



大悦城控股集团股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)2021年跟踪评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

大悦城控股集团股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行人公司债券(第一期)(品种一)2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-05-26	2020-07-08

评级观点

- 中证鹏元对大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城控股”或“公司”，股票代码为：000031.SZ）及其2020年8月4日发行的公司债券（第一期）（品种一）（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到公司具有很强品牌影响力，项目区域布局较好，未来收入具有保障。同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力下滑，合作开发项目增多，需关注联营及合营企业的经营状况；对外担保使公司面临一定的代偿风险；公司房地产项目建设面临一定的开发资金压力，面临一定的偿债压力等风险因素。

债券概况

债券简称：20大悦01

债券剩余规模：20亿元

债券到期日期：2025-08-04

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，附第3年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权

未来展望

- 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有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	2,045.97	1,998.71	1,831.83	1,603.78
归母所有者权益	186.16	183.51	194.11	154.52
总债务	740.35	708.06	691.03	637.66
营业收入	68.91	384.45	337.87	221.69
净利润	4.90	11.23	37.05	35.74
经营活动现金流净额	-17.82	98.14	40.65	11.27
销售毛利率	30.29%	31.44%	41.20%	46.08%
EBITDA 利润率	-	17.63%	27.55%	33.32%
剔除预收款项的资产负债率	72.00%	71.76%	70.79%	72.70%
总资产回报率	-	2.87%	4.99%	5.90%
净负债率	89.05%	88.30%	100.37%	126.53%
EBITDA 利息保障倍数	-	1.57	2.19	2.18
OCF/净债务	-4.33%	24.35%	9.52%	2.49%
速动比率	0.65	0.63	0.68	0.71
现金短期债务比	1.98	1.74	1.62	1.20

注：2018年财务数据采用2019年审计报告期初数，其余均采用期末数。

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
 cheng@cspengyuan.com

项目组成员：郜宇鸿
 gaoyh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司是中粮集团有限公司（以下简称“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，2020年在新冠疫情的冲击下，公司旗下商业物业仍保持了较高的出租率水平。
- **公司项目区域布局较好，未来收入具有保障。**截至2020年底，公司在售项目主要分布在北京、上海、深圳等一线城市和苏州、武汉、成都、沈阳等重点二线城市，在开发项目中一线城市建筑面积占比11.01%，二线城市建筑面积占比71.16%，主要在售项目的待售面积合计962.73万平方米。公司目前在建和拟建项目储备较多，布局分散且主要集中在风险相对较小的一线和二线城市，未来收入较有保障。

关注

- **公司盈利能力下滑。**由于本期结算项目中低毛利率项目占比增加，商品房销售毛利率同比下滑10.15个百分点；受疫情影响，2020年公司投资物业及相关服务收入同比减少13.73%，酒店经营收入同比减少28.91%。受累于盈利水平下滑及计提各类减值，2020年公司利润总额和净利润同比分别下滑47.97%和69.70%。
- **合作开发项目增加，关注联营及合营项目的经营情况。**近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低，2020年末少数股东权益占期末所有者权益的比重增加至59.80%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **对外担保存在一定的代偿风险。**截至2020年末，公司对外担保金额合计62.41亿元，占同期末净资产的比例为13.67%，主要是对参股及合作开发公司的担保。2020年权益法核算的联营合营企业投资亏损，公司对外担保规模较大，若被担保方受行业环境影响经营不佳，则公司存在一定的代偿风险。
- **项目开发建设面临一定的资金压力。**公司在建商业及住宅项目体量较大，2020年末除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资约3,000亿元，已完成投资约2,300亿元（含立项阶段的项目），考虑到权益占比，公司面临一定的开发资金压力。
- **面临一定的偿债压力。**截至2020年末，公司剔除预收款项的资产负债率为71.76%，净负债率为88.30%，总债务增加至708.06亿元，整体负债经营程度仍较高，后续面临一定的债务偿还压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	阳光城	滨江集团	蓝光发展	大悦城控	金融街	信达地产
全口径销售金额	2,180.11	1,363.60	1,035.36	693.97	402.00	210.33
总资产	3,523.02	1,720.16	2,582.64	1,998.71	1,692.08	942.79
归属于母公司的所有者权益	306.93	183.69	185.32	183.51	363.94	230.87
营业收入	821.71	285.97	429.57	384.45	181.21	258.64
净利润	54.91	35.48	36.76	11.23	22.18	17.44
销售毛利率	20.06%	27.04%	22.58%	31.44%	32.86%	30.00%
剔除预收款项的资产负债率	79.09%	71.72%	74.12%	71.76%	74.38%	69.52%
净负债率	94.90%	83.57%	88.57%	88.30%	172.58%	68.11%

注：均采用2020年末数据。

资料来源：公开资料，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
房地产行业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月4日发行5年期20亿元公司债券，募集资金计划用于偿还存量公司债券本金。截至2021年4月22日，本期债券募集资金专项账户余额为13.33万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股权结构未发生变化。截至2020年12月31日，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过明毅有限公司间接持有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，实际控制人仍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。

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较大。根据公司公告，公司原董事长周政先生、董事姜勇先生已于2021年3月辞去董事职务；周鹏先生已于2021年3月辞去公司总经理助理职务；李晋扬先生于2021年4月辞去公司董事及副总经理职务。2021年3月，公司全体董事共同推举董事、总经理曹荣根先生代为履行董事长职责，直至选举产生新任董事长为止；3月股东大会选举由伟先生、刘云先生出任公司第十届董事会非独立董事；4月2日，公司全体董事选举由伟先生为公司董事长，任期至本届董事会届满之日止。

截至2020年12月31日，公司因非同一控制下企业合并增加子公司6户，因同一控制下企业合并增加子公司1户，因其他原因合并范围变动净增加30户，具体见附录二。

四、运营环境

中央层面“房住不炒”总基调延续，房企融资管控趋严，地方层面热点城市调控政策持续加码

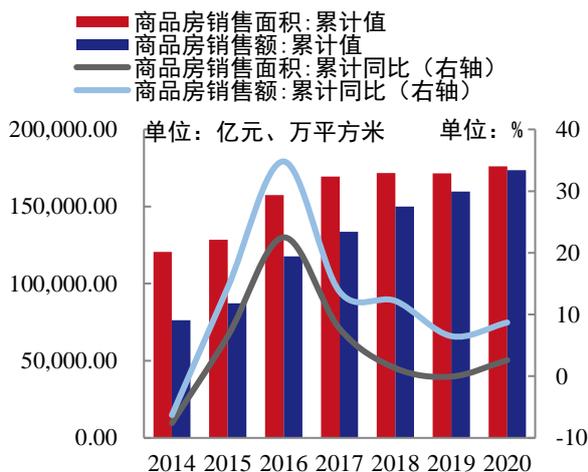
2020年中央层面延续了“房住不炒”的总基调，2月央行重提不将房地产作为短期刺激经济的手段，5月重申保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。在国内经济持续复苏、货币政策趋于平稳的背景下，8月银监会明确提出“三道红线”的重点房地产企业资金监测和融资管理机制，12月央行出台银行业金融机构房地产贷款集中管理制度，房企融资管控将持续趋严，楼市资金供给端有所收紧。

地方层面，2020年初在新冠肺炎疫情的冲击下，经济下行压力加大，多地出台了降低预售条件、减缓土地出让金缴纳等供给端调控政策以支持房地产行业发展。而进入2020年下半年以来，随着疫情的逐步缓解，深圳、东莞、杭州、常州和苏州等房价涨幅过大的城市密集出台了严厉的调控政策，调控重点在于打击投机炒作需求。中证鹏元认为，由于供需结构失衡导致房价、地价过热的城市未来仍将出台调控政策以维持“三稳”目标。

不同能级城市、不同城市群销售情况持续分化，核心区域级城市的价格支撑更强，仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况

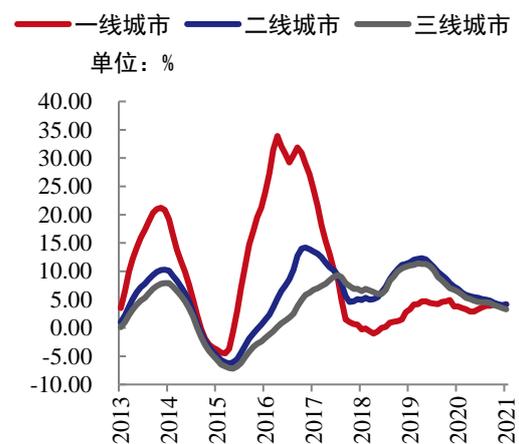
2020年伊始，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020年全国商品房销售面积176,086万平方米，比上年增长2.6%；销售额同比增长8.7%。新建商品房住宅价格方面，2020年不同能级城市分化明显，二三线城市呈现下滑趋势，一线城市热度不减，仍具韧性。

图1 商品房销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 70城住宅价格指数同比变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从不同类别城市表现来看，疫情影响下2020年一季度各能级城市成交面积下滑均较大，二季度以来积压需求逐步释放，成交面积单月同比增速陆续回正。下半年不同能级城市成交变动情况显著分化，一线城市商品房成交面积高位回落；受热点城市相继出台调控政策影响，二线城市表现相对较弱，增速转负；三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，2020年销售呈现一定韧性，但2020年系三年棚改攻坚计划的最后一年，随着棚改任务将进一步淡化，叠加疫情之后居民购买力弱化、潜在需求透支将对三四线城市购房需求产生负面影响。

综合来看，不同能级城市房地产市场表现将持续分化，核心区域都市圈协同效应显著。一线城市经济恢复能力和人口吸附能力较强，对销售面积及房价均形成较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持

续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市经济增速修复较慢，随着棚改淡化及中长期不可逆的人口流出，整体缺乏房价上涨动力，但核心区域都市圈内强三线城市仍具备一定韧性。部分棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市成交面积将出现下滑，并面临一定的价格回调。

2020年房屋新开工修复较快，开发投资规模增长韧性较强；土地市场回温，不同能级城市市场行情继续分化

房屋新开工方面，2020年新开工面积同比降幅收窄至1.20%，随着疫情缓解地产项目逐步复工，开发投资快速反弹，截至2020年末，房地产开发投资同比增长7.00%，呈现较强的增长韧性。2020年土地市场由热转冷，上半年流动性合理充裕带动房企拿地情绪高涨，下半年货币政策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的融资监管新规，土地出让市场整体走低，2020土地购置费用同比增长6.70%，已较上年同期14.50%的增速明显回落。

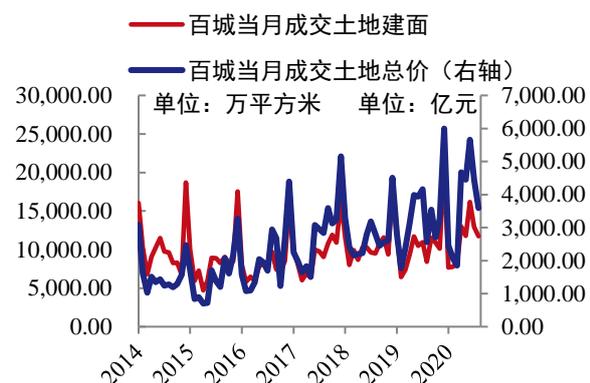
土地成交方面，随着疫情后流动性逐步宽松，销售回暖下房企持续推盘，叠加政府财政支出扩张背景下积极加大土地供应的数量和质量，2020年百城成交土地规划建筑面积累计同比增长12.35%，较2019年同期-0.97%的增速明显回升；进入2020年下半年后，调控政策频频落地导致后市融资压力加剧，百城成交土地建面单月同比增速逐步收敛。分城市能级来看，一线城市成交热度较高，二线、三线城市成交结构性特征较明显，热点城市成交量维持较高水平。土地成交价格方面，疫情后各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地溢价率及二三线城市楼面地价边际下行。

图3 房屋新开工及房地产开发投资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 百城成交土地情况



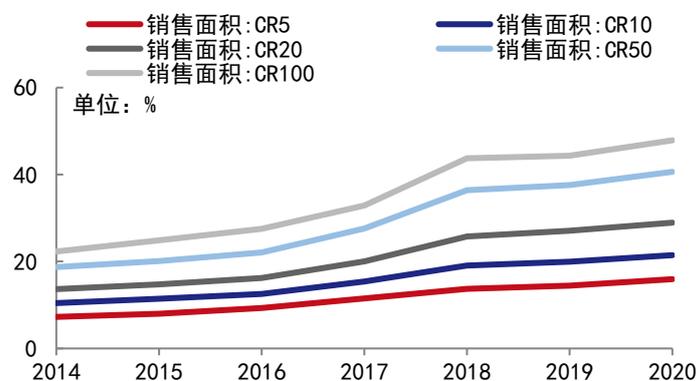
资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至2020年底，TOP10、TOP50、TOP100房企销售面积占比分别为21.46%、40.63%和47.87%，较

上年末分别提升了1.51、3.08和3.51个百分点。房地产行业规模效应显著，行业集中度持续提升，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资难度加大，房企间信用水平分化持续加剧。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

图5 房地产行业集中度持续提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受新冠肺炎疫情冲击，商业地产市场供需两端承压，商业物业租金下跌伴随着空置率上升，经营压力增大

从供给端来看，2020年全国完成商业地产开发投资19,570.16亿元（其中办公楼完成开发投资6,494.10亿元、商业营用房完成开发投资13,076.06亿元），同比增长0.94%，在货币政策宽松、住宅地产调控收紧的背景下，2020年商业地产开发投资额同比增速自2018年以来首次转正。2020年全国完成新开工面积24,706.03万平方米，同比下降5.05%，降幅较上年扩大4.69个百分点，商业地产新开工面积已连续7年下滑，延续了低迷的态势。在疫情的冲击下，2020年中国社会消费品零售总额同比下滑3.93%，首次出现下降。从商业项目开业量来看，2020年新开业的商业项目数量374个（单体商业建筑面积2万平方米以上，不含专业市场、家居商场、酒店及写字楼、纯商业街区），同比下跌28%；新增商业建筑面积3276.32万方，同比减量1116.27万方；平均单体建筑面积8.76万方。剔除35个存量改造物业外，全年全新入市的商业项目仅339个。

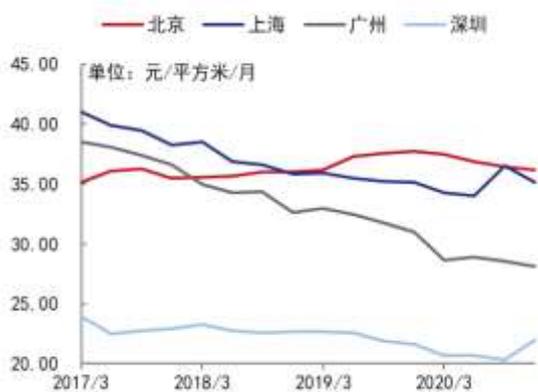
商业地产下游需求主要受到人口、地域经济和产业结构等长期因素影响，呈现较明显的区域分化。从销售端来看，2020年我国商业地产全年销售面积为12,622.79万平方米，同比下滑9.16%。2020年末，我国商业营用房待售面积同比减少2.62%至12,934万平方米，办公楼待售面积同比减少0.11%至3,796万平方米，商业营用房待售面积持续下滑，办公楼待售与上年基本持平。

图6 全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速

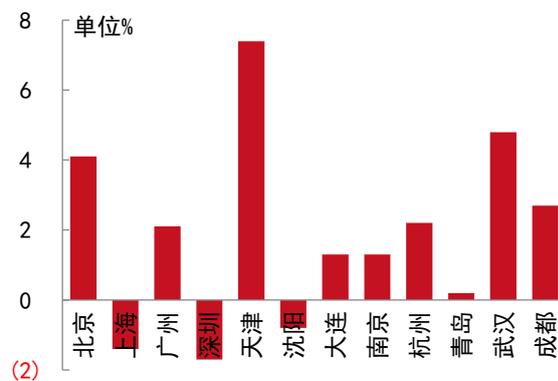

资料来源：Wind，中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益，对企业设计和运营管理等能力提出较大的挑战，进入行业较早，管理经验丰富、具备品牌影响力的房企运营优势更加显著。受宏观经济下行、社零增速同比持续下降，电商冲击及新建商业零售物业大批量投入市场等因素影响，近年来我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2020年，一线城市中，深圳优质零售物业租金同比有所提升，北京和上海租金略有下滑，广州租金下滑幅度较大。重点二线城市中，2020年除成都之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现一定程度下滑。

目前优质零售物业的运营状况区域分化仍较为严重，从同比变动数据来看，2020年北京、天津、武汉和成都空置率上升幅度较大，而上海、深圳和沈阳空置率有所下降；从绝对值来看，北京（10.6%）和天津（17.50%）优质零售物业空置率较高，其余重点城市空置率水平均在10%以内。

图7 我国重点城市优质零售物业首层租金情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 2020年12月底重点城市空置率同比变动情况


五、经营与竞争

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。2020年公司实现营业收入384.45亿元，同比增长13.79%。商品房销售及一级土地开发是公司最主要收入来源，2020年由于结算增加同比增长21.11%。投资物业及相关服务收入主要来自子公司大悦城地产投资运营的大悦城系列购物中心、部分写字楼物业，以及深圳宝安福永东芝泰格厂房、宝安三区中心大厦、北京祥云小镇等可租物业；酒店经营收入主要来自公司位于北京和三亚的控股酒店，定位以高端为主。新冠肺炎疫情对公司商业物业经营收入带来较大冲击，2020年投资物业及相关服务收入同比减少13.73%至44.38亿元，酒店经营收入同比减少28.91%至5.98亿元。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，2020年公司实现物业管理收入7.17亿元，同比增长3.55%。公司其他业务收入主要包括轻资产出租管理收入和物业管理公司其他增值业务等。

各业务毛利率方面，本期结算项目中低毛利项目占比提高，2020年公司商品房销售业务毛利率同比下滑10.15个百分点至27.76%；受疫情影响，投资物业及相关服务业务毛利率较上年小幅下滑；酒店经营业务受疫情冲击较大，毛利率同比下滑7.13个百分点。受结算商品房项目成本较高以及疫情冲击商业物业经营等方面影响，公司盈利能力下滑，2020年综合毛利率下滑至31.44%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售及一级土地开发	325.75	27.76%	268.97	37.91%
投资物业及相关服务	44.38	61.55%	51.44	62.40%
酒店经营	5.98	28.59%	8.42	35.72%
物业及其他管理	7.17	14.27%	6.92	13.47%
其他业务	1.17	34.71%	2.11	56.40%
合计	384.45	31.44%	337.87	41.20%

注：2020年公司实现一级土地开发收入1.54亿元。

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司在售面积、未来规划可售面积较大，且项目多位于热点城市，区域布局较好，较多的项目储备及待结算资源能够为未来收入提供保障，但项目开发面临一定资金压力

2020年公司实现商品房销售及一级土地开发收入325.75亿元，同比增长21.11%。近年来由于房地产调控持续加码，公司部分项目销售不及预期，2020年由于结算项目中低毛利项目占比提升，公司商品房销售毛利率同比下滑10.15个百分点。2020年公司全口径结算金额和结算面积分别为613.38亿元和229.26万平方米，当年结算金额较大的项目包括（1）上海瑞虹天悦郡庭（原上海瑞虹项目1号地），公司权益比例（公司最终持股比例，下同）为24.54%，结算金额78.34亿元；（2）苏州科技城金茂府项目，公司权益比例为24.5%，结算金额50.70亿元；（3）北京中粮天恒天悦壹号项目，公司权益比例为51%，结

算金额39.35亿元；（4）上海央玺项目，公司权益比例为25%，结算金额38.40亿元；（5）绍兴公元2020项目，公司权益比例为25.9%，结算金额26.77亿；（6）杭州旭辉中粮朗香郡项目，公司权益比例为50%，结算金额26.61亿元。

表2 公司全口径房地产开发业务主要经营指标

指标名称	2020年	2019年
新开工面积（万平方米）	411.66	403.08
竣工面积（万平方米）	277.33	116.46
期末在建面积	1,054.03	919.70
合同销售面积（万平方米）	312.07	290.04
合同销售金额（亿元）	693.97	710.82
销售均价（元/平方米）	22,238	24,508
期末已售待结转面积（万平方米）	431.65	401.20

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：公司提供

2020年公司全口径商品房签约销售面积同比增长7.60%，但受疫情及销售区域逐步下沉的影响，合同销售金额同比减少2.37%，销售均价较上年减少2,270元/平方米。从城市能级分布来看，2020年公司在一线城市实现的合同销售金额占比为32.16%，同比减少7.68个百分点；在二线城市实现的合同销售金额占比为48.79%，同比增加1.66个百分点。近年来随着公司规模的扩张和前期业务布局，公司重点销售项目逐步由一线城市向二、三线城市渗透，但在售项目布局仍以高能级城市为主，2020年一二线城市销售金额占比合计保持在80%以上。从销售区域分布来看，2020年公司在长三角地区的合同销售金额占比为49.31%，同比增加4.72个百分点；中西部城市群占比18.09%，同比增加3.74个百分点；京津冀区域占比11.39%，同比减少8.02个百分点；珠三角地区占比10.84%，同比减少1.44个百分点。近年来公司在长三角城市群的销售占比有所提升，其他重点城市群均有一定体量的业务布局，区域布局较为分散，抵御单一城市或区域市场波动风险的能力较强。

整体来看，目前公司在售的项目主要分布在北京、上海、深圳等一线城市和苏州、武汉、成都、沈阳等重点二线城市，区域布局相对分散，各能级城市销售贡献更加多元化，为其后续发展和风险防御奠定了较好的基础。但随着规模扩张，公司区域布局逐步下沉，未来若受宏观经济下行与行业政策等因素影响，公司在建及拟建项目未来的销售存在不确定性。

表3 公司签约销售地域分布情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2020年		2019年	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
上海	15.04	115.88	13.53	85.42
苏州	23.51	71.01	25.65	79.69
深圳	10.09	54.54	16.56	70.83
成都	24.47	49.22	22.58	46.65

北京	14.25	48.46	22.68	125.46
沈阳	29.87	35.39	29.08	31.81
武汉	30.35	32.95	25.55	30.48
重庆	21.75	28.88	10.98	15.3
常州	10.84	26.54	6.56	14.67
天津	12.06	25.56	5.75	12.51
嘉兴	12.89	23.46	21.56	35.64
杭州	9.32	21.08	11.47	27.65
南京	10.97	19.5	23.63	47.18
绍兴	8.89	19.14	14.26	26.68
青岛	7.29	11.45	11.54	20.77
佛山	2.63	7.57	6.55	14.95
长沙	1.82	1.51	13.87	8.92
其他城市	66.03	101.83	8.23	16.23
合计	312.07	693.97	290.04	710.82

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

截至2020年底，公司在建项目共94个，已售待结转商品房面积431.65万平方米，预收款项及合同负债余额382.59亿元；主要在售项目的待售面积合计962.73万平方米，是当期销售面积的3.08倍，项目储备较为充沛；主要待建和拟建项目14个，规划计容建筑面积合计265.76万平方米，较大规模的待结算资源和项目储备为公司未来收入提供了较好的保障，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。

截至2020年底，公司在开发项目分布在全国35个城市，从在建及拟建项目的规划计容建筑面积来看，建筑面积超过100万平方米的城市分别有北京（124.19万平方米）、成都（164.37万平方米）、沈阳（192.73万平方米）、天津（139.71万平方米）、武汉（212.38万平方米）和苏州（132.92万平方米）；从城市能级来看，一线城市占比11.01%，二线城市占比71.16%，三线城市占比17.83%。截至2020年底，公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资约3,000亿元，已完成投资余额2,300亿元（含立项阶段的项目）。总体而言，近年来公司房地产开发业务发展迅速，目前在建和拟建项目储备较多，布局分散且主要集中在风险相对较小的一线和二线城市，短中期业绩较有保障。但与此同时，公司在建和拟建项目后续需投入的资金量较大，未来面临一定的资金压力。

2020年公司土地获取力度进一步放缓，未来可能存在补库存压力，同时需关注新购置地块未来收益实现存在不确定性

公司继续聚焦于珠三角、长三角、京津冀、成渝等战略区域，坚持以核心城市群为基础的“核心城市-中心城市-卫星城市”的区域布局，同时为提高拿地成功率、分散风险和降低资金压力，继续在公开市场上加大联合拿地力度。近年来公司持续加大合作开发力度，项目权益占比持续降低，需关注公司项

目资金管控、实施协调及权益销售等情况。2020年公司通过招拍挂方式在重庆、成都、武汉、廊坊、苏州、南昌、和沈阳等城市获取地块，通过收购方式获取了嘉兴秀洲区、重庆江北区和西安国际港务区等地块，新增项目数量18个，新增土地计容建筑面积456.73万平方米，新增土地购置总金额为209.12亿元（占当期全口径销售金额的30.13%），其中支付权益对价104.56亿元，土地获取力度同比有所放缓。楼面地价方面，公司购置的部分地块区域逐步由核心城市拓展至核心城市群的周边城市、县城及市中心周边的远城区，新增土地储备楼面均价持续下行，2020年楼面均价下降至4,579元/平方米。2021年公司计划依据城市布局战略，推进土地储备，布局一线，深耕二线、强三线以及都市圈核心城市周边三四线城市，通过公开市场拿地、合作拿地、收并购等方式积极获取土地资源。

表4 公司新增土地储备情况（全口径）

项目	2020年	2019年
新增项目数量（个）	18	22
新增土地计容建筑面积（万平方米）	456.73	500.00
新增土地价款（亿元）	209.12	276.21
楼面均价（元/平方米）	4,579	5,524

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司剩余可开发建筑面积661.64万平方米，按照公司目前的开发节奏，现有土地储备可满足未来两年左右的开发需求。考虑到公司的销售及新增土储目标，或将面临一定的补库存压力，中证鹏元将持续关注公司的拿地策略。

总体看，公司土地储备质量较好，主要位于一线及热点二、三线城市，区域布局相对分散，为未来项目销售奠定较好的基础。但公司剩余可开发的区域主要集中在西南区域、华南大区和华中区域（占比分别为25.61%、11.02%和10.52%），待开发项目逐步向三线城市下沉，若房地产调控政策及市场景气度发生波动，新购置地块项目收益存在一定的不确定性，公司未来现金回款情况面临一定的挑战。

表5 截至2020年末公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目区域名称	占地面积	计容建筑面积		剩余可开发面积	
		面积	占比	面积	占比
西南区域（含成都、重庆、昆明等）	276.69	532.33	18.54%	169.47	25.61%
天津区域	58.8	153.93	5.36%	74.46	11.25%
华南大区（深圳、广州、厦门、佛山、江门等）	73.16	297.00	10.35%	72.91	11.02%
华中区域（含武汉、长沙、株洲等）	162.58	303.02	10.55%	69.62	10.52%
上海大区（含太仓、嘉兴、南昌等）	112.25	237.4	8.27%	52.05	7.87%
东北区域（含沈阳、哈尔滨等）	103.06	271.19	9.45%	51.47	7.78%
西北区域	31.74	77.07	2.68%	45.39	6.86%
山东区域（含青岛、烟台、济南等）	54.82	128.48	4.48%	40.01	6.05%
北京大区	168.18	355.51	12.38%	35.17	5.32%
海南区域	61.44	57.10	1.99%	22.68	3.43%

苏南区域（含苏州、常州等）	89.71	188.16	6.55%	21.37	3.23%
浙江区域（含杭州、绍兴、宁波、台州等）	57.72	133.42	4.65%	6.13	0.93%
南京区域	98.65	134.26	4.68%	0.90	0.14%
香港区域	0.12	2.00	0.07%	-	-
总计	1,348.92	2,870.87	100.00%	661.64	100.00%

注：本表包含商业地产土地储备情况；剩余可开发面积为总建筑面积减去累计取得施工证面积。

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

除已售、在售的深圳中粮天悦壹号、深圳祥云国际、深圳云景国际、69区创芯公园、深圳25区项目等城市更新项目外，目前公司在深圳市参与的城市更新项目共3个，包括深圳金帝食品厂城市更新项目（简称“福田大悦中心项目”）、深圳宝安区长营地块城市更新单元及深圳宝安区全一地块城市更新单元（合称“固戍项目”）、深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区城市更新项目（简称“大洋工业统筹片区项目”）等项目。跟踪期内，福田大悦中心项目已完成用地规划许可证变更并取得主体结构施工许可证；固戍项目的城市更新单元规划文本正在审批过程中。

公司在深圳宝安区工业地产业体量较大，截至2020年底拥有物业建筑面积约132万平方米，其中新安片区建筑面积约33万平方米（占地约17万平方米）；福海片区（含长营、全一项目）建筑面积约99万平方米（占地约70万平方米）。未来随着该等项目的顺利实施，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。但同时我们也关注到，城市更新项目实施主体资格、项目规划等需经政府部门审批，受拆迁进度、城市规划等影响，在实施进度、收益实现方式等方面存在一定不确定性。

2020年公司投资物业经营收入受疫情冲击明显，但得益于强大的品牌影响力和领先的招商及运营能力，出租率仍保持在较高水平

公司投资物业包括购物中心、写字楼、产业园、工业园及配套商业和长租公寓等多种业态。

商业物业的运营主体主要为子公司大悦城地产，品牌知名度高，商业运营能力领先，旗下商业地产包含“大悦城”城市综合体旗舰品牌，“大悦春风里”区域性商业中心，中粮广场、中粮置地广场等持有型写字楼品牌，以及北京华尔道夫、亚龙湾瑞吉酒店等高端酒店产品，投资物业资产质量良好。

截至2020年底，公司持有已开业10个大悦城购物中心、1个春风里项目和1个祥云小镇项目，分别位于北京、上海、天津、沈阳、成都、杭州、烟台、西安等8个城市。此外，公司还通过管理输出模式运营天津和平大悦城、昆明大悦城及鞍山大悦城项目。截至2020年底，公司在建及拟建的大悦城10个，分别位于北京、武汉、重庆、成都、济南、三亚、深圳、厦门、南昌等城市；在建及拟建的大悦春风里项目2个，位于北京、苏州等城市；在建的祥云小镇项目2个，位于青岛、武汉等城市；跟踪期内新增在建轻资产项目2个，位于长沙和无锡等城市。

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。出租率方面，得益于强大的品牌影响力和领先的招商及运营能力，在经过两至三年的培育期后，公司运营的购物中心项目出租率均能够达到较高水平，基本接近于满租状态。2020年受新冠疫情冲击，公司旗下各购物中心出租率均有所下滑，但仍保持在较高水平，全年整体出租率为94%。由于购物中心客流量及销售额下降，2020年公司旗下购物中心实现物业租赁收入28.72亿元，同比下滑9.63%。

表6 截至2020年末公司购物中心租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	权益比例 (%)	可租面积	已租面积	物业租赁收入		出租率	
				2019	2020	2019	2020
西单大悦城购物中心	30.39	5.33	5.17	7.03	5.71	99%	97%
朝阳大悦城购物中心	27.35	12.11	11.78	6.71	5.55	98%	97%
天津大悦城购物中心	30.39	8.83	8.57	4.38	3.97	98%	97%
沈阳大悦城购物中心	59.59	9.55	9.10	2.47	2.24	97%	95%
上海静安大悦城购物中心	30.39	6.62	5.70	2.42	1.64	96%	86%
烟台大悦城购物中心	30.39	7.60	6.81	1.40	1.14	95%	90%
成都大悦城购物中心	59.59	9.03	8.70	1.98	1.97	93%	96%
上海长风大悦城购物中心	21.67	5.49	4.87	0.79	1.20	92%	89%
杭州大悦城购物中心	32.77	7.36	6.68	1.94	1.59	94%	91%
西安大悦城购物中心	17.33	6.16	5.95	1.53	2.44	99%	97%
北京祥云小镇	51.00	7.51	7.19	1.13	1.10	97%	96%
北京大兴春风里	29.80	5.18	4.71	-	0.17	-	91%
合计	-	90.77	85.23	31.78	28.72	97%	94%

注：北京大兴春风里于2020年12月开业。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司持有运营的写字楼项目5家，分别为北京中粮广场、西单大悦城写字楼、中粮置地广场、香港中粮大厦及深圳中粮地产集团中心大厦。写字楼可出租面积共计21.04万平米，大部分位于一线城市的核心地段。得益于优越的地理位置，北京中粮广场、香港中粮大厦和西单大悦城写字楼近年来出租率保持在较高的水平，但疫情下实行了租金减免政策，物业租赁收入同比均有所下滑。中粮置地广场位于北京市东城区，项目于2018年8月竣工，2019年及2020年出租率分别达到70%和90%。深圳中粮地产集团中心大厦受区域内写字楼供应增加的影响，近年来出租率有所下滑，但物业租赁收入仍保持稳定。

公司可出租物业还包括位于深圳市宝安区的工业厂房，位于北京、深圳和成都等地的商铺以及长租公寓和酒店公寓等业态。近年来工业厂房受部分厂房拆迁影响，租赁收入有所波动，但出租率均保持在较高水平。公司酒店公寓系位于上海的鹏利辉盛阁，近年来出租率较为稳定；长租公寓系主要位于深圳的“乐邑”系列产品，目前在宝安区初步具备一定的规模。

表7 截至 2020 年末公司写字楼、产业地产等物业租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

	项目名称	权益比例 (%)	可租 面积	已租 面积	物业租赁收入		出租率	
					2019	2020	2019	2020
写字 楼	北京中粮广场	30.39	9.99	9.01	2.89	2.95	90%	90%
	香港中粮大厦	59.59	1.57	1.33	0.85	0.77	95%	85%
	中粮置地广场	30.39	5.63	5.07	1.28	1.63	70%	90%
	西单大悦城写字楼	30.39	1.31	1.15	0.48	0.43	91%	88%
	深圳中粮地产集团中心大厦	100	2.54	2.12	0.24	0.24	87%	84%
产业 园、 工业 园及 配套 商业	宝安福永东芝泰格厂房，大洋华 丰厂房，67 区中粮商务公园等	-	101.14	98.34	5.52	3.94	96%	97%
	成都地下商街	-	0.71	0.32	0.47	0.24	88%	45%
	深圳宝河等商铺	-	6.55	6.55	-	-	-	100%
	亚龙湾爱立方	30.28	1.18	0.93	0.32	0.28	83%	79%
	中粮健康科技园	100	8.37	7.64	-	0.17	--	91%
长租 公寓	深圳乐邑商务公园店	100	0.28	0.27	-	0.03	93%	96%
	创邑 031	100	0.27	0.25	-	0.02	64%	93%
	大悦乐邑 fresh（大洋店）	100	0.61	0.38	-	0.02	-	62%
	大悦乐邑 fresh（福安店）	56.52	0.66	0.28	-	0.02	-	43%
	大悦乐邑（中粮健康科技园店）	100	0.69	0.39	-	0.02	-	56%
酒店 公寓	上海鹏利辉盛阁	59.59	4.85	4.25	1.22	1.21	88%	87%
	合计	--	146.35	138.28	13.27	11.97	-	-

资料来源：公司提供

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）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，结构上以房地产项目和购物中心、写字楼等投资性房地产为主，资产质量良好，整体资产流动性较好，但应收关联方往来款规模较大，同时亦面临一定的存货跌价风险

随着业务持续发展，公司总资产规模保持增长。截至 2020 年 12 月 31 日，公司总资产规模达 1,998.71 亿元，同比增长 9.11%；流动资产占总资产比重为 74.68%，货币资金、其他应收款和存货等构成的流动资产是公司资产的重要组成部分。

2020年末公司货币资金余额同比增加15.10%至317.64亿元，其中4.29亿元为受限资金，主要是项目补偿安置监管资金、借款质押账户资金以及贷款配套办理定期存款资金等。

公司其他应收款主要是公司与项目开发单位的往来款、项目保证金、押金，以及子公司与其他股东之间的往来款等。往来对象主要是公司联营、合营企业，如昆明螺蛳湾国悦置地有限公司、深圳中益长昌投资有限公司和佛山市鹏悦置业有限公司（已由于项目减值计提坏账准备金额5.24亿元）等，应收关联方往来款项规模较大。

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括开发成本、开发产品和出租开发产品等。随着房地产项目开发投入增加，2020年末公司存货账面价值同比增长15.43%至874.57亿元，其中开发成本占比为82.47%，公司房地产开发项目主要集中在一线城市和热点二、三线城市，未来业务可持续性仍较好。受宏观调控及疫情影响，公司部分在建在售项目销售价格未达预期，个别项目因疫情工期延误导致成本增加，2020年公司对成都珑悦锦云、天津中北祥云、太仓湖畔祥云花苑、南京三金祥云和南京中粮鸿云坊项目共计提存货跌价准备7.22亿元，年末存货跌价准备余额10.51亿元。自2020年以来，热点城市房地产调控继续升级，同时公司可售货值中去化周期偏慢的公寓、写字楼等商业地产体量较大，公司仍面临一定的存货跌价风险。2020年末公司存货中账面价值210.81亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为24.10%。

公司长期股权投资采用权益法进行核算，2020年末账面价值为114.71亿元，主要是合作开发项目对合营及联营企业的投资。2020年公司权益法核算的长期股权投资收益为-13.69亿元，主要是联营合营项目计提存货跌价准备导致的投资亏损，部分由于项目仍在前期开发中，未达到结算期。

公司投资性房地产主要是大悦城地产持有的大悦城购物中心及写字楼等投资物业，项目地理位置优越、资产质量良好，其市场价值显著高于账面价值。公司投资性房地产均按成本模式进行计量，2020年末账面价值292.95亿元，同比略有增加，其中账面价值136.29亿元用于长期借款抵押，抵押资产占比46.52%。

固定资产主要为公司日常经营所需的房屋建筑物、机器设备、运输设备等，2020年末账面价值为40.48亿元，其中25.86亿元用于长期借款抵押。

总体来看，随着业务的持续发展，公司资产规模保持增长，资产结构上以在建、拟建、在售房地产项目以及购物中心、写字楼等投资性房地产为主，资产质量良好。截至2020年末，公司资产中货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产合计账面价值391.08亿元资产使用权受限，受限资产占总资产比重为19.57%，公司整体资产流动性较好。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	330.53	16.16%	317.64	15.89%	275.98	15.07%
其他应收款	233.11	11.39%	237.48	11.88%	244.28	13.34%
存货	900.97	44.04%	874.57	43.76%	757.68	41.36%
流动资产合计	1,535.64	75.06%	1,492.64	74.68%	1,337.80	73.03%
长期股权投资	114.62	5.60%	114.71	5.74%	113.05	6.17%
投资性房地产	294.97	14.42%	292.95	14.66%	283.73	15.49%
固定资产	39.90	1.95%	40.48	2.03%	42.24	2.31%
非流动资产合计	510.33	24.94%	506.07	25.32%	494.03	26.97%
资产总计	2,045.97	100.00%	1,998.71	100.00%	1,831.83	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，未来收入仍有一定保障，但盈利能力下滑、投资亏损和计提减值导致公司利润规模同比大幅减少

随着商品房结算金额增加，公司 2020 年营业收入同比增长 13.79% 至 384.45 亿元。考虑到截至 2020 年末，公司合同负债余额 379.87 亿元，当前在售项目规模较大且多位于国内一线城市和热点二、三线城市，公司未来地产销售收入来源具有一定保障。毛利率方面，2020 年公司商品房结算项目中低毛利项目占比提升，导致综合毛利率同比下滑 9.76 个百分点至 31.44%。

2020 年公司投资收益亏损 12.17 亿元，主要是联营合营项目计提减值所致。2020 年公司由于存货跌价确认资产减值损失 7.22 亿元、由于应收款项计提坏账准备确认信用减值损失 4.85 亿元。受累于盈利水平下滑及计提各类减值，2020 年公司利润总额和净利润同比分别下滑 47.97% 和 69.70%。受此影响，2020 年公司总资产回报率和 EBITDA 利润率等盈利能力指标均有所下滑。

图 9 公司收入及利润情况（单位：亿元）

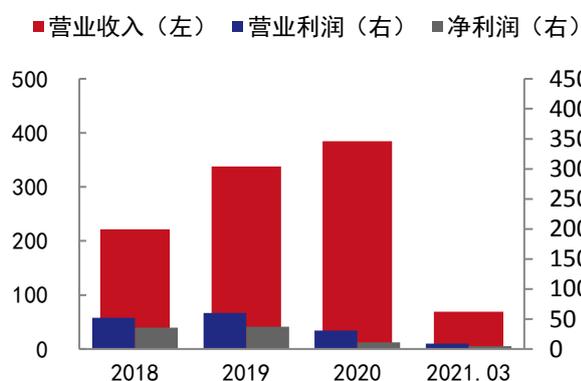
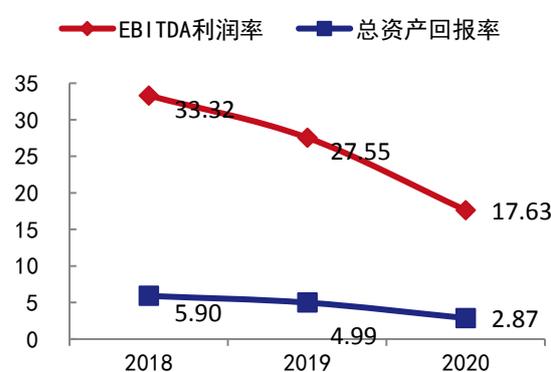


图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，在建及拟建房产项目所需资金规模大，未来仍有一定的资金压力

由于商业物业的经营性收入受到新冠疫情冲击较大，部分商户退租、延迟缴纳租金，2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少2.59%至376.80亿元，同时公司开发项目的建造支出规模较上年明显降低、且支付联营和合营公司款项及集团外部单位往来款项有所减少，2020年公司经营活动净现金流大幅增加至98.14亿元。近年来经营活动现金流持续增加，整体表现较好。随着利润规模减少，2020年公司EBITDA下滑至67.76亿元，FFO下降至-1.83亿元，但考虑到公司已实现预售的待结算资源及项目仍较多，未来该等指标有望得到改善。

公司持续控制投资规模，2020年投资活动产生的现金流净额为-10.54亿元，净流出规模同比有所减少，主要是支付合作企业投资款及往来款减少所致。跟踪期内公司偿还较大规模的债务并支付利息，筹资活动现金净流出44.04亿元。考虑到公司在建商业及住宅项目体量较大，未来公司仍有一定的资金压力。

图 11 公司现金流结构

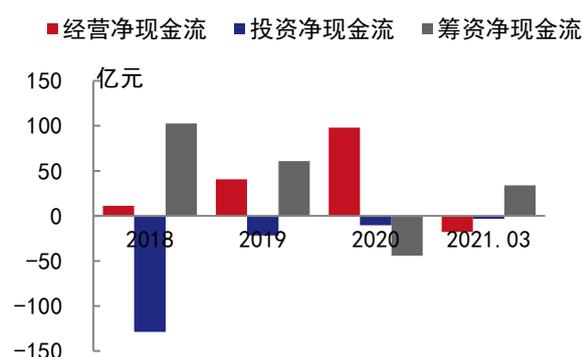
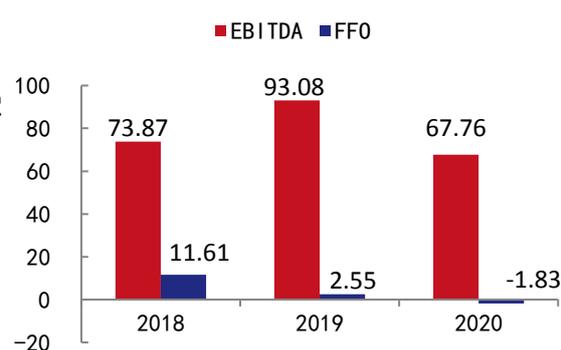


图 12 公司 EBITDA 和 FFO 情况 (单位: 亿元)

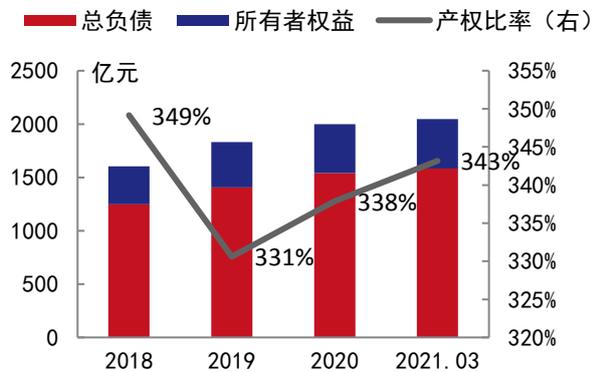
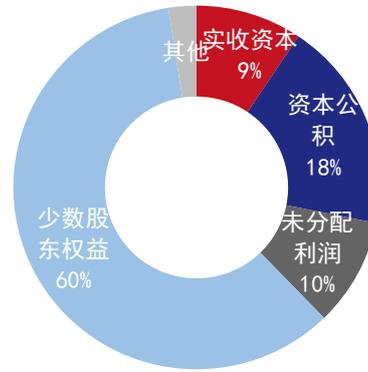


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司整体负债经营程度仍较高，债务规模较大，面临一定的债务偿还压力

随着土地收储和房地产开发项目的推进，公司资金需求加大，负债水平较上年进一步上升，2020年末公司负债总额同比增长9.66%至1,542.25亿元。由于公司合作开发项目较多，对部分项目公司持股比例较低，因而净资产中少数股东权益占比较高。2020年末公司股东权益同比增长7.30%至456.46亿元（其中少数股东权益占比59.80%），而归母所有者权益同比下滑5.46%至183.51亿元。截至2020年末，公司产权比率为338%，同比有所增加，所有者权益对总债务的保障程度有所减弱。

图 13 公司资本结构

图 14 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

随着应付工程款和土地款大幅增加，2020年末公司应付账款余额增加至170.93亿元。其他应付款主要是与相关单位往来款、保证金及押金、股权收购款等，2020年末账面余额增加至123.23亿元。公司预收款项为预收租金，合同负债主要为商品房预售房款，无实际偿付压力。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	50.91	3.21%	22.14	1.44%	31.96	2.27%
应付账款	148.83	9.39%	170.93	11.08%	109.51	7.79%
预收款项	2.79	0.18%	2.72	0.18%	297.75	21.17%
合同负债	394.51	24.90%	379.87	24.63%	77.81	5.53%
其他应付款（不含应付利息、应付股利）	134.94	8.52%	123.23	7.99%	119.90	8.53%
一年内到期的非流动负债	119.40	7.54%	161.63	10.48%	135.91	9.66%
流动负债合计	973.46	61.44%	979.64	63.52%	848.37	60.32%
长期借款	496.07	31.31%	469.43	30.44%	453.78	32.27%
应付债券	58.47	3.69%	58.46	3.79%	69.75	4.96%
长期应付款	19.00	1.20%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	610.87	38.56%	562.61	36.48%	558.05	39.68%
负债合计	1,584.32	100.00%	1,542.25	100.00%	1,406.42	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司有息债务余额为708.06亿元，同比增加2.45%，主要包括短期借款22.14亿元、长期借款581.18亿元（其中一年内到期部分111.75亿元）以及应付债券104.75亿元（其中一年内到期部分46.29亿元）。2020年末公司短期借款均为信用借款，长期借款主要为保证或抵押借款（抵押物为公司存货、投资性房地产、固定资产以及子公司股权等）。公司应付债券包括本部2018年发行的三期中期票据，分别于2021年4月（公司已于2021年4月发行2021年第一期中期票据）、7月和11月到期；包括本期债券、以及子公司中粮置业投资有限公司发行的2016年公司债券、2019年公司债券和2020年公司债券。

2021年3月末，公司长期应付款增加至19.00亿元，系新增购房尾款资产支持专项计划所致。

公司债务期限结构较为稳定，短期债务占比较低，各年度到期债务规模分布相对均匀，2021年及2022年公司分别需偿还债务152.85亿元和203.73亿元。2020年公司平均融资成本为5.10%，较上年下降0.12个百分点，近年来公司融资成本持续小幅下降，整体融资成本处于较低水平。

图 15 公司债务占负债比重

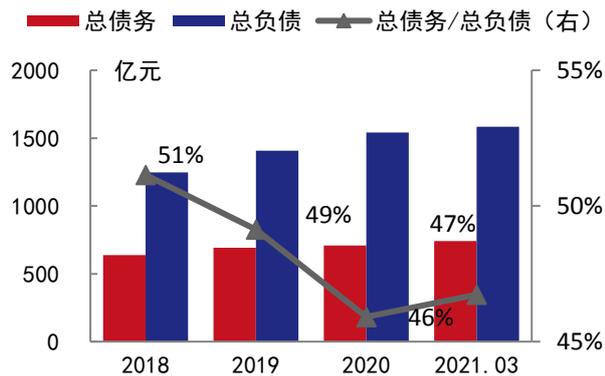
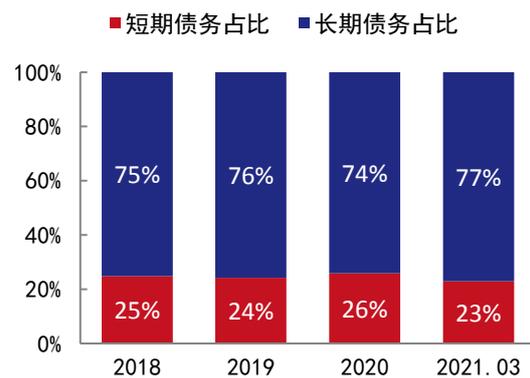


图 16 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

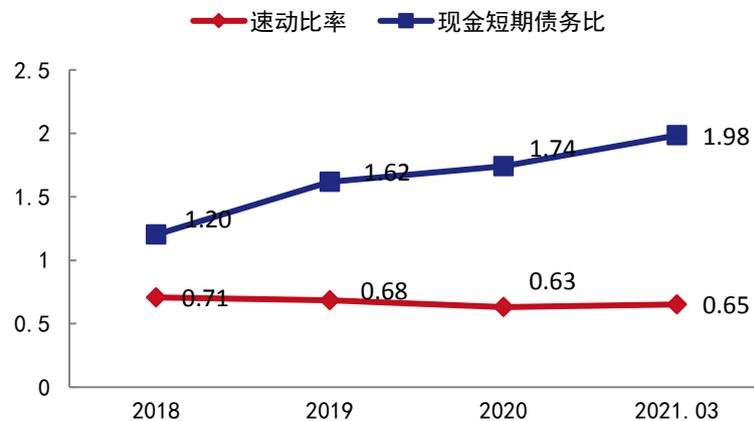
偿债能力指标方面，2020年末公司剔除预收款项的资产负债率和净负债率分别为71.76%和88.30%，净负债率较上年有所下降，资本结构略有改善，但负债经营程度仍较高。由于利润规模下滑，2020年公司EBITDA较上年有所下降，EBITDA利息保障倍数下降至1.57，盈利能力对利息支出的保障程度略有减弱。公司经营活动现金流表现较好，对净债务的覆盖程度有所提升。但2021年一季度公司经营活动现金流呈净流出，OCF/净债务表现较弱，后续债务偿还和项目开发建设投入使得公司融资需求增加，未来面临一定的债务偿还压力。

表10 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
剔除预收款项的资产负债率	72.00%	71.76%	70.79%
净负债率	89.05%	88.30%	100.37%
EBITDA 利息保障倍数	-	1.57	2.19
OCF/净债务	-4.33%	24.35%	9.52%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，2020年末公司速动比率为0.63，与上年相差不大；由货币资金增加，现金短债比提升至1.98倍。截至2020年底，公司尚未使用的银行授信额度522.52亿元，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。整体来看，公司具备较好的财务弹性。

图 17 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 4 月 29 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，公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2020 年末，公司对合营联营企业担保金额合计 62.41 亿元，占同期末净资产的比例为 13.67%。公司对外担保规模有明显增加，主要原因为近年来合作开发项目增多，增加对参股及合作开发公司的担保所致。中证鹏元关注到，2020 年公司投资收益亏损 12.17 亿元，主要是权益法核算的联营合营企业投资亏损所致。公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方受行业环境影响经营不佳，则公司存在一定的代偿风险。

表 11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保发生日期	担保期限
南京雍祥房地产开发有限公司	24,500	2018.7.27	4 年
佛山市淦盈置业有限公司	30,000	2018.12.18	5 年
佛山市新纪元置业有限公司	60,000	2019.5.20	18 年
重庆悦凯房地产开发有限公司	21,000	2019.6.03	6 年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	60,000	2019.6.28	5 年
北京悦恒置业有限公司	107,100	2020.4.13	4 年
武汉裕顺房地产开发有限公司	10,000	2020.5.18	6 年

北京恒合悦兴置业有限公司	171,500	2020.6.8	6年
江门侨新置业有限公司	30,000.00	2020.7.1	4年
北京悦恒置业有限公司	40,800.00	2020.7.9	2年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	30,000.00	2020.7.29	6年
固安裕坤房地产开发有限公司	39,200.00	2020.11.2	6年
合计	624,100.00	--	--

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	330.53	317.64	275.98	191.24
其他应收款	233.11	237.48	244.28	266.43
存货	900.97	874.57	757.68	588.99
流动资产合计	1,535.64	1,492.64	1,337.80	1,107.82
投资性房地产	294.97	292.95	283.73	324.76
非流动资产合计	510.33	506.07	494.03	495.96
资产总计	2,045.97	1,998.71	1,831.83	1,603.78
短期借款	50.91	22.14	31.96	33.14
应付账款	148.83	170.93	109.51	108.22
合同负债	394.51	379.87	77.81	69.78
一年内到期的非流动负债	119.40	161.63	135.91	125.40
流动负债合计	973.46	979.64	848.37	733.43
长期借款	496.07	469.43	453.78	389.98
应付债券	58.47	58.46	69.75	75.17
长期应付款	19.00	0.00	0.00	14.25
非流动负债合计	610.87	562.61	558.05	513.29
负债合计	1,584.32	1,542.25	1,406.42	1,246.73
总债务	740.35	708.06	691.03	637.66
归属于母公司的所有者权益	186.16	183.51	194.11	154.52
营业收入	68.91	384.45	337.87	221.69
净利润	4.90	11.23	37.05	35.74
经营活动产生的现金流量净额	-17.82	98.14	40.65	11.27
投资活动产生的现金流量净额	-3.20	-10.54	-21.69	-128.78
筹资活动产生的现金流量净额	33.82	-44.04	60.93	102.54
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	30.29%	31.44%	41.20%	46.08%
EBITDA 利润率	-	17.63%	27.55%	33.32%
总资产回报率	-	2.87%	4.99%	5.90%
产权比率	343.19%	337.87%	330.60%	349.17%
剔除预收款项的资产负债率	72.00%	71.76%	70.79%	72.70%
净负债率	89.05%	88.30%	100.37%	126.53%
EBITDA 利息保障倍数	-	1.57	2.19	2.18
OCF/净债务	-4.33%	24.35%	9.52%	2.49%
速动比率	0.65	0.63	0.68	0.71
现金短期债务比	1.98	1.74	1.62	1.20

注：2018年财务数据采用2019年审计报告期初数，其余均采用期末数。

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年3月财务报表，中证鹏元整理

附录二 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	主营业务	合并方式
重庆鹏域房地产开发有限公司	95.00	房地产开发	收购
苏州市相之悦房地产开发有限公司	50.10	房地产开发	收购
杭州良悦置业有限公司	100.00	房地产开发	收购
西安国际陆港文盛置业有限公司	70.00	房地产开发	收购
西安国际陆港文汇置业有限公司	70.00	房地产开发	收购
西安国际陆港文兴置业有限公司	70.00	房地产开发	收购
中粮（北京）农业生态谷发展有限公司	100.00	农业；房地产开发	同一控制下企业合并
成都花悦府房地产开发有限责任公司	60.00	房地产开发	设立
重庆悦璟企业管理有限公司	70.00	企业管理	设立
天津悦沈企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦苏企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦深企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦蓉企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦上企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦都企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦汉企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦盛企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦宁企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦杭企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦西企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
张家口悦乾房地产开发有限公司	65.00	房地产开发	设立
南京悦航运营管理有限公司	100.00	房地产开发经营	设立
天津悦成企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦海企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
南京鹏展运营管理有限公司	100.00	房地产开发经营	设立
三亚悦成企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦晨企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦江企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦楚企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
天津悦青企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	50.00	企业管理	设立
杭州腾悦置业有限公司	100.00	房地产开发	设立
沈阳市和诚房地产开发有限公司	60.00	房地产开发	设立
成都悦舟企业管理有限公司	100.00	企业管理	设立
上海兴尊实业有限公司	51.00	市场营销策划	设立
大悦城控股集团（海南）有限公司	100.00	旅游业务	设立

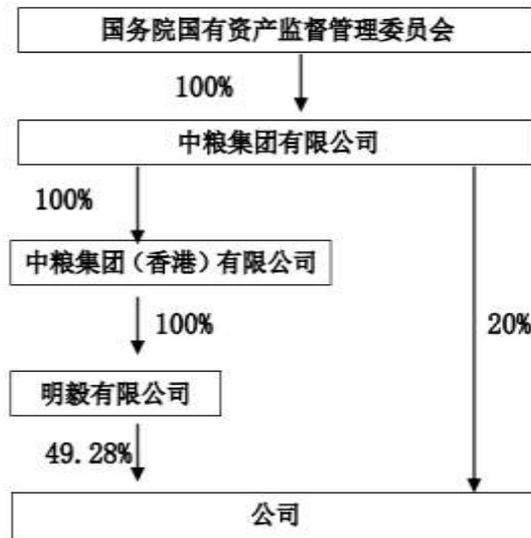
成都悦亿置业有限公司	98.00	房地产开发	设立
苏州市天隆房地产开发有限公司	70.00	房地产开发	设立
厦门市悦集商业管理有限公司	51.00	商业管理	设立
南昌嘉悦房地产开发有限公司	100.00	房地产开发	设立

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例（%）	主营业务	不再纳入的原因
河北昆泰众腾房地产开发有限公司	60.00	房地产开发	注销
华夏资本中粮购房尾款 1 号资产支持专项计划	100.00	-	清算终止

资料来源：公司 2020 年年报、公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月底）



资料来源：公司 2020 年年报

附录四 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中有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+长期应付款
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
盈余现金	现金类资产-（营业成本+管理费用+销售费用）×3%
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+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	净债务/所有者权益

注：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。

附录五 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、债务人主体长期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、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。