

中粮置业投资有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 1478 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”、“22 中粮 01”、“22 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

二零二二年六月二十七日

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“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”、“22 中粮 01”、“22 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保持在较低水平等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信国际关注到上海静安大悦城业绩不达预期、受限资产比例较高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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	422.98	399.09	408.00	420.37
所有者权益合计（亿元）	226.95	240.74	244.85	247.07
总负债（亿元）	196.03	158.36	163.16	173.30
总债务（亿元）	111.41	86.29	81.77	73.42
营业总收入（亿元）	27.38	21.55	27.66	6.41
净利润（亿元）	10.59	7.73	10.30	2.84
EBITDA（亿元）	19.97	15.09	17.31	--
经营活动净现金流（亿元）	7.94	23.32	15.69	23.66
营业毛利率(%)	86.25	91.11	82.64	92.95
总资产收益率(%)	4.68	3.56	4.19	--
资产负债率(%)	46.35	39.68	39.99	41.23
总资本化比率(%)	32.93	26.39	25.04	22.91
总债务/EBITDA(X)	5.58	5.72	4.72	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.54	3.24	4.90	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 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)	408.00	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(%)*	68.86	8
	项目运营能力	10	10
财务政策与偿债能力(40%)	总资本化比率(%)	25.04	10
	经调整的 EBITDA 利息倍数(X)	3.35	7
	总债务/经调整的 EBITDA(X)	4.13	8
	受限资产比例	7	7
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 2019 年~2021 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。

■ **债务和财务杠杆保持在较低水平。**2021 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，财务杠杆保持在较低水平。

关注

■ **上海静安大悦城业绩不达预期。**2021 年上海静安大悦城出租率及销售额虽同比略有回升，但仍未恢复至疫情前水平，且 2022 年以来仍受一定疫情扰动影响，中诚信国际将对该商业物业的盈利性保持关注。

■ **受限资产比例较高。**截至 2021 年末，公司受限资产总计 239.71 亿元，占当期总资产的 58.75%。

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	20 中粮置业 MTN001 (AAA) 19 中粮置业 MTN001 (AAA)	2021/06/25	田梓慧、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

2021 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	33.28	1,310.20	34.58	40.19	42.36	2.8
中粮置业	21.39	408.00	58.75	25.04	62.93	4.93

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	2021/06/25	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	2021/06/25	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	2021/06/25	16.60	1.69	2019/1/9~2025/1/9 (3+3)	回售、票面利率选择权
19 中粮 02	AAA	AAA	2021/06/25	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	2021/06/25	9.00	9.00	2020/3/27~2023/3/27	--
20 中粮 02	AAA	AAA	2021/06/25	6.00	6.00	2020/3/27~2025/3/27	--
22 中粮 01	AAA	AAA	2022/01/06	10.00	10.00	2022/1/19~2027/1/19 (3+2)	回售、票面利率选择权
22 中粮 02	AAA	AAA	2022/01/06	5.00	5.00	2022/1/19~2029/1/19 (5+2)	回售、票面利率选择权

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”），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。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 2021 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用。

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”），品种一 3 年期；品种二 5 年期。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 2021 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用。

中粮置业投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）分为两个品种（品种一债券简称“22 中粮 01”、债券代码“149782”；品种二债券简称“22 中粮 02”、债券代码“149783”），品种一 5 年期；品种二 7 年期。本期债券于 2022 年 1 月 19 日起息，品种一发行规模 10 亿元，票面利率 3.08%；品种二发行规模 5 亿元，票面利率 3.49%。截至 2021 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:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，

总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活

动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非正规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

近年来，商业地产投资规模整体放缓，供需结构仍处于失衡状态；租赁市场有所改善，但疫情扰动带

来不确定性增加

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，2017 年以来商业营业用房投资连续五年呈逐年下滑态势，2021 年同比下降 4.83%；办公楼投资近年来呈波动态势，2021 年同比下降 8.01%。总体来看，商业地产存在供给过剩压力，投资整体放缓。

图 4：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

2021 年随着疫情的有效防控和宏观经济持续稳定的恢复，全年多个城市的净吸纳量突破历史新高，其中北京净吸纳量达到五年来最高值为 83.9 万平方米，上海则超过 140 万平方米。从空置率情况来看，根据戴德梁行统计，2021 年北京、上海、广州和深圳四个一线城市核心商圈空置率均有所下降，分别为 9.8%、9.9%、7.6% 和 18.8%；二线城市中成都、杭州和苏州空置率较低，分别为 12.8%、15.7% 和 16.0%。虽然吸纳量和空置率指标均有一定程度改善，但新增供应项目不断入市导致甲级写字楼核心市场仍处于供过于求的状态，租金表现持续承压。根据戴德梁行数据，21 个城市（含香港、台北）核心商圈甲级写字楼单位租金录得 16.01 元/平方米/月，同比下降 2.2%。

线下零售行业方面，2021 年疫情防控进入常态化阶段，随着统筹疫情防控和经济社会发展，购物中心客流逐渐回升，市场呈现修复趋势；但 2022 年以来，四大一线城市均因疫情反复施行阶段性封控，消费受到较大影响。从租金水平来看，根据全国 15 个重点城市典型购物中心商铺样本调查数据，2021

年下半年，样本购物中心平均租金为 26.93 元/平方米/天，环比上涨 0.32%，涨幅与上半年基本持平；一线城市和二线城市中分别有 70.4% 和 58.8% 的商圈租金环比实现上涨。2022 年以来疫情反复形势呈现不确定性，防控措施持续时间长、力度大，预计空置率和租金将受到负面影响。

中诚信国际认为，2021 年以来商业地产市场虽有回暖，但疫情的不断反复致使线下消费需求疲弱，偶发性疫情导致的大范围封控式管理正对原有的市场秩序形成冲击，且存量商业物业市场处于供需失衡状态，未来市场需求恢复情况仍需观察。

公司法人治理结构完善，内部控制制度体系较健全；公司不设股东会，股东独立行使全部表决权

公司设董事会，由 3 名董事组成，全部由股东委派，其中董事长 1 名，董事每届任期 3 年，可以连任。同时，公司设监事 1 名，由股东委派，任期三年。公司在董事会下设管理层，包括总经理 1 名，财务负责人 1 名，由董事会决定聘任，经理层主管公司日常运营工作的管理，并对董事会负责。

公司形成了比较健全、有效的内部控制和管理制度。在资金管理、预算管理、投资管理、对外担保以及关联交易等方面设立了相应制度，现有的内部控制制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。跟踪期内，公司治理结构和内控体系未发生重大变化。

2021 年公司商业项目租金收入明显提升，整体出租率保持在很高水平；需关注 2022 年以来疫情反复及租金减免对公司租金收入的影响

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，2021 年其实现投资

物业租金及相关服务收入 40.56 亿元，同比增长 13.07%；购物中心实现租金收入 27.66 亿元，同比增长 16.16%。

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，2021 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 70.93%。

2021 年以来，随疫情防控形势向好，公司商业地产运营平稳恢复，出租率及租金收入均有提升。2021 年公司四家大悦城商场共计实现租金收入 19.56 亿元，较 2020 年增长 15.88%。

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，坪效处于全国中端商场前列。2021 年，西单大悦城单位租金为 33.08 元/天/平方米，同比小幅提升，租金收入亦实现良好增长；2021 年朝阳大悦城和天津大悦城运营情况良好，租金收入分别同比增长 21.44% 和 16.88%，已超过疫情前水平，朝阳大悦城成为公司年租金收入最高的购物中心。受地理位置和周边环境影响，上海静安大悦城单位租金处于较低水平，2021 年租金收入虽同比有所回升，但仍未恢复至疫情前水平。出租率方面，2021 年疫情影响减弱，四家大悦城出租率水平均同比提升，整体出租率保持在很高水平，但上海静安大悦城出租率仍有待提升。销售额方面，四家大悦城 2021 年均实现销售额同比增长。2022 年一季度，公司租金收入延续增长态势，但多地疫情反复对公司经营带来一定阻力。2022 年，为响应国家政策，公司将对部分小微企业和个体工商户进行租金减免，中诚信国际将关注其对公司全年租金收入的影响。

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	2021 年末 可出租面积	租金收入				出租率				单位租金
		2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	2021
西单大悦城	5.3	7.03	5.72	6.40	1.60	99%	97%	97%	96%	33.08
朝阳大悦城	12.8	6.71	5.55	6.74	1.72	98%	97%	98%	98%	14.43
天津大悦城	8.8	4.38	3.97	4.64	1.03	98%	97%	98%	98%	14.45

上海静安大悦城	6.7	2.42	1.64	1.84	0.54	96%	86%	89%	93%	7.52
合计	33.6	20.54	16.88	19.62	4.89	98%	95%	96%	96%	15.95

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			
	2019	2020	2021	2022.1~3
西单大悦城	40.50	29.50	38.01	10.15
朝阳大悦城	44.00	30.64	43.77	11.22
上海静安大悦城	15.46	8.43	10.32	2.20
天津大悦城	30.87	24.65	35.17	7.56
合计	130.83	93.22	127.27	31.13

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，2021 年租金收入 1.77 亿元，同比增长 8.69%，平均出租率 93%。

在建项目方面，2021 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，包括办公楼 9.38 万平方米，商业街 2.05 万平方米。

表 3：2021 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	18.71	2017.12	2022.12	66.87	63.34

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，拥有客房数量 347 间。2021 年公司酒店业务收入为 0.63 亿元，同比增长 53.65%。

商业地产股权投资方面，2021 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。2021 年中粮广场实现租金收入 2.93 亿元，出租率约为 88%，同比变化不大。

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

2019~2021 年审计报告以及公司提供未经审计的 2022 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，将各期期末其他应付款中有息债务调整至短期债务。

2021 年公司收入及盈利水平随疫情防控形势向好有所好转，盈利能力较为稳定

2021 年随疫情防控形势好转，公司所持有商业物业盈利情况向好，实现投资物业及相关服务收入 23.97 亿元，同比增长 18.43%；同期因结算上海静安大悦城·天悦壹号尾盘，公司实现房地产销售收入 2.58 亿元，对营业收入形成补充，带动全年营业收入同比增长 28.31%。2022 年一季度，投资物业收入保持同比增长态势。

毛利率方面，2021 年公司投资物业毛利率保持在很高水平，是公司毛利润的最主要来源。同期，房地产开发尾盘项目结算导致营业毛利率整体有

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。

所下滑。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
投资物业租金及相关收入	23.38	20.24	23.97	6.09
房地产销售	2.03	0.01	2.58	-
酒店公寓	0.58	0.41	0.63	0.14
其他	1.40	0.90	0.46	0.18
合计	27.38	21.55	27.65	6.41
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
投资物业租金及相关收入	90.68	94.30	93.56	96.00
房地产销售	45.74	-1,098.78	-9.49	-
酒店公寓	78.03	27.20	88.45	50.00
其他	74.31	27.74	24.20	35.00
营业毛利率	86.25	91.11	82.64	93.00

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，公司销售费用有所下降；公司财务费用随着债务总额逐步降低同比减少。得益于期间费用规模下降和营业收入的增加，当期期间费用率同比显著优化。

2021 年公司利润总额主要由经营性业务利润构成，得益于投资物业运营情况向好，公司经营性业务利润同比大幅上升。2021 年公司实现投资收益 0.67 亿元，合联营企业所带来的投资收益对公司利润形成一定补充。在经营性业务利润增长带动下，2021 年公司利润总额同比增长 32.13%，在 2022 年一季度亦保持增长态势。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	2.20	1.58	1.53	0.34
管理费用（含研发费用）	2.55	2.18	2.43	0.58
财务费用	4.63	3.70	2.52	0.72
期间费用合计	9.38	7.45	6.48	1.63
期间费用率(%)	34.24	34.59	23.43	25.50
经营性业务利润	11.43	10.05	13.74	3.64
公允价值变动收益	2.54	-0.30	-0.10	-
投资收益	0.70	0.66	0.67	0.18
利润总额	14.72	10.80	14.27	3.83
净利润	10.59	7.73	10.30	2.84
净利润率(%)	38.66	35.88	37.24	44.33
经调整的 EBITDA	63.65	71.38	62.93	--

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

利润率

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产负债规模同步增长，财务杠杆处于较低水平

2021 年以来公司资产规模有所上升。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 65%。2021 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 2021 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²，2021 年以来变动不大。

2021 年末公司负债规模呈上升态势，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，2021 年末同比上升。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，2021 年末同比保持稳定。此外，公司预收款项以预收租金和预收房款为主，2021 年末公司预收款项规模因存量销售型项目对外出售而显著增高。

2021 年以来公司所有者权益随利润累积稳步增长。财务杠杆方面，2021 年末公司资产负债率、总资本化比率及净负债率均同比变化不大，若将其其他权益工具调整为债务，2021 年末总资本化比率为 33.86%，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、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	11.06	4.95	6.14	19.32
存货	55.37	57.62	63.12	63.16
其他应收款	46.73	27.07	29.05	28.22
长期股权投资	17.00	17.66	18.33	18.52
投资性房地产	281.62	281.55	281.71	281.72
总资产	422.98	399.09	408.00	420.37
预收款项	2.09	1.68	5.16	8.04
应付账款	18.61	14.62	18.87	17.09

理（天津）有限公司。

其他应付款	29.27	14.87	15.15	31.24
总负债	196.03	158.36	163.16	173.30
其他权益工具	28.68	43.68	43.68	43.68
所有者权益	226.95	240.74	244.85	247.07
资产负债率	46.35	39.68	39.99	41.23
总资本化比率	32.93	26.39	25.04	22.91
净负债率	44.22	33.79	30.89	21.90

注：预收款项含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

商业物业运营良好为公司带来持续的现金流入；公司债务规模下降，债务构成合理，融资成本较低

商业物业良好的经营出租情况为公司带来持续的现金流入，2021年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长15.60%；受关联方往来款波动影响，2021年公司经营活动净现金流同比减少。公司筹资活动现金流近年来随公司融资需求收缩呈净流出态势，2021年以来流出幅度收窄。2022年1~3月，公司经营活动净现金流同比大幅增长。

债务方面，2021年以来公司债务规模总体呈下降态势，从债务结构来看，2021年末因部分长期债务临近到期，短期债务占比显著上升；2022年3月末随短期债务到期偿还，短期债务占比回落至11.85%，处于较低水平。从债务构成来看，截至2022年3月末，债券和银行借款占公司债务总额的比重分别为53%和31%，为公司的主要融资来源，2021年整体融资成本为4.07%。

从偿债指标来看，2021年公司经营活动净现金流入幅度收窄，对债务的覆盖能力有所减弱，受营业收入规模增长影响，2021年公司剔除公允价值变动损益后的EBITDA有所提升，其对债务本息的覆盖能力亦有增强。短期偿债能力方面，2021年末因短期债务规模占比升高，货币资金对短期债务的覆盖不足，2022年一季度末其覆盖能力随货币资金保有量升高而显著增强。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	7.94	23.32	15.69	23.66
投资活动净现金流	-2.86	-3.12	-0.88	-0.21
筹资活动净现金流	-3.38	-26.27	-14.08	-10.27

总债务	111.41	86.29	81.77	73.42
短期债务	17.94	10.42	25.88	4.16
EBITDA	19.97	15.09	17.31	
经调整的 EBITDA (剔除公允价值变动 损益)	17.43	15.39	17.41	--
货币资金/短期债务	0.62	0.47	0.24	4.64
经营活动净现金流/利息支出	1.41	5.01	2.65	--
经营活动净现金流/总 债务	0.07	0.27	0.19	1.29*
经调整的 EBITDA 利 息保障倍数	3.09	3.31	4.93	--
总债务/经调整的 EBITDA	6.39	5.61	4.70	--

注：因缺乏相关数据，2022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年末公司获得授信总额105.41亿元，其中未使用授信额度43.54亿元。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。截至2021年末，公司主要受限资产包括投资性房地产166.49亿元、存货50.52亿元等，受限资产总计239.71亿元，占当期总资产的58.75%。

或有事项方面，截至2021年末，公司对按揭客户的阶段性担保为2.58亿元，对联营企业的担保为0.8亿元。

重大诉讼方面，截至2021年末，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，2017~2022年6月20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

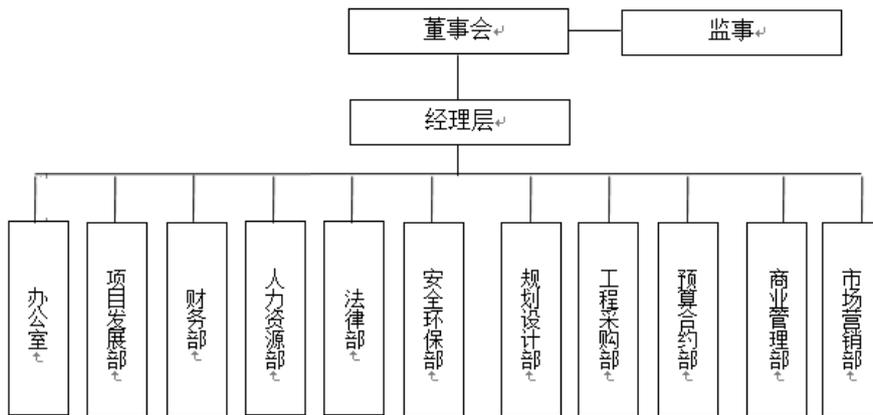
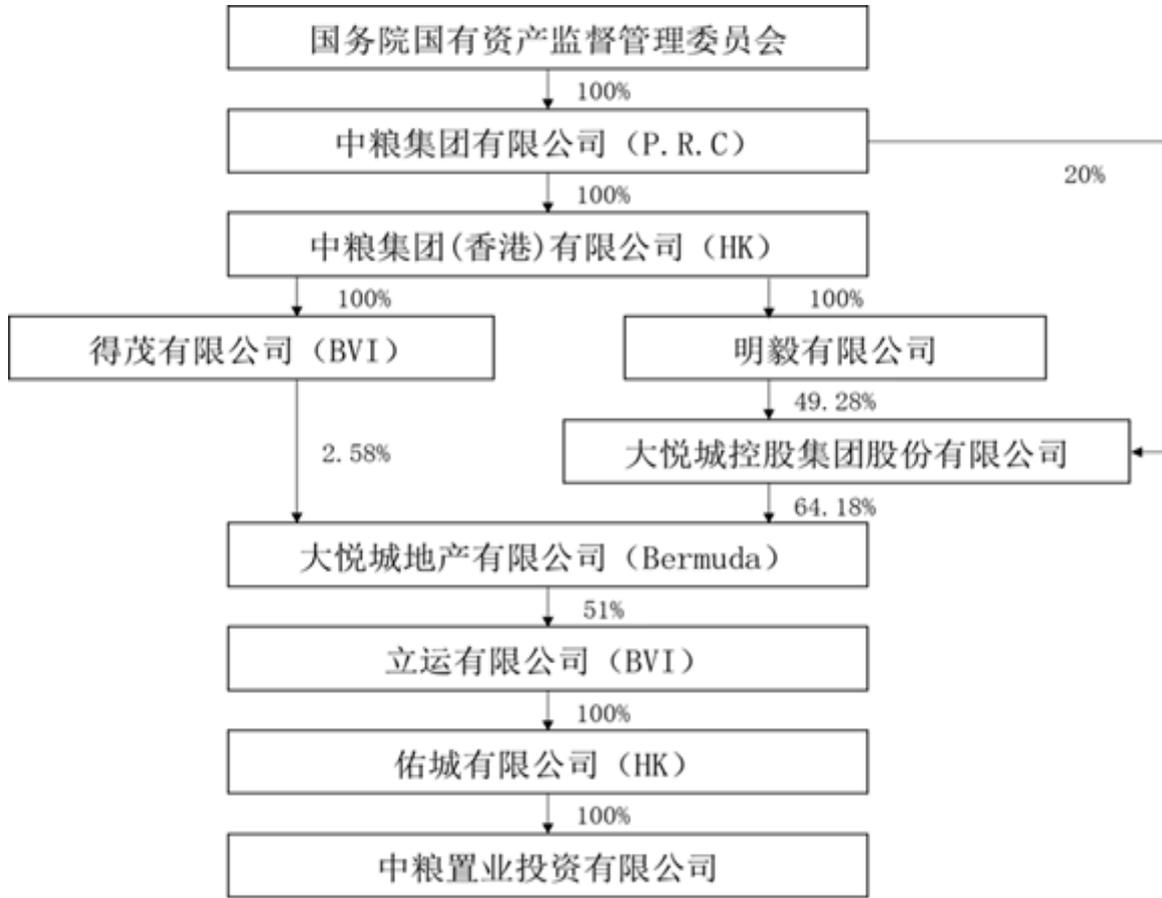
公司实际控制人中粮集团成立于 1994 年，是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一。经过多年的发展，中粮集团已从最初的粮油食品贸易公司逐步发展成为中国农产品和食品领域领先的多元化产品和服务供应商，旗下拥有 13 家上市公司，其中包括中国食品（00506.HK）、中粮包装（00906.HK）、蒙牛乳业（02319.HK）、大悦城地产（00207.HK）、中粮家佳康（01610.HK）、福田实业（00420.HK）、雅士利国际（01230.HK）、现代牧业（01117.HK）八家香港上市公司，以及中粮科技（000930.SZ）、中粮糖业（600737.SH）、大悦城控股（000031.SZ）、酒鬼酒（000799.SZ）、中粮资本（002423.SZ）等五家内地公司。

大悦城地产为中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台公司，2022 年实现投资物业租金及相关服务收入 40.56 亿元，公司租金收入占大悦城地产租金收入比例为 55.60%。公司作为大悦城地产境内的最主要投资运营平台，具有重要的定位。

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”、“22 中粮 01”、“22 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 2022 年 5 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	110,617.65	49,461.09	61,405.81	193,206.22
其他应收款	467,279.90	270,707.99	290,548.29	282,157.83
存货净额	553,661.71	576,203.17	631,189.65	631,579.66
长期投资	169,994.12	176,596.26	183,327.45	185,158.73
固定资产	50,194.65	49,161.56	46,541.22	46,775.04
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	17,353.75	16,751.24	15,673.91	14,070.52
投资性房地产	2,816,200.00	2,815,500.00	2,817,100.00	2,817,219.92
总资产	4,229,796.89	3,990,947.58	4,080,022.06	4,203,675.93
预收款项	20,852.20	16,794.84	51,621.75	80,353.45
其他应付款	292,722.49	148,723.15	151,488.40	312,427.83
短期债务	179,361.43	104,240.31	258,813.12	41,616.70
长期债务	934,755.83	758,704.70	558,899.13	692,595.87
总债务	1,114,117.26	862,945.01	817,712.25	734,212.57
净债务	1,003,499.61	813,483.92	756,306.44	541,006.35
总负债	1,960,346.15	1,583,588.10	1,631,564.52	1,732,988.78
费用化利息支出	47,990.29	38,398.44	26,400.82	--
资本化利息支出	8,476.63	8,104.64	8,894.25	--
所有者权益合计	2,269,450.74	2,407,359.49	2,448,457.54	2,470,687.14
营业总收入	273,848.47	215,544.77	276,579.51	64,081.04
经营性业务利润	114,336.31	100,508.62	137,363.20	36,365.40
投资收益	7,039.80	6,602.14	6,731.19	1,831.28
净利润	105,866.47	77,347.09	103,006.93	28,410.12
EBIT	195,216.93	146,398.10	169,062.37	--
EBITDA	199,696.07	150,873.04	173,091.19	--
经调整 EBITDA	174,296.10	153,853.67	174,053.51	45,795.77
经营活动产生现金净流量	79,445.41	233,166.45	156,925.56	236,584.55
投资活动产生现金净流量	-28,628.54	-31,245.01	-8,811.53	-2,070.09
筹资活动产生现金净流量	-33,788.13	-262,702.36	-140,832.58	-102,714.05
资本支出	28,628.37	31,251.54	8,812.26	2,070.09
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	86.25	91.11	82.64	92.95
期间费用率(%)	34.24	34.59	23.43	25.50
EBITDA 利润率(%)	72.92	70.00	62.58	--
经调整 EBITDA 利润率(%)	63.65	71.38	62.93	--
总资产收益率(%)	4.68	3.56	4.19	--
存货周转率(X)	0.07	0.03	0.08	0.03*
资产负债率(%)	46.35	39.68	39.99	41.23
总资本化比率(%)	32.93	26.39	25.04	22.91
净负债率(%)	44.22	33.79	30.89	21.90
短期债务/总债务(%)	16.10	12.08	31.65	5.67
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.27	0.19	1.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.44	2.24	0.61	22.74*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.41	5.01	4.45	--
总债务/EBITDA(X)	5.58	5.72	4.72	--
EBITDA/短期债务(X)	1.11	1.45	0.67	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.54	3.24	4.90	--
总债务/经调整 EBITDA(X)	6.39	5.61	4.70	--
经调整 EBITDA/短期债务(X)	0.97	1.48	0.67	--
经调整 EBITDA 利息保障倍数(X)	3.09	3.31	4.93	--

注：2022 年一季报未经审计；为计算公司的有息债务，中诚信国际将其他应付款中有息债务调整至短期债务；由于缺乏相关数据，2022 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。