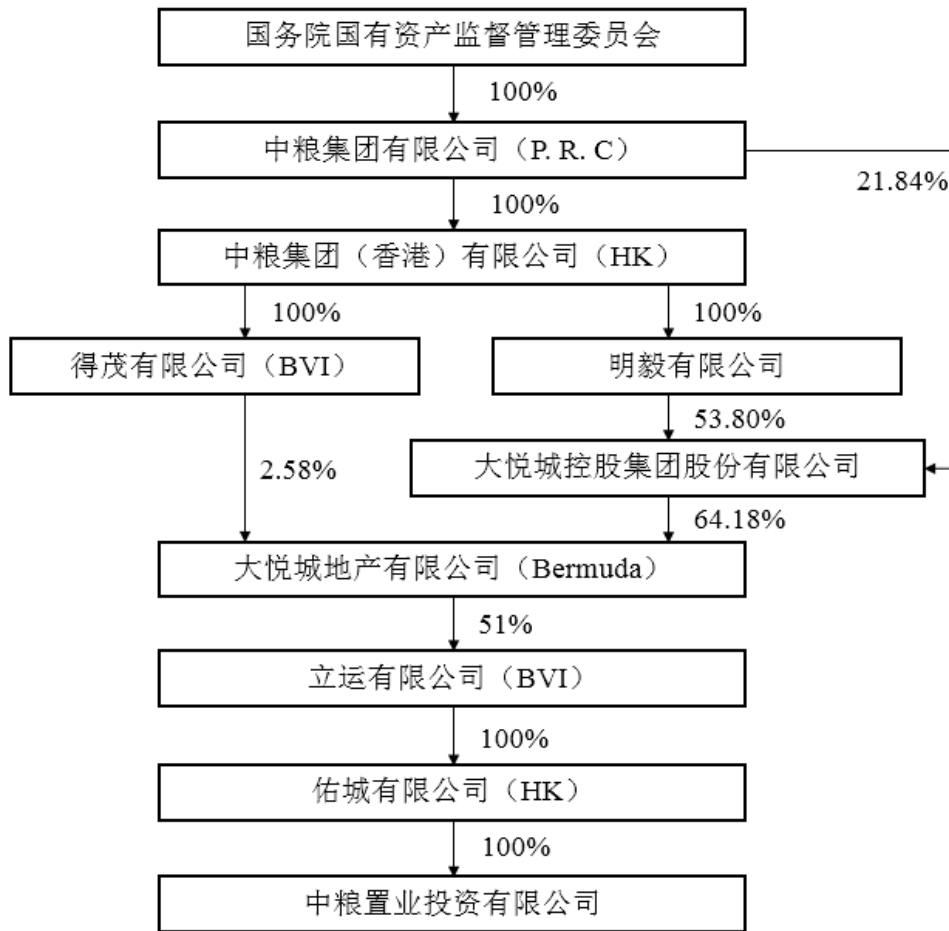
中粮资本（002423.SZ）等五家内地公司。

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，2020年实现投资物业租金及相关服务收入35.87亿元；大悦城地产旗下共10家大悦城购物中心，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70.89%。

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“19 中粮置业 MTN001”、“20 中粮置业 MTN001”、“19 中粮 01”、“19 中粮 02”、“20 中粮 01”、“20 中粮 02”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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	93,213.27	110,617.65	49,461.09	50,791.35
其他应收款	425,185.06	467,279.90	270,707.99	291,520.07
存货净额	530,357.07	553,661.71	576,203.17	568,213.22
长期投资	162,954.32	169,994.12	176,596.26	178,470.64
固定资产	51,613.98	50,194.65	49,161.56	48,437.42
在建工程	458.68	0.00	0.00	0.00
无形资产	16,555.42	17,353.75	16,751.24	15,763.19
投资性房地产	2,784,400.00	2,816,200.00	2,815,500.00	2,815,915.43
总资产	4,111,228.39	4,229,796.89	3,990,947.58	4,004,489.76
预收款项	14,331.07	20,852.20	16,794.84	16,670.97
其他应付款	272,084.08	292,722.49	148,723.15	134,513.17
短期债务	259,320.00	179,361.43	104,240.31	107,579.59
长期债务	907,004.69	934,755.83	758,704.70	766,712.92
总债务	1,166,324.69	1,114,117.26	862,945.01	874,292.50
净债务	1,073,111.41	1,003,499.61	813,483.92	823,501.16
总负债	1,996,546.07	1,960,346.15	1,583,588.10	1,575,444.21
费用化利息支出	31,486.77	47,990.29	38,398.44	--
资本化利息支出	15,959.33	8,476.63	8,104.64	--
所有者权益合计	2,114,682.31	2,269,450.74	2,407,359.49	2,429,045.55
营业总收入	431,823.28	273,848.47	215,544.77	71,905.63
经营性业务利润	141,542.98	114,336.31	100,508.62	36,104.31
投资收益	6,309.58	7,039.80	6,602.14	1,874.38
净利润	149,399.68	105,866.47	77,347.09	27,914.29
EBIT	233,965.90	195,216.93	146,398.10	--
EBITDA	236,555.58	199,696.07	150,873.04	--
经调整 EBITDA	179,582.57	174,296.10	153,853.67	--
经营活动产生现金净流量	85,445.60	79,445.41	233,166.45	17,455.96
投资活动产生现金净流量	-52,404.02	-28,628.54	-31,245.01	-2,781.75
筹资活动产生现金净流量	-121,395.76	-33,788.13	-262,702.36	-13,343.96
资本支出	62,491.87	28,628.37	31,251.54	2,781.75
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	63.59	86.25	91.11	78.72
期间费用率(%)	18.05	34.24	34.59	20.33
EBITDA 利润率(%)	54.78	72.92	70.00	--
经调整 EBITDA 利润率(%)	41.59	63.65	71.38	--
总资产收益率(%)	5.73	4.68	3.56	--
存货周转率(X)	0.27	0.07	0.03	0.11*
资产负债率(%)	48.56	46.35	39.68	39.34
总资本化比率(%)	35.55	32.93	26.39	26.47
净负债率(%)	50.75	44.22	33.79	33.90
短期债务/总债务(%)	22.23	16.10	12.08	12.30
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.07	0.27	0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.33	0.44	2.24	0.65*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.80	1.41	5.01	--
总债务/EBITDA(X)	4.93	5.58	5.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.91	1.11	1.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.99	3.54	3.24	--
总债务/经调整 EBITDA(X)	6.49	6.39	5.61	--
经调整 EBITDA/短期债务(X)	0.69	0.97	1.48	--
经调整 EBITDA 利息保障倍数(X)	3.78	3.09	3.31	--

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 2019~2020 年末其他应付款中有息债务调整至短期债务；2021 年一季报未经审计；由于缺乏相关数据，2021 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
盈利能力	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)/营业总收入
	经营性业务利润	=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-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
	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/营业总收入	
现金流	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。