

信用等级公告

联合[2017] 1997 号

联合资信评估有限公司通过对大悦城地产有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据（债券通）的信用状况进行综合分析和评估，确定

大悦城地产有限公司
主体长期信用等级为
AAA

大悦城地产有限公司
2017 年度第一期中期票据（债券通）的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年八月八日



大悦城地产有限公司

2017 年度第一期中期票据（债券通）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还借款

评级时间：2017 年 8 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产 (亿元)	64.01	32.77	87.911
资产总额 (亿元)	680.38	730.87	825.51
权益总额 (亿元)	270.01	333.75	415.07
短期债务 (亿元)	96.21	42.24	42.53
长期债务 (亿元)	144.79	205.72	170.64
全部债务 (亿元)	240.99	247.96	213.17
收益 (亿元)	57.13	53.82	69.87
除税前溢利 (亿元)	32.36	16.52	24.57
EBITDA (亿元)	45.03	29.53	35.55
经营性净现金流 (亿元)	-23.86	5.69	40.47
毛利率(%)	59.42	53.88	53.82
净资产收益率(%)	7.35	2.88	3.07
资产负债率(%)	60.32	54.34	49.72
全部债务资本化比率(%)	47.16	42.70	33.93
流动比率(%)	90.86	159.78	151.16
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	8.40	6.00
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	2.17	3.53

注：权益中永久性权益工具未纳入有息债务及相关指标核算。

分析师

刘琨轩 杨 栋

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

大悦城地产有限公司（以下简称“公司”）为主要从事商业地产开发运营的大型上市公司。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为中粮集团有限公司旗下综合体及商业地产运营的重要海外上市平台，在行业地位、品牌影响力、商业地产运作经验及股东支持等方面具备的竞争优势。同时，联合资信也关注到，公司经营规模受物业开发及销售进度影响大、公允价值变动损益对利润贡献程度高等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

依托全国性商业地产品牌“大悦城”，公司专注于在境内开发、经营、销售综合体和商业物业，已形成涵盖投资物业、物业开发、酒店运营及物业管理的经营格局。近年来，在宏观经济增速放缓、购物中心供给上升、电商渠道分流背景下，公司凭借品牌认可度、清晰的差异化定位及成熟的运作经验，投资物业运营保持良好发展态势。未来，随着品牌输出管理的轻资产发展模式日益成熟，公司有望加速大悦城品牌的全国布局，进而提升其在商业地产市场的行业地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司控股股东为中粮集团，综合实力强，对公司优质资源获取及资金等方面提供支持。
2. 作为国内大型商业地产开发及运营企业，公司在项目运作、品牌影响力及产品品质

等方面具备竞争优势。

3. 近年来，公司逐步探索的轻资产运营模式将一定程度缓解资金压力，有望加速大悦城品牌的全国布局，进而提升商业地产市场的行业地位。
4. 公司自持投资性物业地理位置较为优越，可为公司带来持续稳定的租金收入。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动、区域市场出现分化，公司部分区域项目或将面临一定去化压力。
2. 近年来，公司经营规模稳定性受物业开发及销售进度变化影响大。
3. 近年来，投资物业公允价值变动对利润贡献程度高，且受限比重高；期间费用对利润侵蚀影响大。
4. 公司在建项目投资规模较大，存在持续对外融资需求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由大悦城地产有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

大悦城地产有限公司

2017 年度第一期中期票据（债券通）信用评级报告

一、主体概况

大悦城地产有限公司（以下简称“公司”或“大悦城地产”，股票代码：207.HK）前身为明仁控股有限公司，于1992年9月23日在百慕达注册成立，成立时法定股本为100000港元，后更名为“侨福建设企业机构”（以下简称“侨福建设”）。2012年7月，根据Kompass International Limited、High Return Trading Limited及黄健华先生（均为卖方及当时侨福建设股东）与得茂有限公司（作为买方，中粮集团有限公司间接全资子公司）订立的购股协议及授予侨福建设当时股东的强制性要约，得茂有限公司收购侨福建设当时全部已发行股本约73.5%。上述股份交易及强制性要约完成后，公司控股股东变更为得茂有限公司。

2013年9月23日，公司作为买方与卖方中粮置地有限公司（以下简称“中粮置地”）及担保方得茂有限公司（原中粮置地控股公司）订立收购协议，有条件收购中粮置地所持商用物业目标公司全部股权及股东贷款。2013年12月19日，公司向得茂有限公司按发行价每股2.00港元发行59.88亿股股份及10.95亿股可转换优先股以结清代价，同时向承配人按配售价每股配售股份2.00港元发行19.55亿股配售股份。配售完成后，公司有两类股份（即股份与可转换优先股），普通股股本增至84.79亿股；优先股股本10.95亿股。2013年12月，公司更名为“中粮置地控股有限公司”。

2014年9月12日，公司与中粮置地有限公司、亮翠有限公司（中粮集团有限公司间接全资子公司）及妙稻有限公司（中粮集团有限公司间接全资子公司）订立收购协议，公司作为买方有条件同意购买原中粮置地及亮翠有限

公司（作为卖方）目标集团¹及股东贷款。2014年12月4日，公司完成收购事项，现金总对价为124.60亿港元（约人民币98.69亿元）。2014年12月，公司更名为“大悦城地产有限公司”。

2015年4月28日，公司按每持有两股现有股份获发一股发售股份的基准，以配售价格每股1.35港元在香港联交所公开发售47.44亿股，发行完成后公司已发行普通股增至142.31亿股，优先股股本10.95亿股。截至2016年底，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）通过得茂有限公司间接持有公司66.83%股权，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

公司主要从事投资控股、物业投资及开发、物业管理及酒店经营业务。截至2016年底，公司内设办公室、战略部、财务部、规划设计部、商业管理部、营销管理部等15个职能部门。

截至2016年底，公司合并资产总额825.51亿元，权益总额415.07亿元（非控制股东权益117.87亿元）。2016年，公司实现收益69.87亿元，除税前溢利24.57亿元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street Hamilton HM11, Bermuda；董事长：周政。

二、本期中期票据概况

公司本期计划发行2017年度第一期中期票据（债券通）（以下简称“本期中期票据”），发行额度10亿元，期限3年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将归集至公司开设的NRA账户，拟用于偿还借款。本期中期票据的本金及利息将由

¹ 目标集团主要从事开发、经营、销售、租赁及管理“大悦城品牌”项下的商业综合体项目组合，即拥有位于中国北京、上海、天津、烟台及沈阳共计六项综合体项目组合、一项位于北京商用物业项目并于位于北京及上海的两项物业项目中拥有非控股权。

公司本部通过 NRA 账户进行支付。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。

总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

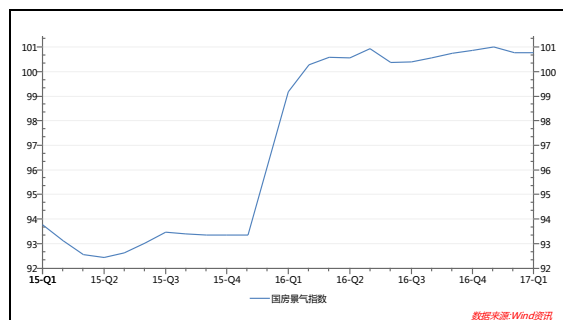
展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市 1-11 月房价累计涨幅达 22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市 1-11 月房价累计涨幅 13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

(2) 土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继

续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52

万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

（3）政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出

“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

（4）行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能继续小幅下降，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 商业地产开发及运营行业分析

（1）行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖写字楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和写字楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、写字楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

图2 近年来中国商业地产主要指标及变动情况



资料来源：Wind资讯

2010~2014年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015年，受宏观经济下行影响，商业地产投资增速均有所放缓，2016年受益于政策推动、经济回暖有所回升。2014~2016年，商业类房屋

（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为19987.44亿元、20817.23亿元和22370.12亿元，年均复合增长5.79%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重均在70%以上，2015年底占比为70.80%。2014~2016年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降3.30%、10.10%和0.90%，办公楼新开工面积同比变动率分别为6.70%、-10.60%和-2.30%，商业营业用房新开工面积增速下降较快。

（2）行业细分

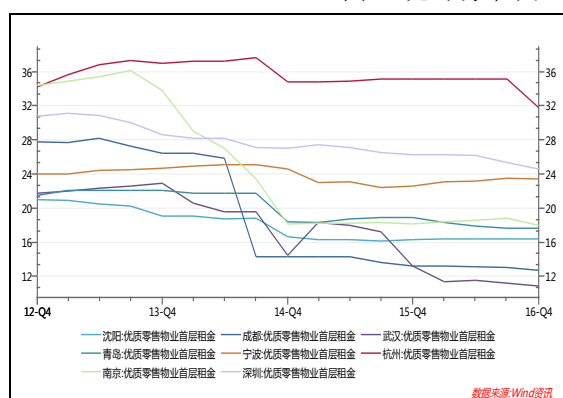
购物中心

购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，进而为开发经营商赚取最大的出租和出售回报，是购物中心运营中至关重要的问题。

相对于美国、日本等发达国家，中国的购物中心起步较晚，20世纪80年代中后期，在北京、上海等一些大城市才开始出现购物中心。近十年来，随着经济的发展和人民生活水平的提高，中国购物中心市场快速发展，除了传统的零售商和商业地产开发商，一些住宅地产开发商也积极参与到购物中心的开发。一线城市经济发展水平高、零售市场较

为成熟，购物中心数量快速攀升，商家之间竞争激烈；二线城市购物中心虽起步晚于一线城市，但近几年来发展迅速，部分二线城市新增购物中心数量超过一线城市，且单个项目体量较大；受三、四线城市经济发展水平较低等因素影响，购物中心市场起步晚且成熟度较低，购物中心这种新型业态在较弱的三线城市及四线城市中仍较为空缺；此外，各类城市中购物中心的经营情况也出现分化，定位、规模、功能综合、专业化程度等不断发生变化，呈现不同形态。截至 2015 年底，中国大陆地区购物中心经营面积逾 2 亿平方米。2016 年全国新开业大中型商业项目多达 551 家（商业面积在 3 万平方米及以上，含存量资产升级改造重新开业项目及试营业项目），商业总体量超过 4600 万平方米。购物中心供应量的快速增长，带来了布局失衡、重量轻质、品牌商挟持开发商以及资金瓶颈的问题。2015 年以来，受社会消费品零售总额增速持续放缓以及电子商务冲击影响，购物中心的租金价格也呈下降的趋势。

图 3 重点城市优质零售物业首层租金
(单位：元/平方米/天)



资料来源：Wind资讯

随着消费需求的转变和行业竞争格局的转变，中国购物中心市场呈现新的发展趋势：

(1) 体验式消费：随着中国消费者消费心态的日渐成熟以及互联网电商的兴起，消费者进行线下消费时，更愿意为体验、环境和服务买单。因此传统商场、购物中心通过调整

业态配比，逐步提高休闲、餐饮以及体验式消费业态的比例，以求突出自身特点，形成与电商的差异化竞争。(2) 轻资产管理输出：商业地产项目投资规模大、回收期长，往往占据企业大量资金，成为品牌企业扩张的主要障碍之一。在轻资产合作模式下，投资方负责取得项目土地使用权，并负担土地出让金及项目建设所需全部投资，运营方负责项目的建筑规划设计、工程管理、商业规划及招商、商业运营管理，双方按照项目开业后的租赁净收益分成。轻资产模式对于提升企业资产流动性，进而提高企业抗风险能力以及有效利用外部资源快速发展，提升净资产回报率进而在短期内提升业绩等方面优势显著，但同时也对开发商资本运作、运营管理和风险控制能力要求更高。

写字楼

写字楼作为办公建筑，是收集、处理和产生各种行政、调研、商务信息的场所。按功能划分，包括普通写字楼、商住写字楼和综合性写字楼；按档次划分，包括超甲级、甲级、乙级、丙级写字楼；按智能化水平划分，包括 3A 写字楼和 5A 写字楼。写字楼可自用，也可作为投资项目赚取投资回报。城市等级、产业结构、基础设施条件、高素质人才、商务环境等是影响城市写字楼市场发展的主要因素。

中国甲级及以上写字楼供应主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市；近年来二三线城市经济发展迅速，甲级写字楼总体供应量快速上升。由于甲级写字楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，一线城市在服务业稳步增长的支撑下，写字楼需求与供应量基本相若，2016 年平均空置率保持在高个位数附近，但未来数年的新增供给则不容乐观。大部分城市二线城市存在供大于求的问题，个别二线城市受到一批超出市场消化能力的新供应项目的影响，出现了明显的吸纳困难状况。租金水平方面，过剩的

供给和未来仍有大量新增供应的预期压抑了租金的增长，北上广深四个一线城市 2013~2016 年租金年平均复合增长率仅为 2.8%，大大低于 2010-2013 同期的 12.1%，但仍保持在较高水平，呈温和增长态势；二三线城市租金水平则因市场消化能力有限、新兴区域新增供应的租金低于平均水平而保持平缓或下降的态势。

短期看，全国多个市场将在未来几年仍是商业地产供应潮，供大于求仍将是盘踞写字楼市场的主旋律，空置率将不可避免地上升，一线城市租金或将进入盘整阶段，二三线城市租金将继续下调。但长期看，随中国财新服务业持续发展，除金融与专业服务业将继续主导甲级办公楼需求以外，高速发展的 TMT 行业（科技、媒体和通信）的租赁需求以及民营企业建立区域性或全国总部的需求将保持强劲态势，对写字楼需求形成支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，中粮集团通过全资子公司间接持有公司 66.83% 股权，为公司控股股东。国务院国有资产监督管理委员会全资持有中粮集团 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

作为中粮集团综合体及商业地产重要运营海外上市平台，依托全国性商业地产品牌“大悦城”，公司专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业，已形成涵盖投资物业、物业开发、酒店运营及物业管理四大板块的经营格局。截至 2016 年底，公司在北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都共 7 个城市持有 8 个大悦城城市综合体。此外，公司还开发持有北京、上海、三亚、成都及香港等多个优质物业。

商业地产运营方面，公司积极推进大悦城商业综合体的开发与运营；截至 2016 年底，

公司持有投资物业中综合体零售区可出租面积合计 62.78 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 13.78 万平方米。凭借品牌认可度、清晰的差异化定位及成熟的运作经验，近年来公司投资物业运营保持良好发展态势，租金收入年复合持续增长，为公司提供持续稳定的现金流入。

住宅物业销售为公司快速回笼资金、提升资金使用效率的重要渠道，截至 2016 年底，公司进入上海、天津、成都、三亚等城市，其中大部分住宅物业依托于大悦城综合体，产品定位于中、高端购房人群，项目盈利处于较高水平。截至 2016 年底，公司在售项目尚余可售面积 27.46 万平方米，为 2016 年签约销售面积的 2.92 倍，充裕的可售资源为后期业绩提升奠定基础。

3. 股东概况

公司控股股东中粮集团系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，在资产规模、行业地位、产品质量与品牌知名度、市场网络以及发展前景等方面具有显著优势。截至 2016 年底，中粮集团（合并）资产总额 5008.63 亿元，所有者权益 1434.38 亿元（其中少数股东权益 667.90 亿元）；2016 年中粮集团实现营业总收入 4070.06 亿元，利润总额 61.79 亿元。

规模优势

贸易方面，中粮集团传统的粮油糖进出口业务在国际国内市场上占据极其重要的位置，成为国家粮食经营政策决策的重要参谋机构和国家粮油糖商品的贸易前沿。中粮集团着力构建“国内与国际市场结合、内贸与外贸结合，市场与储备结合，产业发展与粮食贸易结合”的中国最大、最完善、最具市场竞争力的大宗粮食贸易、物流体系，以不断提高粮食内、外贸一体化综合经营能力。

实业方面，中粮集团通过粮油加工重点投资项目建设，进一步提高产能，完善布局，增

强市场控制力，抵御外资粮油巨头的迅速扩张威胁，加快国有农产品加工主渠道建设，协助政府稳定粮食及食品价格。相对于竞争对手而言，无论在技术上、管理上，还是在产品研发与市场销售网络建设方面公司都具有明显的优势。根据中国粮食行业协会和国家粮食局公布的统计，中粮集团是中国规模最大的油籽加工商之一，也是规模最大的小麦加工商之一（两者均按年产量计算）。

此外，公司在面粉、饮料、麦芽等业务方面，不但已经形成一定的规模，而且都有了相当高的市场知名度。自 1994 至 2016 年，公司已连续 23 年入选美国《财富》杂志世界企业 500 强，是唯一入选的粮油食品企业。

品牌优势

品牌建设方面，中粮集团在集团层面建立了品牌管理部门，制定了新的 V I 系统，设计了新的司徽，提出了“自然之源、重塑你我”的企业理念，进入品牌建设的新阶段。在大力塑造企业品牌形象的同时，中粮集团各业务单元进行系统的品牌分析，找准在不同行业中的品牌定位，不断推进“中粮”母品牌与下属子品牌协同发展。

在母品牌的影响下，各子品牌不断提高市场知名度，创造品牌效应。各子品牌如“长城”葡萄酒，“大悦城”综合商业体，“福临门”食用油，所有小麦、面粉、面制品的“香雪”品牌，中英人寿，“中茶”茶叶，“雪莲”羊绒，“金帝”巧克力，“屯河”番茄制品，“家佳康”肉制品等品牌市场影响力继续扩大，中茶公司下属厦门茶叶进出口有限公司的“海堤”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。中粮集团的各品牌为其赢得了高品质、高品位的市场声誉。经国务院国资委筛选和推荐，中粮集团成为“国家商标战略实施示范企业”。

优质资产获取

2013 年以来，公司通过定向增发及现金支付方式收购中粮集团旗下优质商业物业组合及大悦城物业组合，发展定位明确以“大悦城”

旗舰品牌开发运营，核心区域优质物业规模及稳定租金流入均得到提升。

资金支持

商业地产开发运营具有沉淀资金规模大，周期长等特点。为支持公司业务发展，中粮集团及系统内企业通过委托贷款及资金拆借等形式在资金方面给予公司大力支持（计入“应付非控股权益贷款”、“应付同系附属公司贷款”及“永久性权益工具”等）。

总体看，作为中国粮油及食品领域龙头企业，中粮集团在生产规模、品牌知名度、市场占有率等方面都具有明显的优势与竞争力。公司作为中粮集团控股子公司，日常运营中在优质资源获取及资金等方面得到股东有力支持。

4. 人员素质

截至 2016 年底，公司董事会成员及高管人员共 13 人。

公司董事会主席、执行董事周政先生，1963 年生，硕士学历，中国高级工程师，拥有 20 多年企业管理经验，现为中国房地产业协会理事。周政先生曾任航空航天部第 609 研究所高级工程师；中粮南方包装有限公司副总经理、总经理；中粮杭州美特容器有限公司总经理；中粮发展有限公司包装实业部总经理；中粮发展有限公司副总经理；中国粮油食品（集团）有限公司包装实业部总经理；中粮包装有限公司总经理；中粮地产（集团）有限公司总经理；中粮集团有限公司地产酒店事业部总经理；中粮置地有限公司总经理。

2017 年 5 月 23 日，公司发布公告，公司董事会委任周鹏先生为公司总经理。周鹏先生，1978 年生，博士学历，中国高级工程师，历任朝阳大悦城副总经理、总经理，公司副总经理，现任公司总经理、中粮（北京）农业生态谷发展有限公司总经理。

截至 2016 年底，公司拥有在职员工 6075 人，其中主营业务人员 1420 人。主营业务人员中，按学历构成划分，硕士及以上学历占

15.5%、学士学位占 51.8%、大专及以下占 32.7%；按年龄结构划分，30 岁以下的占 41.8%、30~50 岁的占 55.0%，50 岁以上的占 3.2%；从专业构成划分，经营管理人员占 13.7%、专业技术人员占 17.1%、技能人员占 69.2%。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；公司职工队伍文化素质较高，能够满足日常经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照百慕达法律和有关法律规定，制定了公司章程大纲及细则，并建立了规范的公司治理结构。公司各层级权责分明，确保经营及管理有条不紊。

公司根据《百慕达公司法》、香港联交所证券上市规则及相关规定召开股东大会。除举行法定会议之年度外，公司每年均须举行一次年度股东大会，时间及地点可由董事会决定。除香港联交所另有规定外，两次年度股东大会之间时间间隔不得超过 15 个月。除年度股东大会外，所有股东大会均为特别股东大会。股东大会可在董事会可在世界范围内的任何地区举行。

董事会可在认为适当时召开特别股东大会，同时，持有具有股东大会投票权股份不少于公司实缴资本十分之一的股东，有权向董事会或公司秘书发出书面要求召开特别股东大会，以处理书面要求指定的任何事务，有关会议须于递交有关要求后 2 个月内举行。

董事会为公司管理及经营机构，董事人数不得少于两名，公司业务管理归于董事会。截至 2016 年底，公司设有执行董事 2 名，非执行董事 4 名，独立非执行董事 3 名。董事会根据公司章程大纲及细则及其他相关细则在授予的职权范围内行使职权，负责监督公司的业务和事务，以提升股东价值为目标、订立及通

过公司战略方向，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。

董事会可委任公司总经理及一位或以上经理，并可决定其薪酬以及支付总经理及一位或以上之经理因公司业务而雇用任何职员的工作开支。该总经理及一位或以上经理的任职期限由董事会决定，董事会可向其赋予董事会认为适当的任何权力。经理层的主要职责是有效执行董事会订立的策略和所作的决定，以及负责公司日常营运。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

截至 2016 年底，公司内设战略部、财务部、商业管理部、营销管理部、酒店管理部等 15 个职能部门。

根据有关法规和业务实际情况，为提高内部控制与经营管理水平，公司建立现代公司制度，保障发展规划和经营战略目标的实现，主要涵盖财务管理、会计制度、预算管理、担保、关联方交易制度、重大投融资决策、下属子公司管理制度等。

财务管理方面，依据董事会制定的财务战略，合理筹集资金，有效营运资产，加强资产管理和风险控制，公司制订了《会计基础工作规范》、《货币资金管理制度》、《减值准备管理办法》、《无形资产管理规定》、《关联交易核算管理办法》、《固定资产管理制度》、《财务报表编制及报送管理办法》和《税务管理手册》等。公司建立了系统的财务管理机制，主要包括：

（1）建立财务决策机制：明确决策规则、流程权限和责任等；（2）建立财务决策回避机制：对股东、董事会成员、高级管理人员与公司利益有冲突的财务决策实行回避制度；（3）建立财务风险管理制度：明确投资者、经营者及其他相关人员的权限和责任，按照风险与收益均衡、不相容职务分离等原则，控制财务风险；（4）建立财务预算管理制度事项，明确预

算管理的程序、执行时间、权责归属等细节问题；(5) 组织机构管理机制：明确财务管理权职机构及其管理职权和内容；(6) 资金筹集制度：明确了对资金筹集的方式、原则、程序和细则；(7) 资产营运：建立资金管理制度，明确资金调度的条件、权限和程序，统一筹集、使用和管理资金。内容包括对建立销售合同、存货管理以及固定资产购建、使用、处置制度；

(8) 对外担保制度：明确了对对外担保活动应遵守的审批程序和实施职能部门；(9) 损益管理制度：说明了收入管理的内容，成本控制的制度原则以及收益分配的实施内容和条件；

(10) 清算重组：明确了重组清算活动的实施原则和程序；(11) 财务监督：公司设立审计委员会，对公司的审计、定期报告以及合作事务所、机构的更换等进行职权监督和管理。

(12) 关联交易：明确了对关联交易的管理制度。

投融资管理方面，公司制定了《投资指引》和《投资管理办法》，主要内容包括：(1) 纳入投资管理的项目类型；(2) 投资管理评审制度(3) 投资相关机构职责划分；(4) 投资审批权限与额度；(5) 投资项目跟踪管理；(6) 投资项目后评价管理；(7) 具体项目投资审批流程；(8) 其他事项。公司制定《资金管理暂行办法》规范融资业务，加强资金监管，防范融资风险，合理配置资源，提高资金使用效率。公司在融资决策方面规定：各项目公司与银行签订授信协议，或续签授信协议前，须报公司财务部审批，并按规范说明贷款申请信息；进行其他债务类融资前，应先比较当地银行贷款，当银行贷款额度不能保证、贷款条件较为严格或资金用途受到限制时，可考虑选择其他债务类融资，其他债务类融资申请需财务部审核，由总经理、财务负责人批准后方可办理。

对外担保方面，公司制定《资金管理暂行办法》，明确规定了公司对外担保制度管理、审批权限和审查程序、信息披露、监督调查等。为有效控制或有负债风险，公司规定各子公司

无权独立对外提供担保、办理资产抵押或股权质押等；因特殊原因，确需由各子公司或母公司本级提供担保的，应由各子公司报财务部和法律部审核，经总经理批准后办理。

总体看，公司整体运作规范，法人治理结构完善，管理制度较为健全。

七、重大事项

1. 重大资产收购

2014 年 12 月 4 日，公司完成收购大悦城项目（包括以大悦城品牌开发或将开发的综合体项目）。此次重大收购事项为，公司从中粮集团间接全资子公司亮翠有限公司收购立运有限公司全部已发股本；从中粮置地收购 Kersen Properties Limited 及兆康有限公司全部已发行股本；并且在收购协议日期 2014 年 9 月 12 日，承担以上被收购公司尚欠中粮置地未偿还股东贷款 9.96 亿港元（约人民币 7.89 亿元），现金总对价为 124.60 亿港元（约人民币 98.69 亿元）。公司于 2014 年 12 月初结清对价 62.30 亿港元，并根据与收购有关的补充协议延迟结清余下对价 62.30 亿港元。递延结清款项不计息，并在收购完成日期起六个月内偿还。2015 年，公司以供股形式向股东募集资金 64.04 亿元，用以支付收购事项剩余对价。截至目前相关款项已结清。

被收购企业在中国五大城市主要从事开发、经营、销售、租赁及管理“大悦城品牌”下的商业综合体项目组合，拥有位于中国北京、上海、天津、烟台及沈阳共计六项综合体项目组合。此外，被收购企业还拥有一项位于北京商用物业项目及位于北京及上海两项物业项目非控股股权。本次交易完成后，公司作为中粮集团综合体及商业物业开发的地位得到巩固，品牌知名度进一步提升。此外，公司拥有的大部分综合体将均以“大悦城”旗舰品牌开发运营，核心区域优质物业规模及稳定租金流入带动公司收入及利润新增长点。

2. 股权转让

2016年7月18日，公司发布公告《就潜在出售立运有限公司、熙安有限公司及锦星有限公司的49%股权开始公开挂牌程序》，公司就潜在出售锦星有限公司、熙安有限公司、立运有限公司（以下简称“目标公司”）各自49%的股份（以下简称“目标股份”）于北京产权交易所开始挂牌程序，挂牌总价不低于人民币92.89亿元，出售所得款项将用于拓展商业物业业务，补充营运资金及偿还现有负债，以改善公司资本架构，支持公司及附属公司未来的稳步发展。

本次交易中的目标公司通过其子公司间接控制西单大悦城、朝阳大悦城、上海大悦城、天津大悦城、北京中粮广场和中粮·置地广场6个综合体物业项目的全部或大部分权益。

7月29日，公司发布公告，公司全资子公司恒瑞有限公司作为普通合伙人，两家机构投资者作为有限合伙人，于2016年7月29日就设立基金合伙公司（以下简称“该基金”）达成有限合伙协议。该基金将竞投前述公司挂牌出售的三家公司股权。2016年8月18日，公司公告称，公司已与该基金订立股份购买协议，公司同意出售而基金同意购买目标股份，总代价为人民币92.89亿元（受限于调整）。交易完成后，公司保留目标公司51%股权，且继续管理目标公司持有的物业项目运营或开发，潜在出售也将成为公司合并资产管理、资本运营及品牌输出发展战略方向的新模式。截至目前，该笔交易已完成股权交割，公司已收到全部股权转让款。

八、经营分析

1. 经营现状

作为中粮集团综合体及商业地产重要运营的海外上市平台，依托全国性商业地产品牌“大悦城”，公司专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业，已形成涵盖投

资物业、物业开发、酒店运营及物业管理及相关四大板块的经营格局。

2014~2016年，受物业销售板块结转收入波动变化和投资物业收入快速增长综合影响，公司收益（即营业收入）波动增长，年复合增长率10.59%；2016年实现收益69.87亿元，同比增长29.81%。从构成看，投资物业、物业和土地开发及酒店经营为三大核心板块，近三年收入合计占比均在90%以上。分板块看，随着自持物业自然租金及出租率的提升及在建投资物业完工投运，公司投资物业收入年复合增长24.70%；2016年实现投资物业及相关收入31.23亿元，同比增长17.57%，占收益比重为44.70%。物业及土地开发板块收入年复合增长10.89%；其中2015年，公司结转项目产品结构有所变化，主要为海南龙溪悦墅、天津大悦城悦府等项目，而2014年主要为龙溪29号、上海海景壹号等高均价项目，使得当期收入同比下降26.97%；2016年，结转面积和结转均价较2015年均有所增长，收入同比快速增长。2014~2016年，酒店经营收入有所波动；2016年实现收入10.10亿元，同比下降11.32%，占收益比重为14.46%，下降主要受营业税改增值税政策及北京华尔道夫酒店因转让部分股权不再纳入合并范围影响。公司物业管理及相关服务对收益贡献程度相对较小。

毛利率方面，2014~2016年，公司综合毛利率有小幅下滑，分别为59.42%、53.88%和53.82%。分板块看，2014~2016年，投资物业毛利率有所下降；其中2014年较高，为78.69%，主要系毛利率较低相关物业管理业务未计入该板块所致；2016年较2015年减少17.14个百分点，主要系部分近年投运大悦城项目尚处于培育期所致。物业及土地开发板块毛利率波动较大，近三年分别为55.62%、47.38%和66.76%，主要系结利项目产品定位及区域不同所致，但仍处于较高水平。公司酒店经营板块毛利率波动下降，主要系行业竞争加剧及部分新投运酒店尚处培育期所致。公司

物业管理及相关服务毛利率较为稳定；2016 年为 33.72%。

表 1 2014~2016 年公司收益及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
投资物业及相关	20.09	35.16	78.69	26.57	49.36	65.06	31.23	44.70	47.92
物业及土地开发	22.41	39.23	55.62	15.06	27.99	47.38	27.56	39.45	66.76
酒店经营	10.11	17.70	40.76	11.39	21.17	37.69	10.10	14.46	38.66
物业管理及相关服务	4.52	7.91	34.39	0.80	1.48	35.63	0.97	1.39	33.72
合计	57.13	100.00	59.42	53.82	100.00	53.88	69.87	100.00	53.82

资料来源：公司提供

注：2015~2016 年，公司将投资物业相关的物业管理服务收入由物业管理及相关服务板块调整至投资物业及相关板块。

公司主营业务围绕以“大悦城”为品牌的城市综合体开发与经营。以大悦城购物中心为核心产品的持有型物业出租业务是收入和利润的主要来源；商业综合体中剩余部分如住宅、公寓等产品的销售是快速回笼资金、提升资金使用效率的重要渠道；酒店公寓多与持有型商业物业位于同一综合体，共同满足消费者多方面需求，增加商业综合体整体吸引力、品牌知名度及客流量，同时亦为综合体中销售型房产的销量带来协同作用。总体看，公司已形成以购物中心为核心、充分发掘业务板块之间联动效应的商业综合体开发与运营管理模式。

（1）投资物业

2013 年 12 月 19 日，公司完成对中粮集团旗下优质商业物业组合的收购，并在香港联交所主板上市。2014 年 12 月 4 日，公司进一步收购中粮集团旗下 9 个商业物业项目，包括 6 个大悦城综合体项目，并启动了以开发、经营及管理“大悦城”为品牌城市综合体的主要发展方向。截至 2016 年底，公司开发 9 个大悦城城市综合体²（8 个在运营），以及北京中粮广场、香港鹏利中心等位于一线城市黄金地段的优质投资物业；公司持有投资物业中综合体零售区可出租面积合计 62.78 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 13.78 万平方米。

零售物业

近年来，公司积极推进大悦城商业综合体的

开发与运营；截至 2016 年底，公司在北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都共 7 个城市拥有 8 个大悦城城市综合体。

大悦城系列产品定位于年轻、时尚、潮流、品味等要素，主要针对城市新兴中产阶级，目标客群年龄范围在 18~35 岁。业态构成方面，公司结合项目所在区域、目标客户消费偏好的研究与分析以及项目盈利水平等因素，相应进行业态结构调整。一般来说，大悦城购物中心餐饮配比在 25~30%之间，零售业态配比 45~50%，娱乐业态配比 15~20%，服务业态配比在 5%左右。

租金定价方面，公司根据租赁客户、租赁位置等因素，分为固定租金、业绩抽成及以上两种方式相结合的三类模式，租金水平随租期递增。公司针对大部分客户采用固定租金与业绩抽成综合、两者取其高的模式收取租金。租约期限方面，针对新开门店，零售业态租期一般为 3 年，餐饮类 5~8 年；针对较成熟的购物中心，零售业态租期 1 年，餐饮不超过 5 年，以充分享有租金提升收益，并且能针对消费趋势的变动而及时调整商户结构。租约临近到期前，公司主要从销售额、租金坪效、销售坪效、客单价匹配度、运营配合度等维度进行租户考核，同时结合考虑租户是否符合所在购物中心及区域定位，综合确定续约意向。公司租金按月结算，每月下发下月租金账单，近年租金回收率保持较高水平。

品牌管理方面，为深入挖掘大悦城品牌规模优势并秉承大悦城品牌复制过程中的一致性、统

² 其中天津和平大悦城为轻资产管理输出项目

一性，近年来公司通过资源整合、统一管理，制定了大悦城品牌分类管理机制，确保大悦城产品线在复制的过程中能够实现稳定的商业模式以及商业运营的整体效益最大化。公司采取“343”战略，根据品牌定位、复制频次、贡献点、品牌管理方式、品牌号召力等因素，将商户分为战略合作品牌、总部指导品牌、地区特色品牌三类，各种类数量占比约为30%、40%和30%。其中，30%战略合作品牌的布局体现整个购物中心核心定位；40%总部指导品牌主要来自公司长期良好合作品牌库，体现为市场上销冠品牌；其余30%地区特色品牌主要为满足大悦城购物中心间对个性与新鲜的需求，促进大悦城与地方文化、特色的融合。

零售物业销售额为客流量及目标客群定位准确性的体现，亦为后期租金水平提升的重要基础。为保证运营中商业物业与市场紧密接轨，公司不断调整定位满足客户群需求，带动大悦城购物中心客流量及营业额保持增长态势。2014~2016年，公司已运营大悦城购物中心累计实现销售额97亿元、119亿元和146亿元，主要来自上海、成都、沈阳、烟台及北京朝阳大悦城销售额增长带动。其中，上海静安大悦城在引入多家主力轻奢品牌、上海首家小米线下旗舰店等特色品牌店后，销售额同比提升164%，为后期租金水平的增长奠定基础。

2014~2016年，大悦城综合体实现租赁收入

年复合增长10.24%；2016年为21.04亿元，同比增长21.53%，主要系公司已运营成熟物业租金水平提升、上海大悦城北楼和成都大悦城运营逐渐走向成熟带动。目前，西单大悦城、朝阳大悦城及天津大悦城受益于运营时间较长且地理位置优越，为公司物业组合中最核心成熟的项目，近三年对物业租赁收入合计贡献均在70%以上，集中度高。另外，上海大悦城收入贡献快速上升，2016年为10.20%。

出租率方面，在经过约2~3年的培育期后，公司运营项目出租率可达到较高水平；2016年，公司7个已投运购物中心出租率均在90%以上。2014~2016年，在宏观经济增速放缓、购物中心供给上升、电商渠道分流及政府限制“三公消费”等因素综合影响下，凭借“大悦城”的品牌优势、清晰定位及成熟的运作经验，公司大部分项目出租率呈上升趋势。其中，为提升西单大悦城整体形象，保持品牌引领性，公司与九层商户（FAB精彩集团）解约，导致西单大悦城2015年出租率有所下滑；上海大悦城出租率受北楼新馆2015年底开业，部分区域施工导致租户暂时封铺影响，2016年出租率较低。

租金水平方面，受益于持续优化调整业态组合、商户结构，以契合目标客户消费需求，公司自持购物中心整体租金水平呈现增长态势，上海大悦城项目受北楼新馆2015年底开业，工程施工及租户调整影响导致近年租金水平有所波动。

表2 2014~2016年公司大悦城经营情况

(单位：平方米、亿元、%)

项目名称	持股比例	总建筑面积	可出租面积	物业租赁收入			平均出租率		
				2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
西单大悦城	51	185654	65954	6.00	6.26	6.37	95	92	94
沈阳大悦城	100	555146	113595.5	1.29	1.61	1.83	86	96	95
朝阳大悦城	45.9	405570	123501	4.17	4.65	5.23	98	99	95
上海大悦城	51	437609	66203	0.87	0.83	2.15	98	96	90
天津大悦城	51	531369	88138	2.52	3.04	3.32	99	99	99
烟台大悦城	51	219964	77990	0.33	0.91	1.01	96	95	99
成都大悦城	100	314560	92450	--	0.02	1.13	--	92	97
合计	--	2649872	627831.5	15.18	17.31	21.04	95	92	94

资料来源：公司提供

注：可出租面积为零售区面积。

考虑到内地商业地产已沉淀大量存量资产，公司逐步探索轻资产运营，即从规模型拿地建设的存量发展模式向集约型品牌管理的增量发展模式转变，实现资产价值与品牌价值共同增值的新型发展模式。目前，大悦城采用管理输出的方式运营天津和平大悦城（2016年年底开业）；轻资产运营模式下，公司收益包括三部分，即前期服务费（对整个项目定位、规划改造、品牌落位组合等方面提供咨询服务）、运营管理费、退出收益（资产增值部分20%）。目前，公司轻资产输出模式已初步从输出定价体系、项目类型标准等方面完成运作系统的基础搭建，并与贵州恒丰伟业房地产开发有限公司和昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司分别签署战略合作协议，以管理输出模式共同开发贵阳大悦城和昆明螺蛳湾大悦城。

此外，2016年，公司将西单大悦城、朝阳大悦城、上海大悦城、天津大悦城、北京中粮广场和中粮·置地广场6个综合体项目的控股公司（即重大事项中的“目标公司”）49%股份以人民币92.89亿元的交易对价的出售。交易完成后，公司保留目标公司51%股权，且继续管理目标公司持有的物业项目运营或开发。

总体看，未来随着输出管理项目的增长，公司将加速大悦城品牌的全国布局，增强品牌影响力的同时，巩固公司在商业地产的市场地位。

写字楼及其他

截至2016年底，公司写字楼及其他物业包括香港环球大厦11层、香港中粮大厦、北京中粮广场、上海鹏利辉盛阁公寓、亚龙湾爱立方滨海公园等。

表3 2014~2016年公司主要写字楼及其他物业经营情况

（单位：平方米、亿元、%）

项目名称	可出租面积	物业租赁收入			平均出租率		
		2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
香港环球大厦11层	1309	0.07	0.08	0.09	100	100	100
香港中粮大厦	15738	0.68	0.63	0.72	91	89	95
北京中粮广场写字楼	58384	1.67	1.79	2.10	88	86	92
西单大悦城写字楼	13146	0.45	0.35	0.37	95	68	84
上海鹏利辉盛阁公寓	49212	1.18	1.15	1.07	90	86	82
合 计	137789	4.05	3.99	4.35	--	--	--

资料来源：公司提供

注：2014~2015年合计数包含北京中粮广场商场数据，2016年由于升级改造，北京中粮广场商场可出租面积、租赁收入和出租率未统计。

写字楼租赁模式方面，公司对写字楼租户收取固定租金，一般会有租金递增设置，租期为1~3年，个别也有3至5年；租户的选择倾向于贸易类、金融类、互联网类等；租金收取一般为押三付一，月底预交下月租金。

2014~2016年，受益于租金水平的提升，公司写字楼及其他物业租金收入整体呈增长态势。从出租率看，近三年公司写字楼出租率有所波动；其中北京中粮广场写字楼出租率波动提升。目前，公司写字楼及其他整体出租率尚处于较低水平，一方面由于部分自持改造导致商户清退，另一方面由于公司为提升优质租户比重，带动租

金水平的提升，主动调整租户结构所致。

滨海乐园爱立方项目位于三亚市亚龙湾国家旅游度假区内，主要由景观绿化和配套建筑组成，包含潜水基地、零度乐园、中心广场圆腾柱、商业中心等。项目总建筑面积约2.03万平方米，已于2016年1月1日开园试营业，公司收入来源主要包括门票及场内租户租金收入。

在建及拟建项目

截至2016年底，公司在建及拟建商业物业包括中粮置地广场、杭州大悦城和上海大悦城二期北等。在建投资物业总建筑面积56.59万平方米，规划总投资169.79亿元，截至2016年底已

投资规模为 80.50 亿元，尚余投资 89.29 亿元。另外，2016 年 11 月，公司以 14.5 亿元收购创晟有限公司的全部已发行股本，并持有其旗下上海长风风景畔广场零售物业。长风风景畔广场于 2011 年 12 月开业，商业面积约 12 万平方米。大悦城地产收购后，重新命名“长风大悦城”，并对项目从整体建筑到内容打造等多方面进行升级调整，计划到 2017 年底完成升级全新开业，目前项目仍在运营中。公司未来投资保持较大规模，存在一定对外融资需求。

杭州大悦城项目位于杭州市中心地段，地处申花、桥西、运河三大板块的交接处，距离绝对

市中心武林广场 5.5 公里，区域价值优越。该项目拥有购物中心、滨水街区、地标商务、情景豪宅四大业态；总建筑面积 30.71 万平方米，总投资预计 73.18 亿元，截至 2016 年底已投资 30.02 亿元；除商业物业计划自持外，其余写字楼、办公等预计于 2017 年对外推盘销售。

中粮置地广场项目位于北京东城区安定门外大街，临近地铁二号线安定门站，地理位置稀缺，项目总建筑面积约 8.17 万平方米，总投资预计 28.39 亿元，截至 2016 年底已投资 16.05 亿元，未来将建设成国际甲级写字楼项目，公司计划通过自持运营方式获取收益。

表 4 截至 2016 年底公司在建及拟建投资物业

(单位：万平方米、亿元、%)

项目名称	功能用途	总建筑面积	规划总投资金额	已投资金	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
中粮置地广场	办公为主，少量商业	8.17	28.39	16.05	5.05	7.29	--
杭州大悦城	商业、办公	30.71	73.18	30.02	7.90	19.90	10.30
上海大悦城二期北	办公、商业	17.71	68.22	34.43	5.35	5.11	3.65
合 计	--	56.59	169.79	80.50	18.30	32.30	13.95

资料来源：公司提供

注：上表数据未包含合营、联营项目

总体看，凭借较为丰富的项目运作经验、品牌优势及差异化定位，公司近年来商业物业运营保持良好发展态势，行业竞争力较为显著。未来随着集约型品牌管理的增量发展模式逐渐成熟，公司投资物业资产价值与品牌价值均有望得到提升。

(2) 物业开发及土地开发

公司以大悦城城市综合体开发运营为主导，并以快速销售型项目为补充。公司房地产项目主要采取商业、住宅联动开发或城市综合体模式运作，其中住宅、办公、写字楼及部分商业用于对外销售，回笼资金以平衡整体项目现金流，核心商业等投资性物业由公司持有运营，以获取长期稳定收益，并提升项目配套住宅销售价值。公司商业物业和住宅物业在土地储备、土建招标和原材料采购、项目开发及销售等方面采取统一操作，故下文将商业物业与住宅物业开发及销售统一分析。

项目开发

公司大部分住宅物业依托于大悦城综合体，产品定位于中、高端购房人群，开发模式包括自主开发及合作开发。受在开发项目数量相对较少且综合体项目单体体量较大影响，公司近三年开发指标有所波动。2014~2016 年，公司新开工面积有分别为 12.43 万平方米、14.43 万平方米和 17.20 万平方米；随着开发节奏的推进，公司竣工面积波动增长，2015 年及 2016 年分别为 14.70 万平方米和 14.40 万平方米。

表 5 近年来公司物业开发主要指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
新开工面积 (万平方米)	12.43	14.43	17.20
房屋竣工面积 (万平方米)	0.00	14.70	14.40
期末在建面积 (万平方米)	14.7	14.43	20.41

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司实现物业开发收入分别为 20.21 亿元、14.76 亿元和 27.52 亿元；其中 2015 年，交付项目产品结构有所变化，主要包括天津大悦城悦府等项目，而 2014 年以海璟壹号等高均价项目为主，使得当期结算面积有所增长但收入同比下降 26.97%，2016 年，公司物业结算面积和均价均有所增长，结算金额同比大幅增长，为 27.52 亿元，主要交付结算项目为上海静安大悦城·天悦壹号及龙溪悦墅等。

近三年，公司签约销售面积和金额均呈快速增长态势，2016 年，公司实现签约销售面积和金额分别为 9.39 万平方米和 45.67 亿元。其中，2014 年签约销售主要来自天津大悦城悦府、龙溪 29 号及成都大悦城悦界等项目；2015~2016 年，受益于房地产市场景气度回暖，以及上海天悦壹号、龙溪悦墅及杭州天悦项目销售带动下，公司签约销售金额快速增长。销售价格方面，近三年公司签约销售均价分别为 4.21 万元/平方米、4.96 万元/平方米和 4.86 万元/平方米。公司大部分住宅物业及用于出售的商业为大悦城综合体的相关配套，借助于周边不断培育的大悦城商业，公司项目定位高端，销售价格保持较高水

平。此外，大悦城项目所在区域商圈日益成熟，亦对在售项目的去化起到一定促进。

截至 2016 年底，公司在售项目主要包括上海大悦城天悦壹号、三亚龙溪悦墅和三亚红塘悦海等项目，在售项目总可售面积为 61.30 万平方米，累计实现销售 33.84 万平方米，去化率为 55.20%。同期，公司尚余可售面积 27.46 万平方米，为 2016 年签约销售面积的 2.92 倍，可售资源充裕。从尚余可售项目城市分布看，上海尚余可售面积占比为 36.60%，三亚占比为 59.94%。联合资信关注到，上海市和三亚市近期均出台了较为严格的房地产调控政策，公司部分项目或面临一定去化压力。

表 6 近年来公司物业开发主要指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
签约销售面积 (万平方米)	4.19	6.38	9.39
签约销售金额 (亿元)	17.66	31.66	45.67
签约销售均价 (万元/平方米)	4.21	4.96	4.86
房屋结算面积 (万平方米)	4.04	4.61	6.86
房屋结算金额 (亿元)	20.21	14.76	27.52

资料来源：公司提供

表 7 近年来公司物业销售情况

(单位：亿元、万平方米)

项目名称	项目性质	开工时间	预计 竣工时间	所占权益 (%)	总可售 面积	累计销售 面积	累计销售 金额	尚余可售 面积
上海海景壹号	住宅	2003.07	2012	100	4.84	4.65	55.75	0.19
上海大悦城天悦壹号	住宅	2014.11	2016.12	51	5.53	3.89	39.72	1.64
上海前滩项目	住宅及办公	2016.04	--	50	8.22	0	0	8.22
三亚龙溪 29 号	别墅式公寓	2010.03	2011.12	41	2.15	2.15	23.17	0
三亚龙溪悦墅	住宅	2014.04	2015.11	41	7.93	6.91	23.25	1.02
三亚红塘悦海	住宅及商业	2016.01	2018.1	51	16.70	1.26	2.61	15.44
杭州大悦城天悦	住宅	2016.05	2017.07	55	2.33	2.31	7.31	0.02
成都大悦城悦街	商业街区	2014.04	2015.12	100	2.27	1.34	3.96	0.93
天津大悦城悦府	住宅及公寓	2010	2013.09	51	11.33	11.33	22.07	0
合 计	--	--	--	--	61.30	33.84	177.84	27.46

资料来源：公司提供

截至2016年底,公司物业销售板块在建及拟建项目包括杭州天悦、红塘悦海上海前滩和中国酒城项目,总建筑面积为59.05万平方米,预计总投资89.08亿元,公司主要在拟建项目已投资34.97亿元,尚余投资54.11亿元,计划分别于2017

年、2018年及2019年投资16.59亿元、17.62亿元和5.51亿元。总体看,未来随着新开工、在建项目持续推进以及土地储备的获取,公司开发投资需求将维持较大规模,存在对外融资压力。

表 12 截至 2016 年底公司物业销售板块在建拟建项目投资计划 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	功能用途	位置	总建筑面积	规划总投资	已投资金	建设进度	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
杭州大悦城天悦	住宅	拱墅区	3.16	6.67	5.63	84%	0.79	--	--
红塘悦海	住宅	三亚红塘湾	18.9	23.40	9.00	38%	5.43	5.26	2.06
上海前滩项目	住宅、办公	浦东新区	8.36	31.64	20.22	64%	5.08	6.34	--
中国酒城	住宅、商业	成都武侯区	28.63	27.37	0.12	--	5.29	6.02	3.45
合 计	--	--	59.05	89.08	34.97	--	16.59	17.62	5.51

资料来源: 公司提供

土地储备

土地获取方面,公司在重视常规发展的同时,适时采用收购、合作、参股等方式,以优质的综合类地块或包含一定商业比例的混合型地块作为重点目标,择机增加土地资源储备。城市筛选方面,公司从基本面、商业氛围及区域内行业环境三个维度进行考察,具体关注因素包括城市整体经济状况、当地居民收入水平及购买力(社销总额及人均支配总额等指标)、城市目标客户群占比、客群结构及活跃度、人口流入、区域内行业竞争、交通便捷度等方面。

在项目获取前,公司严格考察新增土地质量和成本情况,与招商部共同完成规划方案设计,确定产品定位(业态、规划及配比等)及盈利。后期项目建设及运营过程中,公司严格按照进度及财务指标要求推进项目开发及招商,为未来利润水平提供有力支撑。公司目前重点关注的城市包括广州、武汉、青岛和西安,未来计划通过收购、输出管理等多样化方式获取项目储备。

截至2016年底,公司土地储备权益建筑面

积46.34万平方米,系上海静安大悦城二期北和中国酒城项目。土地储备充足性尚可。

表 14 截至 2016 年底公司土地储备构成

(单位: 平方米、%)

城市	项目	宗地面积	规划建筑面积	开发类型	权益比例
上海	大悦城二期北	20498	186015	持有	51.00
成都	中国酒城项目	35153	195500	持有+销售	69.65
合计	--	55651	463362	--	--

资料来源: 公司提供

总体看,公司物业开发及销售定位为快速回笼资金,平衡整体项目现金流,及提升资金使用效率。近年来受开发及销售进度影响,经营规模有所波动。目前,公司项目储备区域以核心二线城市为主,可售货源及土地储备较为充足,为未来业绩的持续提供保障。

(3) 酒店运营

截至2016年底,公司控股及参股持有三亚亚龙湾瑞吉度假酒店、三亚美高梅度假酒店、北京长安街W酒店等共7家酒店,区域分布于北京、三亚、南昌及苏州,定位以高端为主。

表 15 截至 2016 年底公司酒店情况

酒店物业项目	所在区域	产品定位	开业时间	客房套数	是否自主运营	公司权益
三亚亚龙湾瑞吉度假酒店	三亚	高端	2011.12	373 间客房、28 套别墅	否	51%
三亚美高梅度假酒店	三亚	高端	2011.12	669 间客房、6 套别墅客房	否	100%
三亚凯莱仙人掌度假酒店	三亚	四星级	1998.1	564 间客房	否	51%
北京长安街 W 酒店	北京	高端	2013.11	353 间客房	否	100%
南昌凯莱大饭店	南昌	五星级	1998.4	327 间客房	否	100%
苏州凯莱酒店	苏州	四星级	1997.3	294 间客房	否	100%
西单大悦城酒店	北京	准五星	2008.2	320 间客房	否	51%

资料来源：公司提供

公司酒店运营均通过委托专业机构进行物业和市场分析与评估，确定项目市场定位与经营业态。酒店由被委托的专业机构组建项目经营管理团队，负责项目公司的各项经营管理，控股公司通过审批项目年度经营预算与各项工作计划，以及其他各种监控手段监督项目运行情况，实现收益目标。2014~2016年，公司酒店经营实现收入分别为10.11亿元、11.39亿元和10.10亿元，2016年下降主要受营改增和北京华尔道夫酒店不再纳入合并范围影响；同期，实现毛利率分别为40.76%、37.69%和38.66%，2015年毛利率同比减少3.09个百分点，主要系

行业竞争加剧及部分北京长安街W酒店及北京华尔道夫酒店于2014年投运后尚处培育期所致。其中，三亚亚龙湾瑞吉独家酒店及三亚美高梅度假酒店为收入主要来源，近三年收入合计占比均在60%以上。入住率方面，除三亚亚龙湾瑞吉度假酒店及北京长安街入住率有所波动外，其他酒店入住率基本保持稳定或增长趋势。平均房价方面，受高端酒店行业景气度低位运行、且供给持续增加导致行业竞争加剧综合影响，公司运营酒店大部分平均房价呈下行趋势。

表 16 2014~2016 年公司主要酒店运营情况

(单位：亿元、%、元/间/天)

主要项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	营业收入	入住率	平均房费	营业收入	入住率	平均房费	营业收入	入住率	平均房费
三亚亚龙湾瑞吉度假酒店	3.23	69	2345	2.90	66	2004	2.68	66	1820
三亚美高梅度假酒店	3.63	71	1407	3.92	76	1385	3.91	83	1282
三亚凯莱仙人掌度假酒店	0.97	68	500	0.86	68	464	0.78	69	416
北京长安街 W 酒店	0.13	51	1554	1.10	40	1229	1.33	55	1041
西单大悦城酒店	0.67	74	640	0.71	79	658	0.68	83	613
合 计	8.63	--	--	9.49	--	--	9.37	--	--

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2014~2016年，公司经营效率指标值呈波动上升趋势。其中，近三年的销售债权周转次数分别为14.59次、41.73次和41.67次，存货周转次数分别为0.24次、0.19次和0.21次，总资产周转次数分别为0.09次、0.08次和0.09次。总体看，

公司整体经营效率指标尚可，符合行业特点。

3. 未来发展

随着国民收入水平的提高、中产阶级人群的扩大与年轻化，公司目标客群具备较为强劲的规模基础。针对目标消费人群收入增长快，

消费自主性强，频次高，消费力度大，对于时尚潮流的个性化追求等特点，公司制定了对应的经营方针与发展战略。

面对房地产行业发展形势的深刻调整以及经营现状，公司总体经营思路为“调整结构、提高效率、稳定业绩、创新发展”。在保持经营规模合理增长的同时，着重提升发展质量和效益，实现公司的持续、稳定、健康发展；重点推进业务创新和转型，完善资产管理服务，探索细分市场业务；改革内部管理体制和机制。

商业模式方面，公司坚持持有和销售相结合的双轮驱动商业模式，以优化资产结构、提升资产质量为主线，持续提升产品竞争力，聚焦战略城市深耕发展。公司将依托中粮集团资源及大悦城品牌影响力，持续寻求核心地区的低成本扩张机会，有序地将大悦城的成功模式进行复制。同时，积极推进“轻资产”模式，小股操盘，输出管理，力争成为综合体经营行业的领导者。

产品战略方面，坚持以大悦城为旗舰品牌，打造包括商业、住宅、酒店、写字楼、公寓等业态在内的多用途城市综合体。此外，为优化资产结构、提升资产回报水平，公司也将适当关注一些可销售的多功能用地。

城市战略方面，坚持深耕战略重点城市，并择机拓展新城市的城市发展战略，重点关注一线城市核心区域与副中心及重点二线城市核心区域。新城市拓展方面，将以城市商业规模和商业发展潜力为主要依据，以大悦城城市综合体为核心主线，在全国范围内择优择机拓展进入。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014~2016年财务报表经德勤·关黄陈方会计师事务所审计，审计意见为：该综合财务报表已根据香港财务报告准则真实而公平地反映公司2014~2016年财务状况以及公

司截至该年度完结为止之溢利和现金流量，并已根据香港《公司条例》的披露规定妥善编制。公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制。

合并范围方面，2014年公司纳入合并范围子公司共78户；2015年，公司纳入合并范围子公司共计84户，较2014年新增5家二级子公司，均为投资新设成立子公司。2016年，公司纳入合并范围子公司共计97户，较2015年新增5家二级子公司，均为投资新设成立子公司。

公司于2014年12月4日完成大悦城项目（包括以该品牌开发或将予开发综合体项目）重大收购事项，由于公司及被收购公司共同受中粮集团控制，中粮集团于收购完成后将继续控制公司及被收购公司，故收购视为共同控制下业务合并。公司于2016年收购四川中国酒城股份有限公司69.65%股权，由于公司及被收购公司自2014年11月起受中粮集团共同控制，且中粮集团有限公司于收购事项完成后将继续控制公司及被收购公司，故收购被视为共同控制下的业务合并。受上述因素影响，财务分析中2014年及2015年财务数据为经重列后数据。

截至2016年底，公司合并资产总额825.51亿元，权益总额415.07亿元（非控制股东权益117.87亿元）。2016年，公司实现营业收入69.87亿元，除税前溢利24.57亿元。

2. 资产质量

2014~2016年，随着经营规模扩张，公司资产总额年复合增长10.15%。截至2016年底，公司资产总额825.51亿元，同比增长12.95%；其中非流动资产占68.66%，流动资产占31.34%，公司资产构成以非流动资产为主，符合商业地产企业特点。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产年复合增长16.84%。截至2016年底，公司流动资产258.73亿元，同比增长25.51%，构成以待售物业（占17.94%）、待售在建物业（占43.75%）和银行

结余及现金（占33.98%）为主。

2014~2016年，公司银行结余及现金波动增长，年复合增长17.19%。截至2016年底，公司银行结余及现金88.28亿元，同比大幅增长168.28%；其中银行及手头现金87.91亿元，其余为非质押定期存款。

2014~2016年，公司受限银行存款呈下降趋势；截至2016年底为0.31亿元，同比大幅下降94.04%，主要来自向附属公司垫付一年内偿还银行借款的减少及预售物业已收按金的冻结解除。

2014~2016年，公司待售物业快速增长，年复合增长194.85%，主要为已竣工持有待出售物业。2015年底，待售物业同比大幅增至27.89亿元，主要系龙溪悦墅、天津大悦城写字楼、成都大悦城写字楼及悦街项目竣工转入所致。截至2016年底，待售物业账面价值46.42亿元（按成本与可变现净值中较低者列账），同比增长66.43%，主要由于上海静安大悦城·天悦壹号项目竣工，成本转入所致。

2014~2016年，公司待售在建物业有所波动，年复合变动率为1.12%。截至2016年底，公司待售在建物业113.21亿元，同比下降8.28%，主要系上海静安大悦城·天悦壹号项目竣工，成本转出所致。截至2016年底，公司未对待售在建物业计提减值亏损；账面价值56.95亿元待售在建物业土地用于抵押融资。

公司应收最终控股公司款、同系附属公司款及应收非控股权益款项均为无抵押、免息款项，在需要时偿还。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产保持稳定增长，年复合增长7.45%。截至2016年底，公司非流动资产为566.77亿元，同比增长8.01%；从构成来看，主要由投资物业（占88.40%）构成。

2014~2016年，随着在建物业开发持续推进及公允价值变化，公司投资物业年复合增长9.40%。公司投资物业包括已竣工和在建投资物业，采用公允价值法计量。公司投资物业经独

立专业评估机构第一太平戴维斯估值及专业顾问有限公司评估，对于已竣工投资物业估值参考市场现有的可比较市场交易进行估值，以及在适当情况下将现有租赁协议所产生的租金收入资本化；对于在建投资物业估值采用直接比较法参考有关市场上现有的可比较销售数据进行估值。截至2016年底，公司投资物业账面价值501.01亿元，较上年增长8.84%，主要由于收购香港创晟有限公司及投资物业评估增值所致。其中已竣工投资物业账面价值473.56亿元，在建投资物业账面价值27.45亿元。截至2016年底，账面价值352.14亿元投资物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资。

2014~2016年，公司物业、厂房及设备年复合下降8.02%，主要为酒店物业，设备、家具及固定装置及在建工程；截至2016年底成本为69.82亿元，其中酒店物业占60.34%、设备、家具及固定装置占比为19.09%；公司累计计提折旧19.37亿元，计提减值准备9.6万元，账面净值为50.45亿元。截至2016年底，公司账面价值26.75亿元物业、厂房及设备用于抵押。

截至2016年底，公司用于抵押融资的资产账面价值总额为441.86亿元，占资产总额比重为53.53%，较上年末减少5.23个百分点，公司资产受限比例较高。

总体看，随着大悦城综合体开发推进及投入运营，公司资产规模保持稳定增长，以非流动资产为主，资产构成稳定。公司待售物业（在建及竣工）规模大，考虑到近年来房地产行业受宏观政策调控影响景气度有所波动，且部分区域出现分化，公司待售物业仍面临一定的周转风险和价值波动风险；公司自持投资物业地理位置较为优越，可带来持续稳定现金流入，但联合资信也关注到公司自持物业受限比例高，对资产质量形成一定影响。

3. 负债及权益总额

权益

2014~2016年，公司权益总额年复合增长

23.99%。截至2016年底，公司权益总额415.07亿元，同比增长24.37%，主要来自供股未分配利润积累。从权益总额构成来看，截至2016年底，公司股本占2.70%，储备占60.43%，非控制股东权益占28.40%，永久性资本工具占8.47%。

2014~2016年，公司股本持续增长；2015年公司按认购价1.35港元/股以每持有两股股份获发一股供股股份，累计发行47.44亿股份，带动公司普通股股本增加3.74亿元人民币，股份溢价增加46.80亿元人民币，2016年股本未发生变动。

截至2016年底，公司永久性权益资本工具为中粮置业、中粮集团与北京银行签订委托贷款合同，由中粮集团以其自有资金委托北京银行向公司借出人民币37.68亿元。该项借款以每5个计息年度为一个调整周期，其中首个计息年度借款利率为6.5%。另外，根据合同约定，公司拥有对该笔借款的还款选择权、借款利息的递延支付选择权等主动性条款，因此该笔借款计入权益中其他权益工具。2016年，向中粮集团偿还永久性贷款的本金5.00亿元，本金相应减少。

负债

2014~2016年，公司负债有所波动，年复合变动率为0.01%。截至2016年底，公司负债总额410.44亿元，同比增长3.35%。截至2016年底，流动负债和非流动负债占比分别为41.70%和58.30%，负债以非流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债年复合下降9.41%，主要来自银行借贷和应付同系附属公司贷款下降所致。截至2016年底，公司流动负债171.16亿元，构成以其他应付款项及应计费用（占28.66%）、一年内到期之银行借贷（占17.00%）和预售物业已收按金（占18.02%）为主。

2014~2016年，公司一年内到期之银行借贷波动下降，分别为55.74亿元、23.30亿元和29.10亿元，主要系公司调整债务结构，偿还短期借款所致。

应付账款主要包括待售在建物业的建筑成本及其他项目相关开支。2014~2016年，公司应付账款年复合增长28.37%；截至2016年底为18.66亿元，较上年增长50.92%，主要系应付静安大悦城·天悦壹号及杭州天悦项目工程款所致，其中贸易应付款项1.86亿元、工程累计开支16.80亿元。

2014~2016年，公司其他应付款项及应计费用年复合增长22.72%，主要包括投资物业、厂房及设备应付建筑成本、已收按金及待售租户信用卡付款等。截至2016年底，公司其他应付款项及应计费用49.06亿元，同比增长10.08%，主要系应付建筑成本增长带动所致。

2014~2016年，公司预售物业已收按金分别为4.49亿元、14.21亿元和30.85亿元，年复合增长161.99%。2015~2016年，随着上海天悦壹号项目、龙溪悦墅项目及杭州天悦项目推盘销售，预售物业已收按金同比分别增长216.07%和117.16%。

2014~2016年，公司应付非控股权益贷款年复合增长279.15%；截至2016年底为15.59亿元，同比大幅增长67.42%，主要由对Reco Hangzhou Private Limited、中粮海南投资发展有限公司的往来款产生。公司应付非控股权益款项均为无抵押、免息款项，在需要时偿还。

2014~2016年，同系附属公司给予的贷款分别为40.47亿元、18.89亿元和10.39亿元，主要包括非银行金融机构中粮财务有限责任公司给予的贷款人民币3.28亿元。

2014~2016年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长8.89%。截至2016年底，公司非流动负债239.28亿元，构成以一年后到期之银行借贷（占31.85%）、递延税项负债（占27.85%）和有担保票据（占23.16%）为主。

2014~2016年，公司一年后到期之银行借贷呈波动下降趋势，年复合下降8.79%。截至2016年底为76.20亿元，同比下降49.21%；其中偿还期为1~2年的占比为11.58%、偿还期在3~5年的占比为25.92%、偿还期为5年以上的占比为

62.50%，期限分布较为合理。

2014年11月8日，为支付资产收购交易对价，公司全资附属公司倍隆有限公司向独立第三方发行本金总额8亿美元有担保票据，期限5年，年利率3.625%，带动2014年产生有担保票据人民币48.62亿元。截至2016年底，受汇率及利息支付影响，有担保票据小幅增至55.41亿元。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务规模年复合下降5.95%；截至2016年底，公司全部债务213.17亿元，其中短期债务占比为19.95%，长期债务占比为80.05%，债务构成以长期为主。债务指标方面，2014~2016年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈快速下降趋势，三年加权均值分别为53.22%和39.21%，2016年底上述两项指标分别为49.72%和33.93%，同比分别减少4.62个和8.77个百分点。公司长期债务资本化比率波动下降，加权平均值为33.01%，2016年底为29.13%，同比减少9.07个百分点。若将权益中永久性权益工具纳入有息债务核算，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率增长至53.98%、39.53%和35.14%。

总体看，受资产收购事项支付交易对价影响，公司债务规模有所波动；受益于供股带动权益规模提升，公司资本结构有所优化，债务负担处于适宜水平。目前，公司有息债务中存在一定规模美元计价债务，面临一定汇率波动风险。

4. 盈利能力

2014~2016年，受物业销售板块结转收入波动变化影响，公司收益（即营业收入）年复合波动增长10.59%。2016年，公司实现营业收入69.87亿元，同比增长29.81%，主要系物业开发及投资物业租赁业务收入规模大幅上升所致。同期，公司销售及服务成本年复合增长17.99%；2016年销售及服务成本同比增长30.00%至32.27亿元，主要系收入规模增长带动销售及服

务成本开支增长所致。受销售与服务成本增幅快于收益增幅影响，公司毛利率有所下降，分别为59.42%、53.88%和53.82%。公司其他收入主要包括利息收入、政府补贴等，2016年为1.11亿元。

2014~2016年，公司其他收益及亏损分别为1.64亿元、2.56亿元和-1.64亿元。其中，2014年主要为出售附属公司收益1.06亿元和汇兑收益0.46亿元；2015年出售附属公司收益5.80亿元，但受人民币汇率贬值影响，公司当期汇兑亏损3.19亿元；2016年主要是人民币持续贬值产生汇兑损失0.93亿元，提前终止租约的代价开支0.41亿元。

2014~2016年，公司期间费用（分销及销售成本+行政开支+融资成本）年复合下降3.05%，构成主要为行政开支和融资成本（2016年占比分别为42.49%和31.23%）；2016年期间费用为22.56亿元，同比下降9.87%。2014~2016年，公司分销及销售成本年复合增长10.07%；其中2016年为5.93亿元，同比增长3.87%，主要系上海静安大悦城北座和成都大悦城投入运营增加的推广支出所致。公司行政开支主要包括员工薪资、员工社保和福利、折旧及摊销等；近三年行政开支基本保持稳定，2016年为9.59亿元。同期，公司融资成本年复合下降12.80%；2016年融资成本为7.05亿元，同比下降26.39%。截至2016年底，公司加权平均借贷成本为4.31%，同比有所下降，主要系2016年发行人民币公司债30.00亿元，固定利率3.20%，替换境内较高利率借款所致。同期，公司期间费用率分别为42.01%、46.50%和32.29%，期间费用率下降较快，控制能力增强。

2014~2016年，公司投资物业之公允价值收益呈波动下降态势，年复合下降28.53%。其中，2014年公允价值收益主要来自烟台大悦城、沈阳大悦城、长阳大悦城及西单大悦城平均月租金收入及可比较物业市场租金整体增长带动，2015年公允价值收益主要来自朝阳大悦城、成都大悦城及香港中粮大厦，2016年公允价值主

要来自于上海静安大悦城、朝阳大悦城、天津大悦城、西单大悦城、成都大悦城、烟台大悦城、上海前滩一号写字楼及杭州大悦城等，公允价值收益主要由于物业项目平均余额租金及可比较物业市场租金水平的整体增长。近三年，投资物业公允价值收益占除税前溢利比重分别为60.91%、58.37%和40.97%，对利润贡献程度高。

2014~2016年，受投资物业公允价值收益下降及人民币兑美元汇率贬值产生汇兑损失影响，公司除税前溢利波动中有所下降，年复合下降12.85%；2016年为24.57亿元，同比增长48.76%，主要系收入规模大幅增长及融资成本下降所致。从利润指标看，受利润规模波动下降的影响，公司总资本收益率和净资产收益率呈波动下降趋势，近三年加权平均值分别为3.71%和3.87%；2016年，上述两项指标分别为3.15%和3.07%，同比分别减少0.15个和增加0.19个百分点。

总体看，近年公司收益规模受物业销售板块结转收入波动变化影响波动中有所增长，投资物业公允价值收益的波动下降使得年度溢利规模波动，整体盈利能力偏弱。公司期间费用对利润侵蚀影响大，控制能力有待增强。

5. 现金流

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-23.86亿元、5.69亿元和40.47亿元。2014年，因公司对房地产开发项目的持续投入，加之当期签约销售金额规模较小，公司经营活动产生的现金流量净额呈净流出状态；2015~2016年，受益于公司签约销售金额的大幅提升，当期经营活动产生的现金流量净额同比为由负转正。由于房地产开发业务对于公司存货、预收账款影响较大，若不考虑存货等运营资本影响，2014~2016年，公司营运资本变动前的现金流量22.88亿元、17.25亿元和25.32亿元，近几年持续保持较大规模的净流入。

2014~2016年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-33.94亿元、-30.62亿元和-10.72亿元。2014年公司投资活动主要为收购投资物业及在建投资物业的投入；2015年公司投资活动主要为收购上海悦耀置业发展有限公司50%权益；2016年主要由于共同控制实体偿还贷款、物业、厂房设备付款减少、受限制银行存款减少所致。

2014~2016年，公司筹资活动现金流入主要为取得银行贷款、发行担保票据、发行永久性资本工具和配售股份所得款项；筹资活动现金流出主要以偿还银行贷款及利息支付的现金。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为28.50亿元、-4.73亿元和24.22亿元。2015年主要由于当年取得杭州大悦城，属于同一控制下的收购，因此，其收购支出及融资活动均重述在2014年，以及清偿银行借款及同系附属公司及最终控股公司借款、支付利息所致。2016年净流入规模大主要由于发行公司债券、出售部分附属公司股份、非控股权益给予的贷款、非控股权益给予的垫款、非控股权益注资等事项所致。此外，2014年以来，公司与同系附属公司及中间控股公司的资金往来规模较大。

总体看，受销售回流增长影响，公司经营活动现金流净额呈增长趋势；且随着在商业地产的持续推进，投资活动现金流出保持在一定规模，公司仍存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均波动上升，近三年加权平均值分别为141.69%和48.57%，2016年底上述两项指标分别为151.16%和57.74%，同比下降8.62个和提高15.46个百分点。2014~2016年，公司经营活动流动负债比分别为-5.70%、4.41%和23.64%。考虑公司现金类资产较为充裕，流动负债中预售按金占比较高，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看, 2014~2016 年受利润规模波动下降影响, 公司 EBITDA 波动中有所下降, 年复合下降 11.15%, 2016 年为 35.55 亿元。受此影响, 2014~2016 年, 公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势, 分别为 3.64 倍、2.17 倍和 3.53 倍; 全部债务/EBITDA 波动上升, 分别为 5.35 倍、8.40 倍和 6.00 倍, 公司长期偿债能力较好。

截至 2016 年底, 公司获得主要贷款银行的授信额度为 263.00 亿元, 其中未使用授信额度为 104.00 亿元。公司为联交所上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2016 年底, 公司对物业买家按揭贷款提供担保余额为 574.00 万元, 担保比率低。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件, 公司维持良好信用记录, 无违约记录及不良贷款。

8. 抗风险能力

作为大型商业地产开发及运营企业, 公司行业地位显著, 可售货源及土地储备充足、股东实力强, 公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据10亿元人民币, 占2016年底长期债务和全部债务的比重分别为 5.86%和4.69%, 对公司现有债务结构及规模有影响较小。

截至2016年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.72%、33.93%和29.13%。本期中期票据发行后, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至50.32%、34.97%和30.32%, 债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还借款, 实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年, 公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的-2.39倍、0.57倍和4.05倍。考虑到公司自持物业运营日益成熟, 每年带来稳定的现金流入, 租金流入对本期中期票据偿还起到一定保障。

2014~2016年, 公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的4.50倍、2.95倍和3.56倍。EBITDA对本期中期票据的保障能力较好。

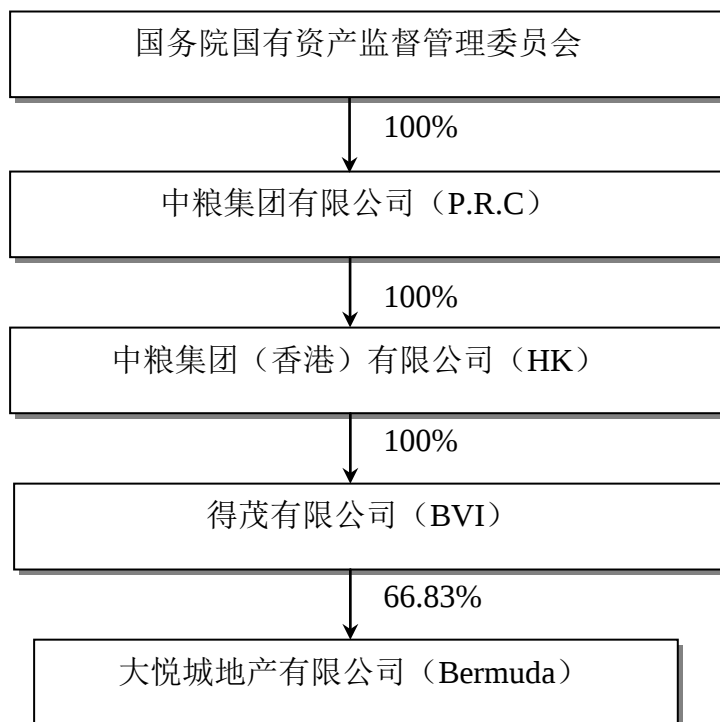
十一、结论

作为中粮集团旗下综合体及商业地产运营重要海外上市平台, 公司专注于在境内开发、经营、销售综合体和商业物业, 已形成投资物业、物业开发、酒店运营及物业管理的经营格局。依托全国性商业地产品牌“大悦城”, 近年来在宏观经济增速放缓、购物中心供给上升、电商渠道分流背景下, 公司凭借品牌认可度、清晰的差异化定位及成熟的运作经验, 投资物业运营保持良好发展态势。未来, 随着品牌输出管理的发展模式日益成熟, 公司有望加速大悦城品牌的全国布局, 进而巩固在商业地产市场的行业地位。

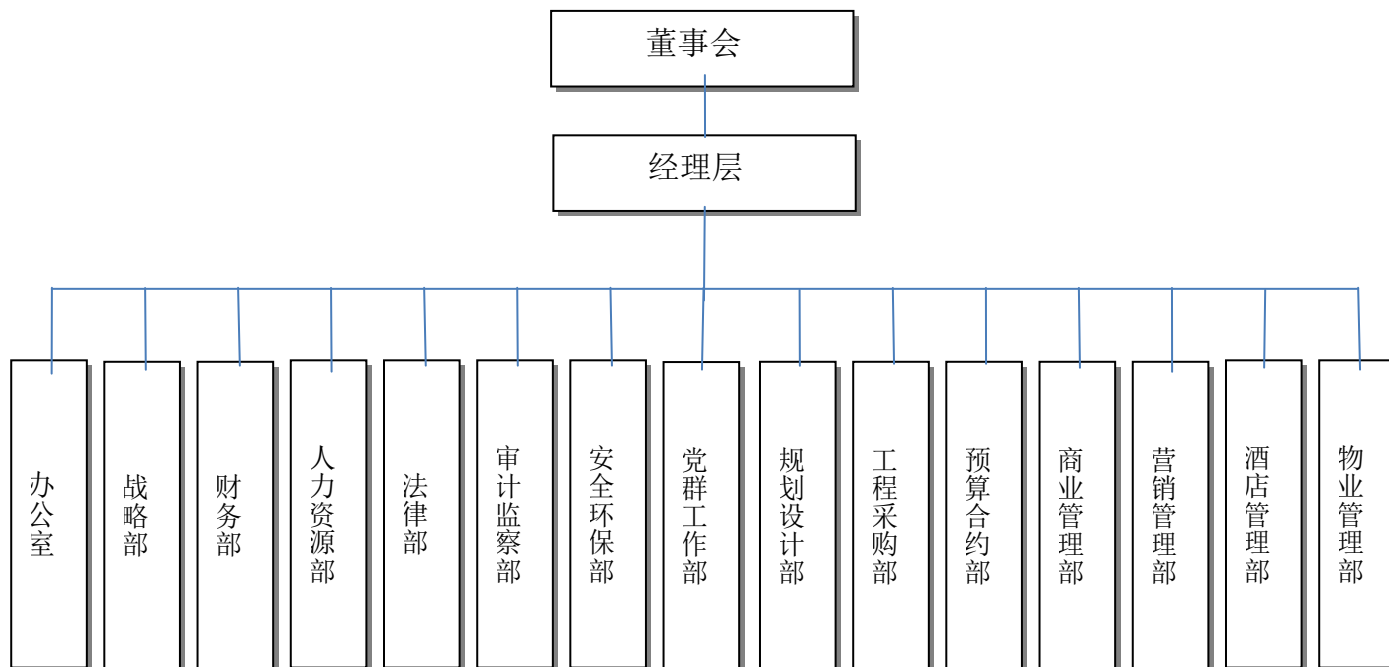
公司资产以投资物业及存货为主, 自持物业地理位置优越但受限资产比例高, 对资产质量形成一定影响, 整体债务负担适宜。近年来经营规模受物业开发及销售节奏变化影响有所波动, 公允价值变动损益对利润贡献程度高。目前, 公司物业开发板块在售货源及土地储备充足, 投资物业租赁保持良好发展态势, 均为未来收入持续增长提供有力支持。

本期中期票据的发行对公司现有债务结构及规模影响较小。综合公司主体长期信用状况以及对本期中期票据偿还能力分析, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	64.01	32.77	87.91
资产总额(亿元)	680.38	730.87	825.51
权益总额(亿元)	270.01	333.75	415.07
短期债务(亿元)	96.21	42.24	42.53
长期债务(亿元)	144.79	205.72	170.64
全部债务(亿元)	240.99	247.96	213.17
收益(亿元)	57.13	53.82	69.87
除税前溢利(亿元)	32.36	16.52	24.57
EBITDA(亿元)	45.03	29.53	35.55
经营性净现金流(亿元)	-23.86	5.69	40.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	14.59	41.73	41.67
存货周转次数(次)	0.24	0.19	0.21
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.09
毛利率(%)	59.42	53.88	53.82
总资本收益率(%)	5.70	3.30	3.15
净资产收益率(%)	7.35	2.88	3.07
长期债务资本化比率(%)	34.91	38.20	29.13
全部债务资本化比率(%)	47.16	42.70	33.93
资产负债率(%)	60.32	54.34	49.72
流动比率(%)	90.86	159.78	151.16
速动比率(%)	35.09	42.28	57.74
经营现金流流动负债比(%)	-5.70	4.41	23.64
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	2.17	3.53
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	8.40	6.00

注：权益中永久性权益工具未纳入有息债务及相关指标核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业额年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额 / 贸易及其他应收款
存货周转次数	营业成本 / (存货 + 待售物业 + 待售在建物业)
总资产周转次数	营业额 / 平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年度溢利 + 费用化利息支出) / (权益总额 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	年度溢利 / 权益总额 × 100%
毛利率	毛利 / 营业额 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 权益总额) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 权益总额) × 100%
担保比率	担保余额 / 权益总额 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 待售物业 - 待售在建物业 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动产生的现金净额 / 流动负债合计 × 100%

注 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产 = 现金及银行结余

短期债务 = 一年内到期的银行借款 + 最终控股公司、同系附属公司、非控股权益给予的贷款

长期债务 = 一年后到期的银行借贷 + 应付担保票据 + 最终控股公司、同系附属公司、非控股权益同系附属公司给予的贷款

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 除税前溢利 + 费用化利息支出 + 折旧及摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 大悦城地产有限公司 2017 年度第一期中期票据（债券通）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

大悦城地产有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

大悦城地产有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对本悦城地产有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，大悦城地产有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注大悦城地产有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现大悦城地产有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对大悦城地产有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如大悦城地产有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对大悦城地产有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与大悦城地产有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。