



大悦城控股集团股份有限公司2024年度第 三期中期票据信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

大悦城控股集团股份有限公司2024年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	品种一 AAA
	品种二 AAA
评级日期	2024-10-14

债券概况

发行规模：不超过 15 亿元（含），其中品种一不超过 7.5 亿元（含），品种二不超过 7.5 亿元（含），两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制

发行期限：品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

发行目的：项目建设、偿还存量债务

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉
liyil@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”或“公司”，股票代码：000031.SZ）是中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）旗下唯一的综合地产开发平台，具有强有力的股东支持。公司以“开发+运营”双轮驱动，具备较强的规模优势，项目资产优质，形成很强的综合竞争力和品牌影响力。同时中证鹏元也关注到，受房地产行业下行影响，公司销售规模有所下滑，主营业务盈利能力趋弱，资产计提较大规模减值；公司合作开发项目较多，对合联营企业的投资持续亏损，对外担保存在一定的代偿风险；以及公司负债经营水平较高，开发项目建设面临一定的资金压力等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.6	2023	2022	2021
总资产	1,928.16	1,980.61	2,144.32	2,127.27
归母所有者权益	133.36	138.43	154.02	188.38
总债务	743.76	738.95	764.23	717.98
营业收入	160.82	367.83	395.79	426.14
投资净收益	0.61	45.87	-21.56	-14.35
净利润	0.38	1.21	-22.23	7.67
经营活动现金流净额	19.45	106.42	27.10	-84.64
销售毛利率	22.59%	26.47%	24.06%	27.44%
EBITDA 利润率	--	31.45%	11.73%	16.91%
总资产回报率	--	2.90%	1.03%	2.47%
剔除预收款项的资产负债率	72.22%	72.24%	74.13%	70.31%
净负债率	103.49%	99.21%	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18	1.91
总债务/总资本	62.31%	61.58%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	4.18%	23.27%	6.59%	-17.57%
速动比率	0.58	0.55	0.60	0.54
现金短期债务比	1.38	1.36	2.30	1.43

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司是中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。子公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）所开发、管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其投资持有的购物中心、写字楼等物业主要位于一线城市黄金地段，2023年公司商业地产及产业地产运营收入回升。
- **公司项目资源丰富且区域布局较好，可为公司业务开展提供有力支持。**截至2024年6月末，公司主要在售项目的待售面积合计769.23万平方米，主要位于一、二线城市，区域布局分散；公司土地储备剩余可开发计容建筑面积为963.67万平方米，土地储备可售货值约1,332亿元（不含一级开发旧改等土储项目），储备项目资源丰富，区域分布相对分散且主要位于风险相对较小的一线和二线城市。

关注

- **需关注公司销售情况。**受房地产市场环境波动影响，2023年公司全口径商品房签约销售面积和销售额分别为223.01万平方米和460.55亿元，同比分别下降1.92%和18.91%；2024年1-6月全口径销售额同比降低14.84%，未来需持续关注公司项目销售及回款情况。
- **需关注公司盈利能力波动。**受盈利空间收窄、资产跌价等因素影响，2022年以来公司归母净利润亏损，盈利表现承压。
- **公司负债经营水平偏高，仍面临一定的资金压力。**2024年6月末公司总债务规模为743.76亿元，净负债率增长至103.49%，整体负债经营水平仍偏高。公司在建项目规模较大，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。
- **合作开发项目增加，关注联营及合营项目的经营情况。**为分散风险和降低资金压力，近年来公司主要采用联合拿地策略，截至2024年6月末，少数股东权益占所有者权益的比重上升至占比70.36%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **需关注公司或有负债风险。**截至2024年6月末，公司对外担保余额合计37.63亿元，主要为对参股及合作开发公司的担保，对外担保规模较大，若被担保方经营状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。此外，公司合作开发项目数量较多，合作开发模式多样，可能存在一定的诉讼风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司项目区域布局较好，未来随着房地产项目销售及商业物业出租，公司营业收入和经营现金流具有较好保障。

同业比较（单位：亿元）

指标	金茂投资	大悦城	滨江集团	金融街
全口径合同销售金额	1,412.00	460.55	1,534.70	232.24
总资产	3,473.58	1,980.61	2,900.32	1,443.72
营业收入	640.66	367.83	704.43	125.71
净利润	-43.47	1.21	28.52	-21.57
销售毛利率(%)	10.75	26.47	16.76	7.34
剔除预收款项的资产负债率(%)	67.62	72.24	60.21	69.72
流动资产周转率(次)	0.25	0.24	0.28	0.13
总资产周转率(次)	0.19	0.18	0.25	0.08

注：上表数据均为2023年数据。

资料来源：各公司2023年年报，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产开发企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	7/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	7/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		7/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

- 公司为中粮集团的重要子公司，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为中粮集团作为以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，具有很强的业务实力及财务实力，其提供支持的能力极强。

一、发行主体概况

公司原名为“宝安县城建设公司”，系1983年2月成立的县属地方国营企业；1993年公司完成改制并在深圳交易所挂牌上市，更名为“深圳宝恒（集团）股份有限公司”（以下简称“深宝恒”）。2005年，原公司股东深圳市宝安区投资管理公司（以下简称“宝投资公司”，2017年更名为：深圳市宝安区投资管理集团有限公司）将其所持有的公司278,062,500股国家股转让给中粮集团，占总股本的59.63%，2006年公司更名为“中粮地产（集团）股份有限公司”。

2018年3月31日，公司披露重大资产重组预案，拟以发行股份的方式向Vibrant Oak Limited（以下简称“明毅”）收购大悦城地产91.34亿股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%）。2019年2月，该次重大资产重组的标的资产已登记至公司名下并完成过户，过户完成后大悦城地产纳入公司合并范围。重组完成后，公司成为中粮集团旗下融合住宅地产与商业地产一体化全业态房地产专业公司，2019年3月，公司更名为现名，证券简称由“中粮地产”变更为“大悦城”。

截至2024年6月末，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过全资子公司明毅间接持有公司49.28%股权，合计持有公司69.28%股权。公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，公司产权及控制结构关系如附录三所示。

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。截至2024年6月末，公司合并范围的子公司合计285户，其中一级子公司38家，具体见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：大悦城控股集团股份有限公司2024年度第三期中期票据（本文简称“本期债券”）；

发行规模：不超过15亿元（含），其中品种一不超过7.5亿元（含），品种二不超过7.5亿元（含），两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制；

债券期限和利率：品种一为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，品种二为5年期；

还本付息方式：按年付息，到期一次性还本。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过15亿元（含），用于项目建设和偿还存量债务。

募投项目均为公司开发的住宅项目，建设项目位于深圳市、昆明市、重庆市、西安市，所在城市能级较高，较大的人口基数及产业基础可为募投项目销售提供一定支撑。中证鹏元关注到，房地产行业仍

在探底，商品房销售去化难度加大，预售资金监管政策仍较为严格，募投项目销售进度存在不确定性，回款视项目所在区域政策存在一定差异，需关注项目去化及回款情况。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

2024年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

（二）行业环境

2024年政策转向全面宽松，中央层面从落实金融支持、压实保交楼等多角度稳定地产市场；地方层面调控政策进一步优化，调控政策陆续松绑

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023年7月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。金融政策方面，2024年1-7月，央行累计下调5年期以上LPR35个基点至3.85%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。住建部和金融监管总局要求各地级以上城市要建立融资协调机制，截至8月21日，商业银行已经审批白名单项目数量5,392个，审批通过融资金额近1.4万亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。2024年4月中共中央政治局会议对地产行业做出最新定调，提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月17日，央行表态设立3,000亿元保障性住房再贷款，激励21家全国性银

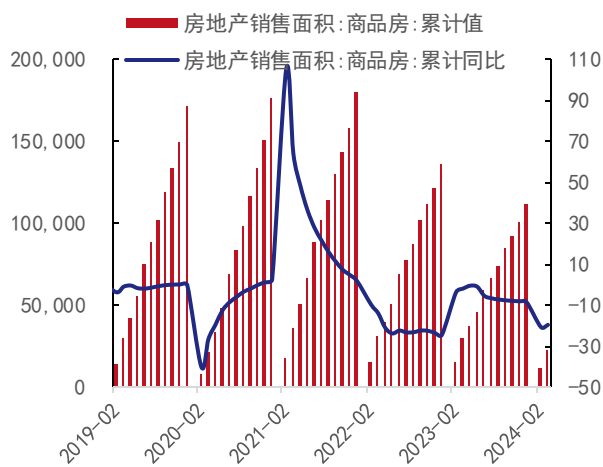
行，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房用作保障性住房。

2023年8月以来，各部门发文落实“认房不认贷”和调整优化信贷政策，最低首付比例调整为20%、二套首付比例调整为30%；央行、金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，多地下调首付比例和贷款利率下限。2024年5月，个人住房贷款政策进一步优化，包括首付比例降低（首套房降低至15%、二套降低至25%）、全国层面贷款利率下限取消、住房公积金贷款利率降低等。至此，个人住房贷款政策已放松到历史最低水平。地方政府亦积极响应号召，杭州、长沙、西安、成都等城市已全面放开限购，并解绑户籍政策。截至目前，二线城市已基本全面放开，在地产供求关系发生重大变化、人口加速老龄化的背景下，预计一线城市限购政策亦将逐步优化。

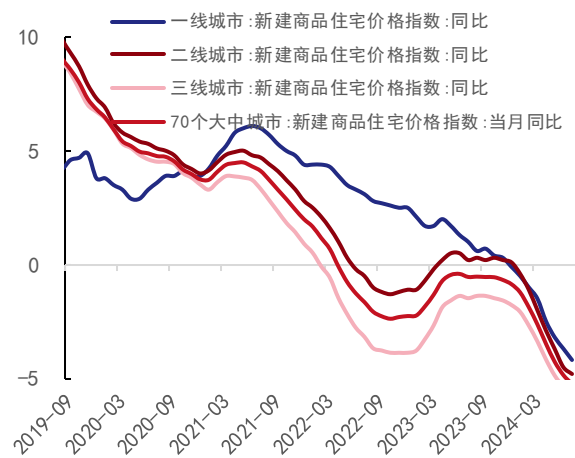
虽然政策端积极信号持续强化，但在地产行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用在边际递减，2024年商品房销售仍有下跌压力，全年销售规模同比继续下降，城市间分化进一步加深

2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。2024年1-7月，商品房销售金额累计同比下降24.3%，销售面积累计同比下降18.6%，需求信心仍然不足，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延。价格方面，2023年以来全年，各能级城市商品住宅销售价格总体延续下降态势。自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

图1 商品房销售再下台阶（单位：万平米、%）


资料来源：同花顺iFind，中证鹏元整理

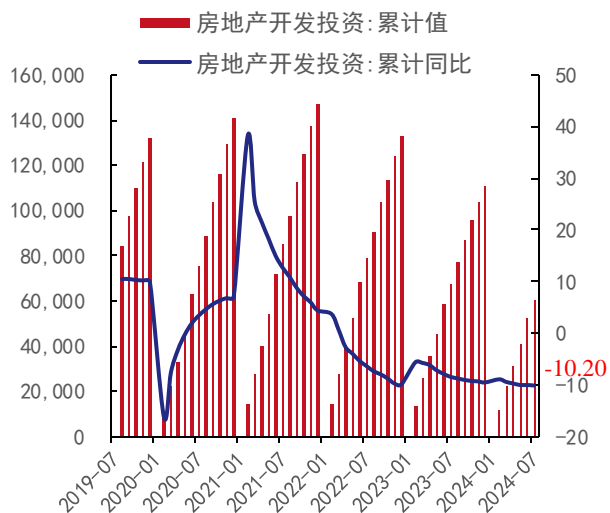
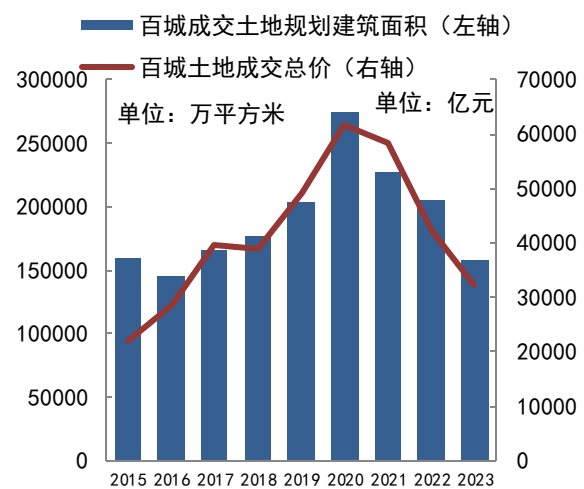
图2 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）


资料来源：同花顺iFind，中证鹏元整理

2024 年房地产投资增速下行压力仍然较大，在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡

在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023 年完成房地产开发投资额 11.09 万亿，同比降幅为 9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工 9.54 亿方，同比降低 20.40%。2024 年 1-7 月，地产开发投资同比下降 10.2%，新开工面积同比下降 23.3%，累计降幅持续扩大。销售端疲软情况下，房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，房地产投资增速下行压力仍然较大。

近年来土地市场持续冷清，供需两端均走弱，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023 年 100 城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降 23.18% 和 23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至 2016 年水平。土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023 年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部 2023 年 9 月底建议取消地价上限以来，多城已取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊。2024 年 1-7 月，TOP100 企业拿地总额 4,307.1 亿元，同比下降 38.0%，降幅继续扩大。在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

图3 房地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）

图4 土地市场冷清，百城土地成交持续下降


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

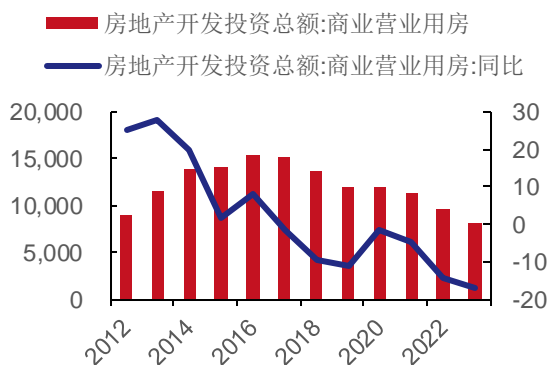
市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将对房企的运营管理能力提出更大挑战

自房地产行业发生信用危机以来，公开市场上的融资主体以经营稳健、具备股东背景优势的央、国企为主。凭借着资金优势，近年来央、国企逐步向核心城市扩张，对其销售业绩形成支撑。从当前的土拍市场结构来看，活跃的依然是头部央企及部分国企，根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企，未来房地产市场由央、国企占主导的格局仍将持续。当前的房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，从长期发展趋势来看，随着行业供求关系发生重大转变，房地产行业仍需探索和建立新的发展模式，而模式的转变也将对房地产企业运营和管理能力提出更高挑战和要求。

2023年商业地产供需双边仍缩量，零售物业表现强于办公物业，但租售需求内生动力仍不足，库存仍在高位，预计随着我国进一步扩大内需，核心城市零售物业租售有望受益

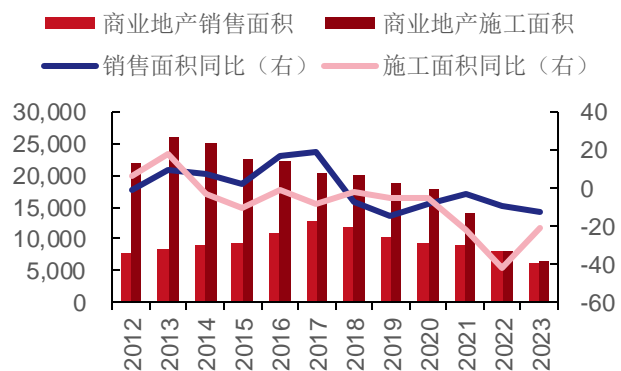
商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营业用房等。从需求端来看，2017年以来受宏观经济下行、电商行业快速发展分流实体商铺消费需求等因素影响，商业地产行业需求端整体有所收缩，商业地产销售面积同比增速持续降低。2023年商业地产销售面积为6,356万平方米，同比下滑12%。从供给端来看，我国商业地产投资增速自2014年以来大幅放缓，2023年全国完成商业地产开发投资8,054.83亿元，同比下降16.93%，开发投资额持续七年下滑。受投资增速持续下滑的影响，自2014年以来新开工面积亦呈下降趋势，2022年全国商业地产新开工面积6,458.64万平方米，同比下降20.40%。在行业深度调整背景下，目前商业地产供给端整体压力较大，截至2023年末，我国商业营业用房待售面积同比增长13.32%至14,231万平方米，行业整体库存规模依然较大。

图5 全国商业地产开发投资额情况（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

图6 全国商业地产新开工及销售情况（单位：万平方米、%）

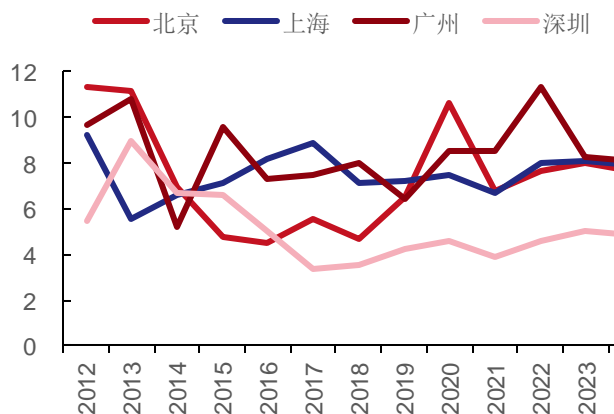


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

分类型来看，近年来优质零售物业出租情况整体好于写字楼。写字楼方面，截至 2023 年末，北京、上海、深圳及广州优质写字楼空置率平均水平为 20.15%，空置率高位增长，以杭州、成都、武汉、重庆等为代表的重点二线城市写字楼空置率亦处于较高水平。租金水平方面，截至 2023 年末，北京、上海、广州及深圳优质写字楼租金分别为 289.3 元/平方米/月、268.5 元/平方米/月、144.4 元/平方米/月及 176.1 元/平方米/月，一线城市写字楼平均租金较 2022 年末有所降低，其中北京市下降幅度相对较大。

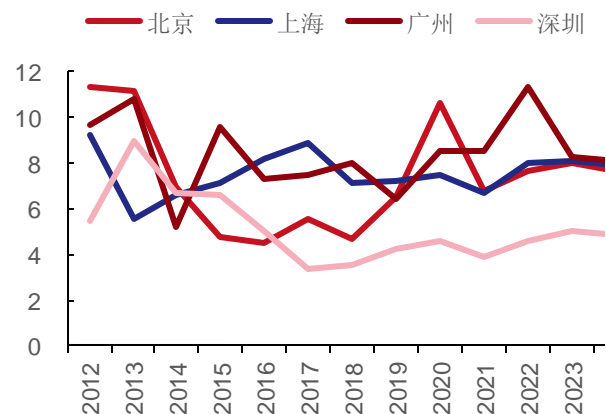
截至 2023 年末，北京、上海、深圳及广州优质零售物业空置率平均水平为 7.35%，较上年有所降低，其中深圳空置率维持较低水平。租金水平方面，截至 2023 年末，北京、上海、广州及深圳优质零售物业首层租金分别为 32.30 元/平方米/天、33.50 元/平方米/天、24.90 元/平方米/天及 19.20 元/平方米/天，一线城市优质零售物业首层平均租金较 2022 年末小幅下滑。2023 年零售行业景气度有所恢复，但消费增长内生动力仍不足，实体零售行业仍面临较大的经营压力，预计随着我国进一步扩大内需、宏观经济企稳，核心城市零售物业租售情况或进一步修复。

图7 我国一线城市优质零售物业空置率（单位：%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

图8 一线城市优质写字楼空置率（单位：%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在房地产开发和商业运营方面具备较强的规模优势和区位优势，项目资产优质，但存在一定的开发资金压力和去化压力；以大悦城为核心的商业物业运营具有很高的品牌知名度，可为公司提供稳定的现金流入。

公司坚持“开发+经营”双轮驱动模式，住宅地产领域重点打造壹号系和悦系两大产品系，商业地产领域以大悦城和大悦汇为标准产品线。受行业环境低迷影响，公司房地产开发规模、销售规模均延续下滑，短期内业绩仍承压。在此背景下，公司收储策略进一步收缩放缓，投资聚焦于高能级城市，坚持区域深耕战略。公司具备很高的品牌认知度，在手项目主要分布于一二线城市，城市能级较高，区域布局分散，融资渠道通畅，具备较强的抗风险能力。

公司拥有丰富的购物中心、酒店、办公楼等物业投资运营经验，自持物业资产优质，管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力及领先的招商运营能力，2023年大部分投资物业租金收入及出租率均有明显回升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年1-6月			2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品房销售及一级土地开发	124.40	77.35	13.66	290.44	78.96	19.56	335.02	84.65	20.40	356.3	83.61	22.04
投资物业及相关服务	26.03	16.19	61.91	53.93	14.66	61.24	43.37	10.96	52.95	50.48	11.84	64.05
酒店经营	4.68	2.91	38.36	9.70	2.64	35.27	5.54	1.40	14.21	7.66	1.80	32.60
管理输出	0.86	0.53	80.94	2.66	0.72	84.58	2.27	0.57	86.64	3.01	0.71	88.77
物业及其他管理	4.43	2.75	11.62	9.33	2.54	6.93	8.78	2.22	9.78	7.72	1.81	4.73
其他业务	0.42	0.26	51.03	1.77	0.48	67.36	0.81	0.20	35.71	0.97	0.23	52.96
合计	160.82	100.00	22.59	367.83	100.00	26.47	395.79	100.00	24.06	426.14	100.00	27.44

资料来源：公司 2021-2023 年年报及 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

受房地产市场走弱影响，公司销售额延续下降趋势，中短期业绩承压，但公司在售项目主要位于一二线城市，具备一定的区位优势且布局分散，未来业绩仍有一定弹性

公司房地产开发业务以住宅产品为主、商办为辅，深耕京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等主要城市群及周边辐射区域，2023年末业务布局覆盖全国38个城市，产品力和品牌力持续提升。近年来公司投资策略趋于谨慎，开工面积同比明显收缩，竣工仍维持一定强度。公司项目主要分布于一二线城市，结算均价较高，但受结算项目城市能级分布变化影响有所波动。受项目结算安排等影响，2023年公司销售型业务收入及毛利率小幅降低；截至2024年6月末，公司合同负债余额305.01亿元，需关注待结算资源对营业收入的保障程度。

表2 公司全口径房地产开发业务主要经营指标

指标名称	2024年 1-6月	2023年	2022年	2021年
新开工面积（万平方米）	--	97.62	240.62	405.99
竣工面积（万平方米）	87.82	359.04	351.96	447.16
结算面积（万平方米）	81.74	287.01	331.99	347.00
结算金额（亿元）	163.96	651.93	615.14	815.00
结算均价（元/平方米）	20,058.72	22,714.54	18,528.87	23,487.03
合同销售面积（万平方米）	85.00	223.01	227.37	287.03
合同销售金额（亿元）	218.00	460.55	567.92	727.12
销售均价（元/平方米）	25,647.06	20,651.44	24,977.79	25,333.00

注：全口径项目包含公司并表及全部权益持股项目。

资料来源：公司 2024 年半年度报告、公司提供，中证鹏元整理

销售方面，受行业环境变化影响，近年来公司全口径销售额有所下滑，受降价因素影响销售均价亦有波动。公司销售区域以京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群为主，区域布局较为分散，抵御单一市场波动能力尚可。具体来看，2022年受益于上海静安大悦城二期北商业项目（销售金额65.90亿元）、上海瑞虹海景壹号（销售金额42.82亿元）项目出售，公司在上海的销售金额占比达21.56%，成为全年销售业绩的主要贡献区域，成都、南京、北京、苏州等片区亦贡献了较大销售额。2023年销售相对较为分散，以北京、西安、深圳、成都项目为主。2024年1-6月，杭州鹭悦朗云府贡献销售额91.16亿元，为当期销售形成较强支撑，但受房地产行业下行影响，当期公司全口径销售额同比仍下降14.84%。

截至2024年6月末，公司主要在售项目的待售面积合计769.23万平方米，项目储备充沛。从待售面积看，一线城市中深圳、北京待售规模尚可，二线城市待售面积占比较大，其中武汉、西安、成都待售面积较大。公司在售项目主要位于一二线城市，具备一定的区位优势且布局分散，未来业绩仍有一定弹性；受宏观经济下行、行业需求不振等因素影响，部分地区新房销售放缓及价格下行压力明显，待售物业去化进度存在不确定性。

表3 近年公司主要项目区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

区域	销售额			2024年6月末待售面积
	2024年 1-6月	2023年	2022年	
成都	7.85	51.20	69.19	89.59
南京	12.02	28.99	52.70	32.98
北京	2.99	47.53	47.56	25.79
苏州	6.92	36.98	43.36	19.48
上海	0.23	15.53	122.46	4.71
深圳	12.31	40.18	13.41	42.84
重庆	4.80	21.27	13.67	38.55
沈阳	1.89	10.23	16.70	19.53

武汉	0.70	10.21	9.24	100.13
西安	31.45	57.54	12.71	102.39
天津	3.31	16.80	18.03	2.34
杭州	91.21	6.35	23.92	1.87
嘉兴	0.10	5.04	2.87	7.51
青岛	1.18	3.93	3.14	8.07
三亚	7.24	17.34	5.65	14.52
昆明	0.44	2.81	7.42	44.98
厦门	5.68	12.45	25.30	2.80
张家口	2.77	8.54	6.49	46.30
长沙	0.91	4.40	2.74	23.14
眉山	0.55	3.06	1.61	52.20
南昌	2.31	6.36	12.86	17.63
其他	21.32	53.80	56.90	71.87
合计	218.15	460.55	567.92	769.23

注：上表中为全口径数据。

资料来源：公司2021-2023年年度报告、2024年半年度报告，中证鹏元整理

公司收储策略进一步收缩放缓，在建项目规模仍较大，项目储备仍充沛，但项目开发也面临一定的资金压力，同时商业及办公产品存在一定的去化压力

在行业需求不振的背景下，公司自2022年起投资趋于谨慎，近年来公司新增项目有所降低，新增项目主要位于杭州、西安、上海、南京等地，以二线城市为主。拿地方式方面，为分散风险和降低资金压力，公司主要采用联合拿地策略。虽然公司新增土储主要位于一二线城市，但考虑到房地产行业需求端未见明显好转趋势，新购置地块项目收益存在一定的不确定性。

表4 公司新增土地储备情况（全口径）

项目	2024年 1-6月	2023年	2022年	2021年
新增项目数量（个）	4	3	8	16
新增土地计容建筑面积（万平方米）	49.67	16.80	79.28	327.00
新增土地价款（亿元）	77.01	63.34	96.18	316.00
楼面均价（万元/平方米）	1.55	3.77	1.21	0.97

资料来源：公司 2021-2023 年年度报告、2024 年半年度报告，中证鹏元整理

未来公司计划坚持区域深耕策略，重点布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群，重点投资具备良好经济发展基础、人口持续增长、房地产市场发展好的一线、强二线及三四线城市。因公司收储节奏进一步放缓，2024年6月末公司土地储备剩余可开发计容建筑面积降低至963.67万平方米，土地储备可售货值约1,332亿元（不含一级开发旧改等土储项目）。

总体来看，公司土地储备质量较好，主要位于一线及热点二线城市，区域布局相对分散，剩余可开发规模仍能满足未来2-3年的开发需求，为未来项目销售奠定较好基础；公司土储以二线城市为主，一

线城市优质住宅项目周转较快，后续或面临一定补货压力；西南区域和西北区域剩余可开发计容建筑面积较大，需要关注区域房地产市场波动情况。

表5 截至 2024 年 6 月末公司土地储备情况（单位：万平方米）

区域名称	总占地面积	总计容建筑面积	总计容建筑面积占比	剩余可开发计容建筑面积	剩余可开发计容建筑面积占比
北方大区（含北京、张家口、廊坊、天津、沈阳、哈尔滨）	333.09	742.29	22.16%	105.57	10.95%
华东大区（含上海、嘉兴、南昌、苏州、常州、杭州、绍兴、宁波、台州、义乌）	307.47	659.43	19.68%	101.49	10.53%
华南大区（含深圳、广州、厦门、佛山、江门、惠州、长沙、株洲）	180.15	456.44	13.63%	113.88	11.82%
西南大区（含成都、重庆、眉山、昆明、武汉）	415.52	869.51	25.96%	357.99	37.15%
海南区域（三亚）	61.43	57.06	1.70%	18.53	1.92%
南京区域（含南京、青岛、烟台、济南）	178.51	364.89	10.89%	108.95	11.31%
西北区域（西安）	72.41	198.42	5.92%	157.27	16.32%
香港区域	0.12	2.00	0.06%	0	0.00%
总计	1,548.71	3,350.04	100.00%	963.67	100.00%

注：剩余可开发计容建筑面积=计容建筑面积-累计竣工面积，非尚未开工计容建筑面积

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目共66个，计容面积1,472.56万平方米，累计竣工面积583.72万平方米，预计总投资2,301.80亿元，累计已投资1,699.63亿元，公司仍面临一定的资金压力。从区域分布看，公司主要在建项目分布在全国23个城市，以二线城市为主，其中成都、深圳、西安、南京等地计划总投资额较大；一线城市中北京、深圳在建项目共6个，其中深圳建设规模较大。整体看来，公司在建项目可开发面积有所下降，但规模仍较大，待开发项目储备充足，但也需关注部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力，同时公司持续加大合作开发力度，项目权益占比偏低，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。未来随着上述项目的顺利实施，在带来商品房销售的同时，也将增加公司可租物业面积，带动租赁收入规模增长，提升公司利润规模。

此外，公司还有一定规模的一级开发和城市更新业务。截至2024年6月末，公司一级开发项目包括西安上塔坡项目和昆明螺蛳湾项目，预计总投资额230.91亿元，累计已投资144.09亿元，后续仍面临较大的投入需求；一级开发项目已有三个子项目转入二级开发，目前仍为建设状态。城市更新方面，深圳25区项目已经推盘入市，截至2024年6月末累计去化57.77%，待售面积11.11万平方米。

公司在商业地产领域仍有品牌优势和运营管理能力强，受益于外部环境好转，2023年公司商业地产及产业地产运营收入回升，成熟的商业运营为公司贡献稳定的现金流和利润

公司投资物业及相关服务板块主要由子公司大悦城地产负责运营，涵盖购物中心、写字楼、产业园、工业园及配套商业和长租公寓等多种业态，业务模式包括自有物业运营（重资产）和轻资产管理输出，收入主要来源于租金收入、增值服务等。截至2023年末，公司投资性房地产账面价值314.88亿元，主要位于一二线城市，以成本模式计量，资产质量较好。

公司商业项目以“大悦城”、“大悦汇”为标准产品线，同时发展“春风里”、“祥云小镇”及其他非标产品。2022年公司实现即墨大悦春风里、绍兴国金大悦城、沈阳E馆5个项目开业，并获取多个轻资产项目；2023年公司实现五个大悦城项目开业，分别位于北京、无锡、广州、成都和天津。截至2024年6月末，公司商业项目全国布局45个（重资产30个+轻资产15个），在营项目34个（含轻资产和非标准化产品），总商业面积374万平方米，其中包括21个大悦城购物中心（含轻资产），总商业面积约302万平方米，2个大悦汇（轻资产），总商业面积约19.3万平方米；在建、筹备的项目（含轻资产）11个，总商业面积约120万平方米。租金收取方面，根据租赁客户、租赁位置不同等因素，公司租金收取分为固定租金、业绩抽成及以上两种方式综合确定的三类模式。

受益于外部因素变化，2023年及2024年上半年公司购物中心销售额、客流量均出现了较大幅度增长，2024年6月末平均出租率为94%，运营水平较高。总体而言，公司旗下的“大悦城”品牌城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其中以朝阳大悦城、天津南开大悦城为代表的成熟项目基本处于满租状态，公司招商及运营能力处于较高水平。

表6 截至 2024 年 6 月末公司主要的购物中心租赁业务经营情况（单位：万平方米）

出租项目名称	权益比例	可出租面积	已出租面积	出租率		
				2024年6月	2023年	2022年
北京西单大悦城	30.39%	5.26	5.00	95%	98%	95%
北京朝阳大悦城	27.35%	11.75	11.12	95%	97%	99%
北京京西大悦城（一期）	11.92%	5.32	5.00	94%	97%	--
北京祥云小镇	51.00%	7.68	7.29	95%	97%	94%
北京丰台大悦春风里	25.00%	2.74	2.35	86%	77%	92%
北京大兴大悦春风里	29.80%	5.85	5.03	86%	86%	72%
天津南开大悦城	30.39%	8.84	8.54	97%	97%	97%
沈阳大悦城（含沈阳大悦城E馆）	59.59%	13.37	12.83	96%	98%	91%
上海静安大悦城	30.39%	6.70	6.49	97%	95%	91%
上海长风大悦城	21.67%	5.75	5.49	96%	97%	87%
成都大悦城	59.59%	9.00	8.80	98%	98%	95%
天府大悦城	59.59%	7.38	7.23	98%	95%	--
重庆大悦城	59.59%	6.98	6.00	86%	90%	81%
武汉大悦城	30.39%	7.04	6.75	96%	97%	91%
烟台大悦城	30.39%	7.74	7.46	96%	97%	89%

青岛即墨大悦春风里	59.59%	2.23	1.92	86%	77%	--
杭州大悦城	32.77%	7.66	7.41	97%	97%	95%
苏州大悦城	29.85%	9.13	8.79	96%	98%	94%
西安大悦城	17.33%	6.19	6.03	97%	97%	93%
合计	--	136.62	129.53	94%	96%	-

注：（1）部分数据因四舍五入尾差存在出入；（2）北京京西大悦城、成都天府大悦城项目于 2023 年开业。

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

2023年公司出售了北京中粮置地广场¹，期末自持写字楼项目由5个下降至4个，另外通过管理输出运营管理北京汇京双子座、北京中糖大厦、北京中邮保险玖安广场（原中粮置地广场）、天津津投广场等项目。2024年1-6月，公司写字楼整体平均出租率91.7%。公司具备一定的产业资源和管理经营，运营的写字楼维持较高出租率，轻资产项目北京汇京双子座获“2023中国城市更新优秀案例之十大资产跃升奖”。

截至2024年6月末，公司在深圳运营产业园项目11个，分别位于宝安新安片区（建筑面积约27万平方米）、福海片区（建筑面积约67万平方米），整体平均出租率98.2%。除深圳项目之外，公司在北京通过管理输出方式运营管理中粮·达瑞兴生命健康产业园，建筑面积约13万平方米。

表7 公司写字楼、产业地产等物业租赁业务经营情况（单位：万平方米）

类别	项目名称	权益比例	可租面积	已租面积	平均出租率		
					2024年1-6月	2023年	2022年
写字楼	北京中粮广场	30.39%	10.11	9.43	93%	91%	90%
	香港中粮大厦	59.59%	1.57	1.38	88%	84%	78%
	北京西单大悦中心	30.39%	1.34	1.17	87%	85%	85%
	深圳宝安中粮大厦	100.00%	2.30	1.96	85%	90%	93%
产业园、工业园及配套商业	中粮创芯研发中心、中粮 031 创意园、中粮智造科技园、67 区中粮商务公园等	-	104.14	102.57	98%	98%	99%
	中粮健康科技园	100.00%	19.10	8.46	44%	50%	50%
合计		--	138.57	124.97	--	--	--

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

受益于宏观政策利好、旅游市场复苏，2023年公司酒店及长租公寓业务全年收入及利润创下历史最高水平。截至2024年6月末，公司在北京、三亚拥有4家酒店，建筑面积约27万平方米，上半年整体平均出租率80%，旗下北京华尔道夫酒店、三亚美高梅度假酒店、三亚亚龙湾瑞吉度假酒店等酒店获得多项行业奖项；在北京、天津、深圳管理11个长租公寓项目（其中1个轻资产管理输出项目），建筑面积约

¹ 2023年11月公司出售北京昆庭资产管理有限公司（以下简称“北京昆庭”）100%股权以及债权，整体成交价格42.56亿元，其中股权部分对价34.49亿元，债权部分对价8.07亿元，该笔交易实现投资收益22.90亿元。北京昆庭主要资产为写字楼北京中粮置地广场。

11万平方米，上半年在运营门店平均出租率95%。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021-2022年及2024年1-6月，公司合并范围未发生重大变化；2023年公司以11.96亿元的现金对价取得上海耀耀禄建设发展有限公司100%的股权，该公司主要资产为上海虹口区北外滩未开发地块；11月转让北京昆庭、上海鹏利置业发展有限公司（以下简称“上海鹏利”）股权，此外另有新设、注销数家子公司。截至2024年6月末，公司合并范围的子公司合计285户，其中一级子公司38家，具体见附录四。

表8 2023年公司重大资产处置情况（单位：亿元）

交易标的	交易对手方	交易价格	实现投资收益
北京昆庭	中邮人寿保险股份有限公司	34.49	22.90
上海鹏利	上海邕鹏实业有限公司	41.42	33.85
合计		75.91	56.75

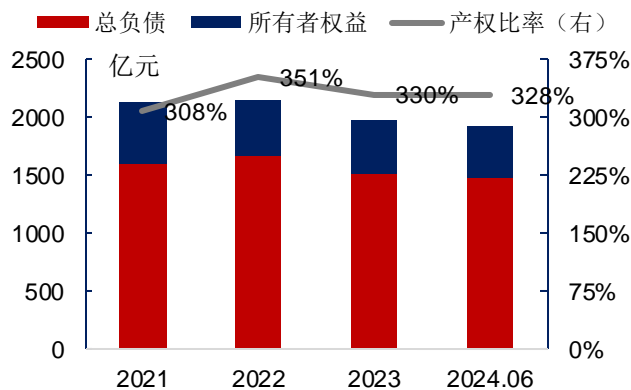
注：北京昆庭主要资产为北京中粮置地广场，上海鹏利的资产主要为公寓中粮海景壹号5号楼、6号楼、7号楼。

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

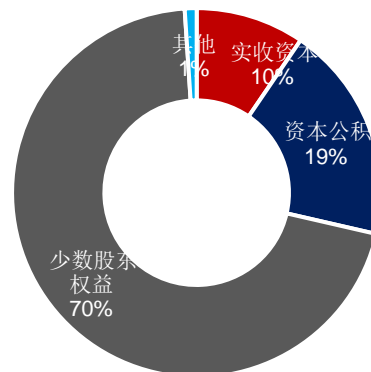
资本实力与资产质量

2022年公司资产规模增速放缓并于2023年呈收缩趋势，公司资产以房地产项目和自持物业为主，资产减值持续降低所有者权益规模，应收款项存在一定的回收风险

随着房地产行业深度调整，2022年起公司归属于母公司所有者的净利润转亏，所有者权益持续下滑，其中归属于母公司所有者权益降幅较大。截至2024年6月末，公司所有者权益合计449.98亿元，受上市公司大悦城地产股权结构、合作项目较多等因素影响，公司少数股东权益占比较高。2023年以来公司压缩融资规模，综合影响下产权比率有所波动，但所有者权益对总负债的保障程度仍很弱。

图9 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2024年6月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

受债务压降、地产行业深度调整等多重因素影响，2023年以来公司总资产有所降低。流动资产占总资产的比重约为73%，以货币资金、存货和其他应收款为主。2022年公司保持大额融资流入，同时减缓拿地开支，年末货币资金余额较高；随着公司偿还有息债务及关联方款项，2023年以来公司货币资金余额小幅降低，截至2024年6月末，受限货币资金余额2.10亿元，主要为法院冻结资金及履约保证金。公司其他应收款主要是公司与项目合作单位的往来款、保证金及押金，2022-2023年公司收回参股项目、非控股股东等关联方借款，其他应收款余额有所降低。2024年6月末其他应收款前五大应收对象主要为公司合联营企业，部分应收对象存在诉讼及被执行事项，在房地产行业景气度不佳情况下，款项回收进度存在不确定性。

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括在建开发成本、完工开发产品，2024年6月末账面价值分别为636.74亿元、227.99亿元。存货规模延续下降，受项目销售降低影响，仍有一定的去化压力。从账面价值看，2024年6月末开发产品共81个，其中义乌桂语兰庭、深圳福田大悦中心、成都武侯瑞府账面价值较高；开发成本44项，预计总投资1,586.03亿元，期末余额674.12亿元，其中深圳宝安25区、上海北外滩116项目、厦门云玺壹号投入成本较高。截至2024年6月末，公司存货中账面价值165.10亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为19.01%。

长期股权投资主要为公司合作开发模式项目产生的对合营及联营企业的投资，采取权益法计量，近年来规模较为稳定。投资性房地产主要为大悦城地产持有的大悦城购物中心及写字楼等投资物业、土地使用权等，以成本模式²计量，2023年末账面价值有所降低，主因处置子公司减少。公司持有项目地理位置优越、资产质量良好，2024年6月末已用于借款抵押的部分账面价值合计173.13亿元。

截至2024年6月末，公司受限资产合计397.85亿元，主要系因借款抵押受限的存货、投资性房地产、

² 子公司大悦城地产投资性房地产以公允价值模式计量，2024年6月末投资性房地产公允价值为580.91亿元。

固定资产、无形资产和长期股权投资。总体来看，受房地产市场波动影响，近年来公司资产总额有所降低，以在建、拟建、在售房地产项目以及投资性房地产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	284.29	14.74%	300.85	15.19%	365.30	17.04%	248.86	11.70%
其他应收款	166.90	8.66%	168.46	8.51%	196.74	9.17%	243.10	11.43%
存货	868.27	45.03%	919.41	46.42%	957.05	44.63%	1,020.03	47.95%
流动资产合计	1,388.66	72.02%	1,449.76	73.20%	1,577.07	73.55%	1,575.62	74.07%
长期股权投资	136.58	7.08%	128.77	6.50%	140.44	6.55%	140.39	6.60%
投资性房地产	318.82	16.53%	314.88	15.90%	338.13	15.77%	319.10	15.00%
非流动资产合计	539.49	27.98%	530.85	26.80%	567.25	26.45%	551.65	25.93%
资产总计	1,928.16	100.00%	1,980.61	100.00%	2,144.32	100.00%	2,127.27	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受盈利空间收窄、资产跌价等因素影响，2022年以来公司归母净利润亏损，盈利表现承压，房地产市场仍在探底，需关注房地产市场变化及公司销售情况

公司主营业务包括商品房销售、投资物业租赁、酒店经营、资产管理及物业服务等，房地产开发业务收入占比超过75%，但近年来受行业下行及结算安排影响，收入规模有所下滑，毛利率表现不佳，对公司业绩表现形成拖累。投资物业及相关服务、酒店经营可为营业收入提供稳定补充，2022年受行业下行及减租因素影响收入有所下降，随着消费市场及商业客流平稳恢复，2023年收入明显回升，毛利率高位波动，成为公司毛利的重要来源。物业及其他、管理输出包括公司物业管理收入、购物中心/写字楼管理输出取得的管理费收入及品牌使用费等。随着交付商品房和物业服务对象范围增加，公司物业管理面积随之增加，公司物业及其他、管理输出收入较为稳定。

公司利润主要来自经营性业务利润、投资收益，但利润空间持续收窄，期间费用有所增长。2021-2023年公司期间费用分别为44.03亿元、49.53亿元和54.16亿元，2022年受债务增加带动费用化利息上升影响，财务费用大幅增长；2023年管理费用、财务费用均有增长，主因已完工未清盘项目数量增加，项目管理成本持续发生，其贷款利息亦无法资本化，控费能力有待改善。受市场下行项目售价不达预期影响，公司合作项目形成一定规模的亏损，加之对存货计提减值准备，对净利润造成较大侵蚀，虽然2023年实现较大规模的资产处置收益，但归母净利润仍有亏损。

表10 公司利润表主要数据（单位：亿元）

科目明细	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年
营业收入	160.82	367.83	395.79	426.14
毛利润	36.33	97.36	95.22	116.92

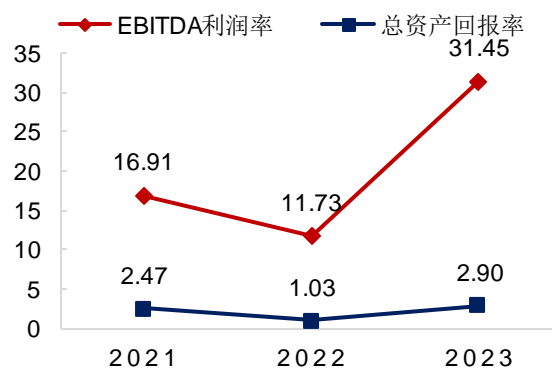
期间费用	23.49	54.16	49.53	44.03
权益法核算的长期股权投资收益	0.60	-10.87	-21.69	-9.18
处置长期股权投资产生的投资收益	0.00	56.75	0.10	-5.19【注】
信用减值损失	-0.45	-7.86	-0.40	4.94
资产减值损失	-2.67	-38.22	-15.32	-19.80
归属于母公司所有者的净利润	-3.64	-14.65	-28.83	1.08

注：2021年取得合营企业股权确认的投资亏损5.24亿元，同时回冲累计计提的坏账准备5.24亿元。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

整体而言，2023年资产处置有效改善公司利润表现，但业绩仍承压，盈利能力未见显著改善；房地产市场仍在探底，需关注房地产市场变化及公司销售情况。

图 13 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模较大且有所扩张，杠杆水平仍偏高，面临一定的债务偿还压力；融资渠道通畅可为公司经营活动和投资活动形成良好支撑

公司总债务规模有所波动，2023年公司压降债务，期末总债务规模下降，但短期债务占比有所提升。从融资方式上看，银行贷款仍是公司最重要的融资方式，应付债券受发行节奏影响规模波动，长期应付款主要系资产支持专项计划，2024年上半年已回购。近年来公司降低融资成本，2024年上半年新增借款平均成本3.13%，综合融资成本为4.26%，较上年末下降35个基点。

经营性债务方面，公司应付账款主要系应付工程款、土地款及保证金、销售佣金；合同负债主要包括预收售房款、物业服务费及酒店房费等，实际偿付压力可控。其他应付款主要为与相关单位往来款、诚意金、保证金及押金等，2023年归还中粮集团及其关联方、合营公司借款，当期末其他应付款同比减少44.70%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.04	1.36%	9.60	0.63%	38.11	2.28%	34.50	2.15%
应付账款	142.95	9.67%	159.81	10.52%	156.90	9.40%	147.22	9.16%
合同负债	305.01	20.63%	316.79	20.85%	304.54	18.24%	369.36	22.99%
其他应付款	187.67	12.70%	187.72	12.35%	339.49	20.34%	234.52	14.60%
一年内到期的非流动负债	186.16	12.59%	205.89	13.55%	121.14	7.26%	139.47	8.68%
流动负债合计	900.52	60.92%	957.85	63.03%	1,036.18	62.07%	1,033.03	64.31%
长期借款	412.12	27.88%	405.03	26.65%	474.21	28.41%	429.79	26.76%
应付债券	126.74	8.57%	102.48	6.74%	114.69	6.87%	78.77	4.90%
长期应付款	0.00	0.00%	17.14	1.13%	17.48	1.05%	36.73	2.29%
非流动负债合计	577.66	39.08%	561.81	36.97%	633.10	37.93%	573.33	35.69%
负债合计	1,478.18	100.00%	1,519.66	100.00%	1,669.28	100.00%	1,606.36	100.00%
总债务	743.76	50.32%	738.95	48.63%	764.23	45.78%	717.98	44.70%
其中：短期债务	204.89	13.86%	214.30	14.10%	157.85	9.46%	172.69	10.75%
长期债务	538.87	36.45%	524.65	34.52%	606.38	36.33%	545.29	33.95%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司销售业绩有所降低，公司减少土地投资及项目建设支出，加大经营回款力度，经营活动现金净流入规模有所增长。2022年公司对于合作项目投资活动流出趋于谨慎，投资活动流出规模收窄；2023年公司处置商业物业资产实现资金回收，投资活动现金净流入64.45亿元。筹资活动方面，2023年公司压降债务，并加大关联方借款偿还力度，筹资活动现金流转为净流出。

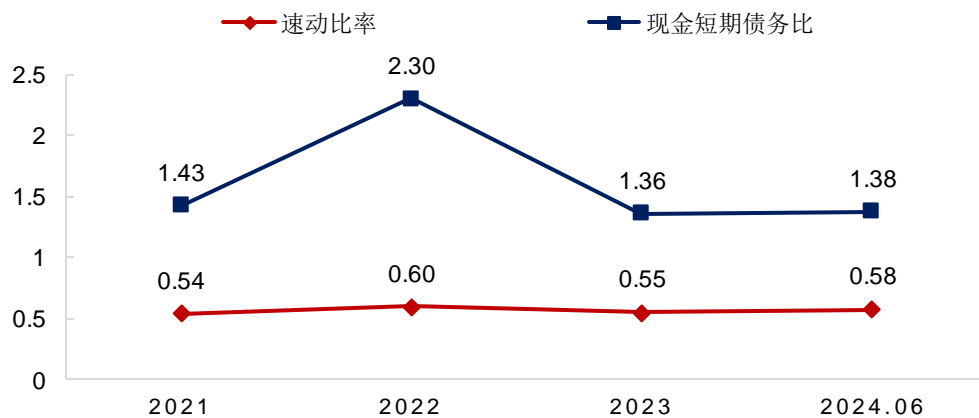
偿债能力指标方面，因公司压降债务现金流出，2023年末现金类资产、所有者权益均有所降低虽然剔除预收款项的资产负债率下降，但净负债率指标表现不佳。受益于2023年经营活动现金净流入，2023年OCF对净债务覆盖程度提升。

整体来看，公司债务规模较大，整体负债经营水平偏高，受房地产行业深度调整影响，公司偿债能力指标仍需改善，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。截至2023年末，公司尚未使用的银行授信额度1,279.52亿元，授信额度较为充足；另外作为A股上市公司，公司直接融资渠道通畅，且控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持，公司具备较好的财务弹性。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
剔除预收款项的资产负债率	72.22%	72.24%	74.13%	70.31%
净负债率	103.49%	99.21%	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18	1.91
总债务/总资本	62.31%	61.58%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	4.18%	23.27%	6.59%	-17.57%
自由现金流/净债务	2.33%	19.36%	2.77%	-23.56%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营及信用水平基本无负面影响，但需关注下属子公司众多可能带来的管理压力、合联营企业众多可能带来的相关诉讼纠纷

环境因素

根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司不存在因环境问题受到重大行政处罚的情况。公司作为大型房地产开发企业，下属子公司众多，随着国家环保政策趋严，如公司本部及子公司未能及时适应相关环保要求，将面临环保处罚风险。

社会因素

2015 年，深圳汇金壹号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇金壹号”）与公司子公司中粮地产集团深圳房地产开发有限公司（以下简称“深圳公司”）合作开发深圳市龙岗区龙城街道办事处爱联

社区 A1 区地块项目。汇金壹号以 4.42 亿元向深圳市锦峰城房地产开发有限公司（以下简称“锦峰城公司”）进行增资，取得项目公司 49% 的股权，深圳公司持有项目公司其余 51% 股权。2022 年 7 月，汇金壹号因股权退出定价纠纷起诉公司、深圳公司及锦峰城公司，诉请三位被告配合汇金壹号退出锦峰城公司，并支付包括股权回购款、资金占用费和利息损失、保函开具费并承担全部诉讼费用，涉案金额 21.37 亿元。截至 2023 年 9 月，该案件以汇金壹号撤诉结案。同期，锦峰城公司起诉要求汇金壹号返还其按股权比例向锦峰城公司调用的 8 亿元资金及相关利息，2023 年 7 月该案件二审结案，公司胜诉，截至 2024 年 6 月末，仍处于执行阶段。

公司合营企业佛山市新纪元置业有限公司（以下简称“佛山新纪元”，公司持有其 50% 股权，不纳入公司合并报表范围）未能依约按期偿还中国农业银行股份有限公司广州淘金支行（以下简称“农业银行”）贷款，公司已根据约定按 50% 的股权比例承担连带保证责任，向农业银行支付借款本金 4.6 亿元及对应的利息。公司向佛山市禅城区人民法院提起诉讼，对佛山新纪元进行追偿。截至 2024 年 8 月末，公司一审胜诉，佛山新纪元应向公司支付代偿款约 4.9 亿元及利息。

总的来说，公司合联营企业较多，投资规模较大，在房地产行业持续下行阶段，需关注合联营企业可能带来的诉讼纠纷。

公司治理

公司设立了股东大会、董事会和监事会，根据《公司章程》，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，近年公司董事、监事、高级管理人员变动较大，系正常人事变动，对公司经营无重大影响。2024 年 4 月，公司组织架构进行了调整，原组织架构为“10 个区域公司+4 个城市公司+4 个事业部”，现整合为“7 个区域公司+4 个城市公司+1 个事业部”，原东北区域公司相关业务调整至北方大区公司负责管理；浙江区域公司相关业务调整至华东大区公司负责管理；长沙地区相关业务调整至华南大区公司负责管理、武汉地区相关业务调整至西南大区公司负责管理。同时，上述被调整的区域公司仍保留城市公司或事业部建制，确保项目交付等工作顺利开展，但组织机构得到精简。本次调整重点集中在优势地区，部分区域划归资源更集中的大区管理。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 9 月 3 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

（三）或有事项分析

截至 2024 年 6 月末，公司对外担保余额合计 37.63 亿元，主要为对合联营企业担保。中证鹏元关注到，近年来公司对联营合营企业投资持续亏损，公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方财务状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。

表13截至 2024 年 6 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象名称	实际发生日期	实际担保金额	反担保情况	担保期	是否履行完毕
佛山市新纪元置业有限公司	2019.5.21	6.00	有	18年	是
苏州金悦璨房地产开发有限公司	2021.6.30	1.99	有	6年	否
苏州吴江锐泽置业有限公司	2022.1.26	2.40	有	8年	否
南京联锦悦房地产开发有限公司	2022.3.17	1.88	无	6年	是
青岛东耀房地产开发有限公司	2022.6.29	1.96	无	5年	否
深圳中益长昌投资有限公司	2022.11.29	6.00	无	7年	否
武汉地悦小镇房地产开发有限公司	2023.3.11	1.93	无	3.5年	否
北京新润致远房地产开发有限公司	2023.3.27	5.00	无	7.5年	是
北京恒合悦兴置业有限公司	2023.6.14	17.15	无	23年	否
		4.70	无	5年	否
佛山市淦盈置业有限公司	2023.6.30	1.50	无	4.5年	否
合计		50.50	--	--	--

注：因部分被担保企业偿还债务，公司实际担保金额与对外担保余额存在一定差异。

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

此外，公司按房地产经营惯例为商品房承购人就按揭贷款债务提供阶段性连带责任保证担保，保证期间从借款合同签订之日起至借款人（购房人）办妥以商业银行为抵押权人的正式抵押手续并向商业银行交付他项权证之日止。截至2024年6月末，公司承担阶段性担保尚未结清的金额为74.11亿元。

八、外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至2024年6月末，中粮集团及其全资子公司明毅有限公司合计持有公司69.28%股权。中粮集团作为国务院国资委直属的以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，资本实力雄厚，且在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面具有显著优势。

中证鹏元认为公司对中粮集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）中粮集团是国资委首批确定的16家以房地产为主业的中央企业之一，公司业务范围覆盖商业、住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高。

（2）公司在资产及利润方面对中粮集团的贡献较大。2023年中粮集团实现营业收入6,726.65亿元、利润总额211.71亿元，同期公司营业收入和利润总额分别占中粮集团的比重为5.47%、14.65%，公司经营房地产开发经营业务有效提升中粮集团收入及利润水平。截至2023年末，中粮集团总资产规模为

7,306.54亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达27.11%。

(3) 公司为中粮集团旗下综合地产开发业务经营主体，亦为中粮集团旗下重要的境内债券发行主体，公司违约会对中粮集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源主要包括：

(1) 公司日常经营活动产生的现金流：2021-2023 年公司分别实现营业收入 426.14 亿元、395.79 亿元及 367.83 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为-84.64 亿元、27.10 亿元和 106.42 亿元。公司储备项目丰富，区域分布相对分散且主要位于风险相对较小的一线和二线城市，项目的后续销售将有望给公司带来较好的现金流入，可为本期债券还本付息提供一定保障。

同时中证鹏元关注到，我国房地产市场销售情况进一步探底，短期内销售端表现继续走弱，公司项目销售回款压力将有所增加。此外，公司部分储备土地溢价率偏高，项目收益存在一定的不确定性。

(2) 外部融资：截至 2023 年末，公司尚未使用的银行授信额度 1,279.52 亿元，授信额度较为充足；另外作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道通畅，且控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持，公司具备较好的财务弹性。

同时中证鹏元关注到，若房地产行业调控政策变动或公司经营状况恶化，外部融资渠道或将受限。

(3) 资产变现：截至 2024 年 6 月末，公司存货及投资性房地产中尚未抵押的资产账面价值合计 848.85 亿元。极端情况下，公司可以通过处置项目资产或抵押融资的方式筹措偿债资金。

同时中证鹏元关注到，上述资产价值易受地方房地产市场环境影响，能否集中变现或抵押融资存在一定不确定性。

十、结论

公司控股股东中粮集团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，具有强大的综合实力和显著的行业地位，公司作为中粮集团旗下唯一的房地产业务平台可得到有力支持。公司已形成以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的业务模式，开发业务已具备规模优势，商业地产板块下的“大悦城”品牌在国内商业地产领域具有很强的品牌影响力。尽管2023年公司开发业务销售规模下降，短期偿债能力指标有所下滑，但考虑到公司2023年资产处置带来一定的资金流入，房地产开发储备项目资源丰富，区域布局较好；投资持有的购物中心、写字楼等地理位置优越、运营情况良好，可为公司提供相对稳定的现金流入；股东实力雄厚，融资渠道通畅，公司整体抗风险能力很强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

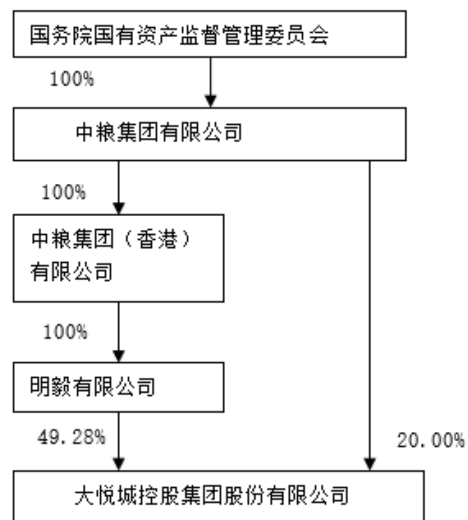
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	284.29	300.85	365.30	248.86
存货	868.27	919.41	957.05	1,020.03
流动资产合计	1,388.66	1,449.76	1,577.07	1,575.62
投资性房地产	318.82	314.88	338.13	319.10
非流动资产合计	539.49	530.85	567.25	551.65
资产总计	1,928.16	1,980.61	2,144.32	2,127.27
短期借款	20.04	9.60	38.11	34.50
合同负债	305.01	316.79	304.54	369.36
其他应付款	187.67	187.72	339.49	234.52
一年内到期的非流动负债	186.16	205.89	121.14	139.47
流动负债合计	900.52	957.85	1,036.18	1,033.03
长期借款	412.12	405.03	474.21	429.79
应付债券	126.74	102.48	114.69	78.77
长期应付款	0.00	17.14	17.48	36.73
非流动负债合计	577.66	561.81	633.10	573.33
负债合计	1,478.18	1,519.66	1,669.28	1,606.36
总债务	743.76	738.95	764.23	717.98
短期有息债务	204.89	214.30	157.85	172.69
长期债务	538.87	524.65	606.38	545.29
总债务	743.76	738.95	764.23	717.98
所有者权益	449.98	460.95	475.04	520.91
营业收入	160.82	367.83	395.79	426.14
净利润	0.38	1.21	-22.23	7.67
经营活动产生的现金流量净额	19.45	106.42	27.10	-84.64
投资活动产生的现金流量净额	-11.78	64.45	-2.61	-54.96
筹资活动产生的现金流量净额	-16.22	-243.29	91.39	72.63
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	22.59%	26.47%	24.06%	27.44%
EBITDA 利润率	--	31.45%	11.73%	16.91%
总资产回报率	--	2.90%	1.03%	2.47%
产权比率	328.50%	329.68%	351.40%	308.37%
剔除预收款项的资产负债率	72.22%	72.24%	74.13%	70.31%
净负债率	103.49%	99.21%	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18	1.91
总债务/总资本	62.31%	61.58%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	4.18%	23.27%	6.59%	-17.57%
经营活动现金流净额/净债务	4.18%	23.27%	6.59%	-17.57%

自由现金流/净债务	2.33%	19.36%	2.77%	-23.56%
速动比率	0.58	0.55	0.60	0.54
现金短期债务比	1.38	1.36	2.30	1.43

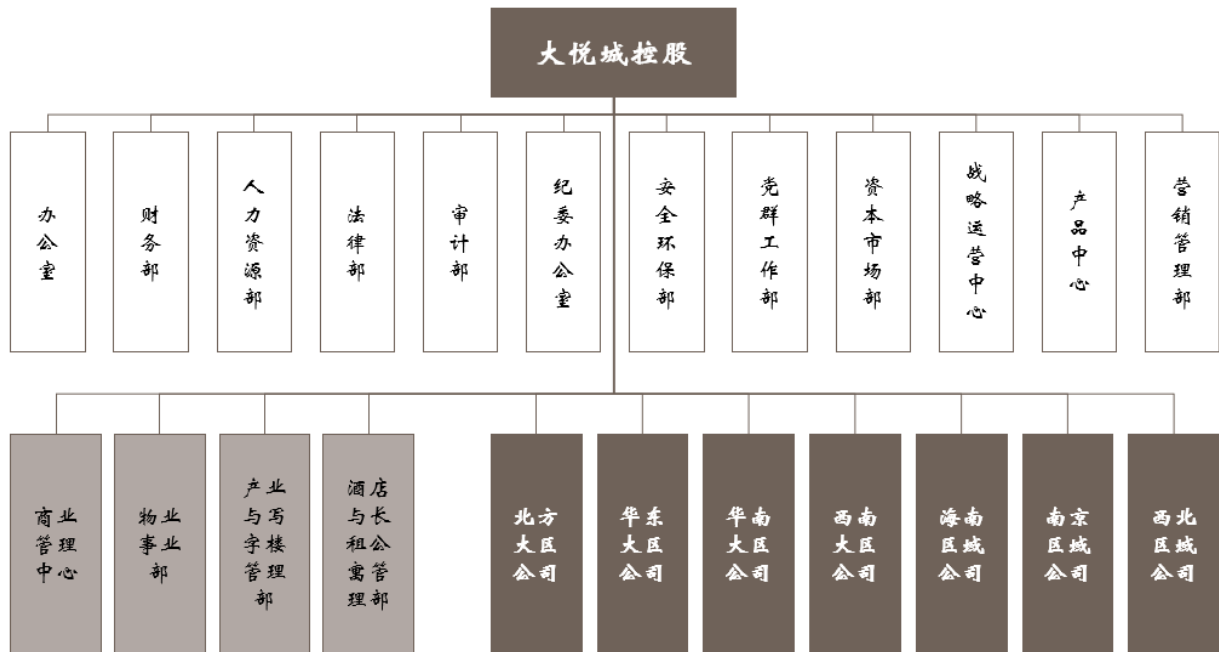
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权架构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2024 年 6 月末公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
中粮地产集团深圳工人服务有限公司	111.00	工业地产租赁	90.09	9.91	设立
深圳市宝安三联有限公司	6,352.00	工业地产租赁	77.54	0	设立
深圳市宝安福安实业有限公司	1,000.00	工业地产租赁	56.52	0	设立
华高置业有限公司★	1.00	商业贸易及投资	100	0	设立
大悦城控股集团物业服务服务有限公司	5,000.00	物业管理	100	0	设立
中粮地产集团深圳房地产开发有限公司	85,000.00	房地产开发	100	0	设立
中粮地产发展（深圳）有限公司	320,600.00	房地产开发	100	0	设立
长沙中粮地产投资有限公司	3,500.00	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团（成都）有限公司	23,500.00	房地产开发	100	0	设立
成都天泉置业有限责任公司	27,000.00	房地产开发	100	0	同一控制下企业合并
大悦城控股集团南京有限公司	10,000.00	房地产开发	100	0	设立
苏源集团江苏房地产开发有限公司	20,000.00	房地产开发	90	0	同一控制下企业合并
杭州易筑房地产开发有限公司	40,000.00	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团（浙江）有限公司	60,000.00	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（上海）有限公司	40,000.00	房地产开发	100	0	设立
上海加来房地产开发有限公司	18,000.00	房地产开发	51	0	同一控制下企业合并
中粮地产（北京）有限公司	605,000.00	房地产开发	100	0	设立
天津粮滨投资有限公司	5,100.00	房地产开发	90	0	设立
中耀房地产开发（沈阳）有限公司▲	46,877.42	房地产开发	65	0	设立
大悦城控股集团苏南有限公司	45,000.00	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（天津）有限公司	205,000.00	房地产开发	100	0	设立
中粮房地产开发（杭州）有限公司	10,000.00	房地产开发	100	0	设立
烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	24,600.00	房地产开发	100	0	同一控制下企业合并
中粮天悦地产（苏州）有限公司	15,100.00	房地产开发	100	0	设立
太仓悦祥房地产开发有限公司	30,000.00	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（武汉）有限公司	2,000.00	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团东北有限公司	10,000.00	房地产开发	100	0	设立
沈阳和悦投资有限公司	32,000.00	房地产开发	51	0	设立
大悦城控股集团西北有限公司	5,000.00	房地产开发	100	0	设立
西安悦鼎房地产开发有限公司	39,215.69	房地产开发	100	0	设立
大悦城地产有限公司★	142,311.25	商业开发、管理	59.59	0	同一控制下企业合并

深圳市创智产业运营管理有限公司	300.00	商务服务业	100	0	设立
西安国际陆港文盛置业有限公司	40,000.00	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文汇置业有限公司	40,000.00	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文兴置业有限公司	40,000.00	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
大悦城控股集团（海南）有限公司	10,000.00	商业综合体管理服务	100	0	设立
大悦城产业管理（天津）有限公司	100.00	商务服务业	100	0	设立
深圳市创芯产业管理有限公司	100.00	房地产咨询	100	0	设立

注：标记注★的公司其注册资本币种为港币；标记注▲的公司其注册资本币种为美元，其他未标注符号的公司其注册资本为人民币

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净负债率	净负债/所有者权益

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。