信用等级公告

联合〔2019〕2109 号

联合资信评估有限公司通过对大悦城地产有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持大悦城地产有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 大悦城 MTN001BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十二日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

大悦城地产有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 大悦城 MTN001BC	10 亿元	2020/09/06	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	87.91	84.04	71.08
资产总额(亿元)	825.51	863.71	988.60
权益总额(亿元)	415.07	424.73	451.71
短期债务(亿元)	42.53	24.86	98.68
长期债务(亿元)	170.64	191.99	177.25
全部债务(亿元)	213.17	216.84	275.94
收益(亿元)	69.87	116.58	81.29
除税前溢利(亿元)	24.57	41.05	45.19
EBITDA(亿元)	35.55	52.37	55.83
经营性净现金流(亿元)	40.47	33.38	42.54
毛利率(%)	53.82	45.01	55.36
净资产收益率(%)	3.07	6.06	6.89
资产负债率(%)	49.72	50.82	54.31
全部债务资本化比率(%)	33.93	33.80	37.92
流动比率(%)	151.16	159.38	108.26
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	4.14	4.94
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	5.28	5.29

注：1.现金类资产已扣除受限制货币资金；2. 全部债务合计数尾差系四舍五入所致

分析师：杨 栋　刘珺轩

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”或“大悦城地产”）为主要从事商业地产开发运营的大型上市公司，作为中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）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较强的竞争优势。跟踪期内，公司自持投资物业运营良好；资产规模持续增长；负债水平控制较好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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、投资性物业受限比例高、公允价值变动收益和出售附属公司收益对利润影响大、在建项目规模大等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

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。

跟踪期内，公司经营性净现金流和 EBITDA 对“17 大悦城 MTN001BC”的保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持大悦城地产有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 大悦城 MTN001BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 中粮集团为公司控股股东，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上缓解资金压力，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. 跟踪期内，公司资产规模持续增长，债务规模虽有所上升，但债务负担仍较轻。
5. 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。
6. 跟踪期内，公司经营性净现金流和EBITDA对“17大悦城MTN001BC”的保障能力强。

关注

1. 近年来，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. 跟踪期内，公司收益大幅下降，经营规模稳定性受物业开发及销售进度变化影响大。
3. 公司投资物业公允价值变动和出售附属公司收益对利润影响大，且投资物业受限比例高。
4. 公司在建项目投资规模较大，存在较大的对外融资需求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于大悦城地产有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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：00207.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，经过相关各方的股份交易及强制性要约，公司控股股东变更为得茂有限公司（原中粮置地控股公司）。

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，收购完成后，公司有两类股份（即普通股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，公司完成收购事项，同时，公司更名为现名。

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行47.44亿股份，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2018年底，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）通过得茂有限公司和明毅有限公司（以下简称“明毅公司”，中粮集团全资子公司）间接持有公司66.76%股权，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

2018年3月，中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”）与明毅公司签订协议，中粮地产向明毅公司发行股份购买其持有的大悦城地产普通股股份。中粮地产已于2019年3月20日完成工商变更登记，更名为大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城控股”）。大悦城控股成为大悦城地产的直接控股股东，大悦城地产的最终控股股东仍为中粮集团有限公司，实际控制人仍为国务院国资委。

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 2018 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 16 个部门。

截至2018年底，公司合并资产总额988.60亿元，权益总额451.71亿元（非控制股东权益142.18亿元）；2018年，公司实现收益81.29亿元，除税前溢利45.19亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 9 月发行“17 大悦城 MTN001BC”，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。截至目前，上述债券资金全部按募集资金规划使用，付息日为每年的 9 月 6 日，跟踪期内，已

[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

按期支付利息。

本期中期票据无担保。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变

化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

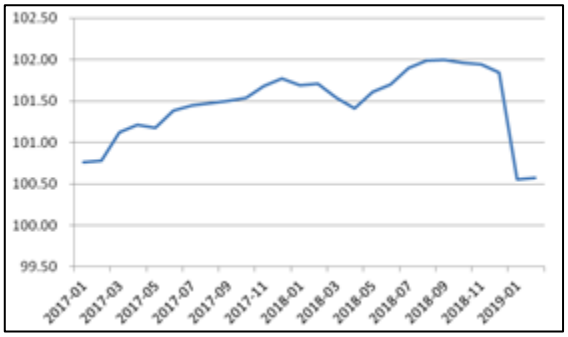
五、行业分析

1. 房地产行业

（1）房地产行业概况

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较

2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性

支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

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。

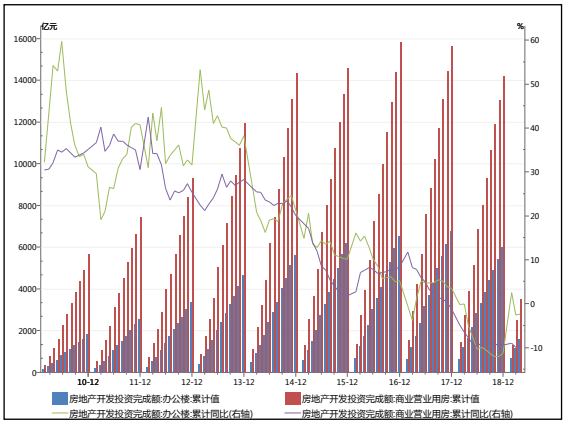
从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。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。

（2）开发情况

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，开发商逐步加大对住宅地产的投资规模，同期受累积的商业地产项目大量入市影响，商业地产开发投资增速开始下滑。2016—2018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22370.12亿元、22401.25亿元和20173.42亿元。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重在70%左右。2016—2018年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降0.95%、8.21%和2.50%，办公楼新开工面积同比分别下降2.34%、4.30%和1.50%，商业营业用房新开工面积增速下降较快。总体来看，2010年后，我国商业地产投资规模保持上升，在房地产开发投资中占比持续上升，但增速减缓；新开工面积增速波动大，作为投资端的领先指标，受政策收紧影响，2016年以来持续为负，新开工不足，商业地产的发展从增量时代逐渐走向存量时代。

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

-（3）土地供给与成交

从商业用地供给量来看，2010—2013年，全国100大中城市商服用地土地供应量快速增长，年均复合增长15.69%；同期，商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速，年均复合增长率高达22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014—2016年，商服用地土地供给规模持续收缩，年均复合下降17.81%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降19.23%，2017年商业用地供给量有所回升，100大中城市供应商服用地规划建筑面积与成交商服用地规划建筑面积分别为18577.62万平方米和16114.72万平方米。2018年商业用地供给量持续回升，100大中城市供应商服用地规划建筑面积与成交商服用地规划建筑面积分别为2812.00万平方米和2330.00万平方米。

土地竞拍方面，部分地方政府出台“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过限价后竞自持面积、优先安排特色小镇指标、产业用地捆绑住宅用地等土地出让条件，并大力推行“租购并举”，推出纯租赁住房土地，探索弹性出让土地政策，一定程度上加大了商业地产的土地供给。另一方面，从融资角度看，中央严控房地产金融业务，加强房地产金融监管，抑制投资投机性需求，地产开发企业融资限制不断加码，融资压力不断上升。同时，部分热点城市严控商改住，加强商办清理整顿力度，商办用房开发进度受阻。在整顿加强和资金收紧的双重作用下，地产开发商加速现金回流的需求较为强烈，投资端下行压力有所上升。

（4）供需结构

销售方面，2016—2017年中国办公楼销售面积整体保持快速增长，增速则有所波动，分别为31.40%和24.30%；2018年，中国办公楼销售面积明显下滑，同比下降8.30%。2016—2017年商业营业用房销售增速低于办公楼，分别为1.90%和16.80%，2018年降速也低于办

公楼，为6.80%。

租赁方面，一线城市优质写字楼空置率水平较低，均保持在15%以下，2014年起，随着主要一线城市优质写字楼新增供应量波动增长，优质写字楼空置率快速上升；二线城市优质写字楼空置水平分化严重，主要二线城市中宁波、南京、青岛、杭州等城市近年新增供应量规模较小，优质写字楼空置率波动下降，2018年底均低于20%；武汉、重庆、成都、天津受写字楼供应量快速扩张影响，空置率水平快速上升，2018年底水平在30%以上。与办公楼空置率水平相比，零售商业空置率水平较低。一线城市零售物业空置率均呈波动下降趋势，2018年底空置率水平均低于8%，二线城市中，天津、沈阳、重庆优质零售物业空置率水平较高，2018年底超过8%；杭州、宁波、青岛、武汉等城市零售物业空置率水平在5%左右。

租金上，一线城市优质写字楼租金水平平稳上升，分化较为明显，北京上海显著高于广州、深圳；二线城市优质写字楼租金水平呈波动态势，受供给冲击影响较大。零售物业方面，与写字楼租金水平整体稳中有升不同，2013年以来，受新增物业集中入市及电子商务冲击的影响，一线及二线城市优质零售物业首层租金水平均呈下降趋势，租金水平分化程度较弱。

竞争格局上，中国商业地产参与众多，商业与住宅地产并举的开发商（如世茂集团）、主做商业地产的开发商（如中国国际贸易中心股份有限公司）以及主做实业（住宅地产）兼顾商业地产布局的开发商（如万科企业股份有限公司）。从区域布局来看，行业参与者可以分为全国型和区域型。商业地产物业投资规模大、投资回报期长，租售结合或只租不售的运作模式对商业运作和日常经营管理能力等要求较高，开发商的资金、品牌和资源优势是行业竞争中的核心要素，因此商业地产“马太效应”明显，行业格局呈现强者愈强的局面，龙头企业在行业竞争中拥有突出优势。

整体看，中国商业地产存量大，同质化竞争激烈、电商迅速发展冲击传统实体商业运营，投资回报期长，现金回笼慢，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，大悦城控股持有大悦城地产64.18%股权，为公司的直接控股股东，中粮集团通过全资子公司间接持有公司66.76%股权，为公司的最终控股股东。国务院国资委全资持有中粮集团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。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。凭借品牌认可度、清晰的差异化定位及成熟的运作经验，公司投资物业运营保持良好发展态势，租金收入持续增长，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。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，项目盈利处于较高水平。

截至 2018 年底，公司已布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝都市圈、长江中游城市群等五大城市群的核心城市及周边辐射区域，进驻北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都、西安、重庆、青岛、武汉、昆明等 12 个城市，运营或在建 16 个大悦城城市综合体项目，2 个大悦春风里项目，以及北京中

粮广场、香港中粮大厦、北京中粮置地广场等一线城市黄金地段的多个优质物业。

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，是中国中央政府管理的 49 家国有重要骨干企业之一，超过 25 年连续入围财富世界 500 强。

截至 2018 年底，中粮集团（合并）资产总额 5606.35 亿元，所有者权益 1660.44 亿元（其中少数股东权益 844.86 亿元）；2018 年中粮集团实现营业总收入 4711.20 亿元，利润总额 128.83 亿元。

中粮集团依托自身市场化经营能力，积极参与和服务国家粮食宏观调控，聚集粮、油、糖、棉核心主业，通过全球布局建设，已经在南美、黑海等全球粮食主产区和亚洲新兴市场间建立起稳定的粮食走廊。目前，中粮集团农产品年经营量达 1.6 亿吨，全球仓储能力 3100 万吨，年加工能力 9000 万吨，年港口中转能力 6500 万吨。

总体来看，作为全球粮油及食品领域龙头企业，中粮集团在资产规模、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均具有明显竞争优势。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员及管理体制方面未发生重大变化。

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”，公司坚持以开发、经营和管理大悦城为品牌的城市综合体为主要业务方向，同时开发、销售、投资管理其他物业项目，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。

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。

2018 年，公司实现收益 81.29 亿元，同比下降 30.27%，主要由于销售物业交付面积减少，交付产品结构变化导致平均单价降低，致使物业销售收入下降。从构成看，投资物业、物业及土地开发和酒店经营仍为三大核心板块，2018 年三大板块收入合计占比为 97.69%。

分板块看，2018 年，公司实现投资物业及相关收入 36.33 亿元，占收益比重为 44.69%，

同比增长 5.83%，主要是杭州大悦城 2018 年 8 月开业新增租金收入，同时沈阳大悦城、朝阳大悦城、西单大悦城、成都大悦城和经过改造后的中粮广场等运营情况良好，经营业绩提升所致。公司物业及土地开发板块实现收入 35.76 亿元，同比下降 49.89%，主要系本期交付结算产品面积和单价下降所致，其中上海静安大悦城交付产品包含车位，导致平均单价大幅下降。2018 年，公司酒店经营实现收入 7.33 亿元，同比下降 23.57%，占收益比重为 9.01%，主要是公司对酒店业务板块进行战略调整，西单大悦城酒店自 2017 年 3 月起进行经营改造，北京长安街 W 酒店于 2018 年出售所致。公司管理输出及其他服务 1.88 亿元，同比增长 45.74%，但对收益贡献程度相对较小。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 55.40%，较 2017 年有所提高。分板块看，2018 年，投资物业毛利率为 74.20%，变动不大。物业及土地开发板块毛利率 39.70%，较 2017 年提高 7.29 个百分点，主要系 2017 年结转的香港环球大厦因会计准则处理原因，结转的收入和成本相同，导致 2017 年物业及土地开发板块毛利率相对较低。公司酒店经营板块毛利率 42.30%，较 2017 年略有下降。因公司实施轻资产战略，管理输出及其他服务毛利率上升 6.80 个百分点至 41.40%。

表 1　2016—2018 年公司收益及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年			2018 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	31.23	44.70	70.80	34.33	29.45	71.63	36.33	44.69	74.20
物业及土地开发	27.56	39.45	40.80	71.36	61.21	32.41	35.76	43.99	39.70
酒店经营	10.10	14.46	38.66	9.59	8.23	44.96	7.33	9.01	42.30
管理输出及其他服务	0.97	1.39	33.72	1.29	1.11	34.60	1.88	2.31	41.40
合计	**69.87**	**100.00**	**53.82**	**116.58**	**100.00**	**45.01**	**81.29**	**100.00**	**55.40**

注：1. 2015 年起，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；2. 各项相加与合计数尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司投资物业运营保持良好发展态势，投资物业及相关收入持续增长，受销售物业交付面积和结算单价下降影响，物业及土地开发收收入大幅下降，但公司综合毛利率有所提高，盈利水平高。

2. 投资物业

公司投资物业以开发、经营及管理“大悦城”为品牌的城市综合体为主要发展方向。截至 2018 年底，公司已进驻北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都、西安、重庆、青岛、武汉、昆明等 12 个城市，运营或在建 16 个大悦城城市综合体项目，2 个大悦春风里项目，以及北京中粮广场、香港中粮大厦、北京中粮置地广场等一线城市黄金地段的多个优质物业。截至 2018 年底，公司持有投资物业中综合体零售区可出租面积合计 78.15 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 23.50 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。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 26%左右，零售业态配比 43%左右，娱乐业态配比 23%左右，服务业态配比在 8%左右。

租金定价方面，公司根据年度预算要求制定每个铺位预算租金，招商部按铺位预算租金来执行及考核；租金水平增长情况根据项目确定，培养期及成长期项目每年租金增长 10%左右，进

入成熟期项目每年租金增长5%左右。租期方面，零售业态租期一般为2~3年，餐饮类5年，特殊品牌如快时尚主力店年限在8年。租约临近到期前，公司主要根据商户经营情况、大悦城调整情况来确定续约意向，对于普通商户，建议续租时间不超过1年。公司租金按月结算，每月下发下月租金账单，近年租金收缴率保持较高水平。

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、统一性，近年来公司从总部层面建立核心品牌库，商户包括主力店、快时尚、国际化妆品、零售、生活、餐饮、儿童等业态，约有128个集团及品牌，由总部直接管理，其他普通品牌由项目进行统一招商。

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。2016—2018年，公司已运营大悦城购物中心累计实现销售额146亿元、161亿元和185亿元，主要来自天津、沈阳及北京朝阳大悦城销售额增长带动。

2018年，公司大悦城综合体四城联动开业，入驻西安、杭州和昆明市场，并深度拓展上海市场。2018年，大悦城综合体实现租赁收益26.02亿元，同比增长11.43%，主要系公司已运营成熟物业租金水平提升，大悦城运营情况良好，经营业绩提升所致。目前，西单大悦城、朝阳大悦城及天津南开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，2018年对物业租赁收入合计贡献66.26%，集中度高。

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即可达到较高水平。2018年，公司已投运购物中心出租率均在90%以上。其中，烟台大悦城由于B1街区改造出租率有所下滑，上海长丰大悦城由于改造完成后重新开业，出租率大幅提高。

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。2018年，成都大悦城由于开业率及可租赁面积口径问题导致平均租金略有下降，但整体租金提升幅度接近20%，运营情况良好。

表2　公司大悦城经营情况

（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米/天）

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			平均租金水平		
				2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
西单大悦城	51	13.75	5.13	6.37	6.47	6.84	94	97	98	36.40	32++.70	34.60
沈阳大悦城	100	27.85	9.39	1.83	2.09	2.30	95	95	98	4.70	5.20	6.70
朝阳大悦城	45.9	29.75	12.28	5.23	5.85	6.44	95	92	94	12.60	14.30	15.00
上海静安大悦城	51	15.59	6.55	2.15	2.16	2.39	90	94	95	10.30	10.20	11.10
天津南开大悦城	51	18.63	8.90	3.32	3.71	3.96	99	97	98	10.70	11.50	12.30
烟台大悦城	51	21.38	7.60	1.01	1.11	1.23	99	98	92	3.70	4.00	4.60
成都大悦城	100	19.48	9.16	1.13	1.41	1.71	97	93	94	3.78	4.71	4.50
杭州大悦城	55	20.92	7.46	--	--	0.43	--	--	94	-	--	5.20
上海长风大悦城	100	12.20	5.49	--	0.55	0.72	--	71	97	-	--	5.50
西安大悦城	80	14.65	6.20	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合　计	--	**194.20**	**78.15**	**21.04**	**23.35**	**26.02**	--	--	--	--	--	--

注：可出租面积为零售区面积；西安大悦城2018年12月开业

资料来源：公司提供

考虑到内地商业地产已布局大量存量资产，公司逐步探索轻资产运营模式，充分发挥“大悦城”品牌号召力及运营能力，通过管理输出等方式加快轻资产布局。轻资产管理输出项目收费标准主要包括以下几部分：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）、商标授权费、招商代理佣金、运营期服务费、开业奖励和退出奖励。2018 年，公司管理输出服务实现收入 0.76 亿元，较上年增长 62.18%。目前，公司现有管理输出项目包括天津和平大悦城和昆明大悦城等。

总体看，未来随着输出管理项目的增加，公司将在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 2018 年底，公司写字楼及其他物业包括香港中粮大厦、北京中粮广场、上海鹏利辉盛阁公寓、西单大悦城写字楼等。

表 3　公司主要写字楼及其他物业经营情况

（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米/天）

项目名称	可出租面积	物业租赁收入			平均出租率			平均租金水平		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
香港中粮大厦	1.57	0.72	0.75	0.77	95	96	93	14.00	15.00	15.73
北京中粮广场	10.11	2.10	2.20	2.68	92	77	86	10.00	8.18	9.40
西单大悦城写字楼	1.31	0.37	0.41	0.46	84	93	97	9.50	10.30	10.70
上海鹏利辉盛阁公寓	4.85	1.10	1.16	1.21	82	88	87	1952.00	1962.00	1962.00
合　计	**17.84**	**4.35**	**4.52**	**5.12**	--	--	--			

注：2016年北京中粮广场数据未含C座

资料来源：公司提供

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；租户的选择倾向于世界财富 500 强企业及行业头部企业总部、法人金融类机构，或文化传媒类、信息服务业、综合服务类企业。租金收取一般为押三付一，月底预交下月租金。

2018 年，受益于租金水平和出租率的提升，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，2018 年公司写字楼出租率整体有较大提高。其中，北京中粮广场写字楼 C 座项目改造完成后，在稳固优质大租户的基础上，进一步提升租户品质、优化租户结构，经营业绩良好，全年租赁收入实现 2.68 亿元，出租率提高到 86%，去化满意度达到 92.80%。西单大悦城写字楼因将部分空置面积出租，出租率提升较高。香港中粮大厦因收集团公司削减自租面积以及部分租户到期不再续租，导致出租率有所下滑。另外，中粮置地广场 2018 年 8 月正式运营，截至 2018 年底，签约租金远超北京市甲级写字楼历史水平。总体看，公司写字楼及其他物业整体出租率处于较高水平。

在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司在建及拟建商业物业包括成都天府大悦城、武汉光谷大悦城和重庆大悦城等。在建投资物业总建筑面积 106.25 万平方米，规划总投资 128.57 亿元，截至 2018 年底已投资规模为 28.30 亿元，尚余投资 100.27 亿元。公司未来投资保持较大规模，存在一定对外融资需求。

表 4　截至 2018 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	预计工期	开业时间	权益比例	总建筑面积	规划总投资金额	已投资金额	建设进度
重庆大悦城	购物中心	2019.9-202	2021.12	100.00	21.39	19.14	4.63	24.19

		1.11						
成都天府大悦城	购物中心	2019.8-2022.10	2022.11	100.00	21.70	20.75	0.15	0.72
武汉光谷大悦城	商业综合体	2019.3-2021.12	2021.12	51.00	13.61	16.52	2.25	13.62
青岛大悦春风里	商业综合体	2018.9-2021.6	2021.6	100.00	12.52	11.52	3.11	27.00
沈阳大悦城 E 馆（沃尔玛项目	购物中心	2019.10-2022.10	2022.10	100.00	5.50	11.30	3.50	30.97
北京大兴春风里(火神庙项目)	商业	2019.6-2020.11	2020.12	33.56	15.51	33.89	5.59	16.49
北京苹果园大悦城	商业	2018.3-2021.6	2021.12	20.00	16.02	15.45	9.07	58.71
合　计	--	--	--		**106.25**	**128.57**	**28.30**	--

注：上表数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，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继续得到提升。

3. 物业及土地开发

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。公司物业开发项目均位于一线城市和重点二线城市，拥有优越的地理位置。

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，打造精准匹配的“壹号”“祥云”“锦云”和“鸿云”四条住宅产品线；开发模式包括自主开发及合作开发。2018 年，公司推行大运营体系，加快开发进度，公司开发指标大幅提高，新开工面积 100.56 万平方米，较上年大幅增长，公司竣工面积 15.09 万平方米，较上年略有增长。

表 5　近年来公司物业开发主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	12.89	9.07	100.56
房屋竣工面积（万平方米）	11.22	12.04	15.09
期末在建面积（万平方米）	16.07	13.10	98.57
签约销售面积（万平方米）	9.39	24.25	23.15
签约销售金额（亿元）	45.67	81.56	88.31
签约销售均价（万元/平方米）	4.86	3.36	3.84
房屋结算面积（万平方米）	6.86	14.79	12.68
房屋结算金额（亿元）	27.52	71.36	35.69
结算单价（万元/平方米）	4.01	4.82	2.81

注：房屋结算金额不含一级土地开发收入

资料来源：公司提供

2018 年，公司物业结算面积和结算金额均同比下降，主要是受公司结算货源排布周期的影响。2018 年，结算单价为 2.81 万元/平方米，较上年大幅下降，主要系 2018 年结算的项目如天津大悦城写字楼（商办）、海南红塘湾、成都大悦城悦街等产品，整体均价较低，而 2017 年结算的项目有上海鹏利海景壹号、上海大悦城天悦壹号高溢价产品，且香港环球大厦 11 层为写字楼，结算单价较高，为 33 万元/平方米。部分高收益产品如上海前滩海景壹号等将于未来结转，物业开发收入和毛利率将得到进一步提升。

2018 年，公司签约销售面积为 23.15 万平方米，较上年略有下降，签约销售金额 88.31 亿元，

较上年增长 8.28%，主要系前滩海景壹号、青岛金沙、海南红塘悦海及中粮祥云项目等销售型物业销售良好所致。销售价格方面，2018 年公司签约销售均价为 3.84 万元/平方米，较上年增长 14.29%，主要系前滩海景壹号、杭州大悦城天悦等中高端产品售价较高所致。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。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作用。

截至 2018 年底，公司在售项目主要包括海南红塘悦海、杭州大悦城、重庆中央公园、青岛金沙祥云等项目，在售项目总可售面积为 109.49 万平方米，累计实现销售面积 53.03 万平方米，去化率为 48.43%。同期，公司剩余可售面积 56.46 万平方米，为 2018 年签约销售面积的 2.44 倍，公司可售货源规模尚可。从剩余可售项目城市分布看，三亚剩余可售面积占比为 7.80%、重庆占比为 25.04%，常州占比为 49.49%，公司可售项目区域分布比较集中，部分项目可能会因为房地产调控政策面临一定去化压力。

表 6　2018 年公司物业销售情况（单位：%、亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	开工时间	竣工时间	所占权益	总可售面积	2018 年销售面积	2018 年销售金额	剩余可售面积
上海天悦壹号(不含写字楼)	住宅、商业、车位	2003.07	2012.12	51	14.24	0.79	6.53	0.00
上海前滩一号	住宅	2014.11	2016.12	50	4.20	4.20	35.61	0.00
成都大悦城悦街	商业	2014.03.	2015.11	100	2.55	0.14	0.87	0.09
海南红塘悦海	住宅	2016.02	2018	51	16.50	6.12	15.47	4.41
杭州大悦城	公寓、写字楼、商业	2014.04	2015.12	55	19.19	4.53	14.87	6.52
青岛金沙祥云	住宅	2016.08	2018.08	51	5.90	2.53	6.02	3.37
重庆中央公园祥云	住宅、商业	2010.03	2015.11	100	17.50	3.36	4.98	14.14
常州花语江南	住宅	--	1981	49	29.42	1.48	4.48	27.94
合　计	--	--	--	--	**109.49**	**23.15**	**88.83**	**56.46**

注：常州花语江南项目为非并表项目
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司物业销售板块在建拟建项目总共15个，主要分布在一线和二线城市，总建筑面积为405.62万平方米，预计总投资760.35亿元，公司主要在拟建项目已投资331.94亿元，尚需投资428.41亿元。

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，存在较大对外融资压力。

表 7　截至 2018 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	权益比例	总建筑面积	规划总投资	已投资金额	建设进度
青岛市北项目	住宅、商业	青岛	51.00	24.91	30.51	15.48	50.74
青岛即墨 B 地块	住宅	青岛	100.00	15.18	13.19	4.64	35.18
青岛李沧沔阳路项目	住宅、商业	青岛	49.00	21.58	21.80	9.47	43.44
成都酒城北项目	住宅、商业	成都	69.65	9.40	11.00	3.44	31.27

成都中粮广场	商业	成都	69.65	17.40	20.00	9.29	46.45
成都天府大悦城（销售型）	住宅、商业	成都	100.00	27.30	25.38	0.19	0.75
重庆大悦城（销售型）	住宅、公寓	重庆	100.00	38.40	37.54	15.87	42.27
武汉光谷大悦城（销售型）	住宅、商业、办公	武汉	51.00	34.14	45.34	11.74	25.89
上海前滩项目	住宅办公	上海	50.00	12.50	31.64	26.52	83.82
上海大悦城写字楼	办公	上海	100.00	18.70	68.23	49.09	71.95
上海瑞虹新城	住宅办公	上海	49.50	40.50	165.56	113.72	68.69
杭州大悦城（销售型）	住宅、公寓、底商	杭州	50.00	28.34	73.18	25.38	34.68
沈阳沃尔玛地块（销售型）	办公	沈阳	100.00	2.37	3.18	1.50	47.17
昆明螺蛳湾项目	住宅、商业	昆明	30.00	68.90	146.00	9.87	6.76
常州天宁项目	住宅、商业	常州	49.00	46.00	67.80	35.74	52.71
合　计	--	--		**405.62**	**760.35**	**331.94**	--

注：上表数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

土地储备

土地获取方面，公司广开渠道、轻重并举，加大土地拓展力度；一方面积极参与公开市场竞争，另一方面充分发挥自身的商业运营优势，积极拓展合作项目，发掘存量市场的整合机会。公司以优质的综合类地块或具有改造提升潜力的项目作为重点目标，积极增加土地资源储备。

在项目获取前，公司严格考察新增土地质量和成本情况，确定产品定位（业态、规划及配比等），完成规划方案设计，合理预计项目未来盈利情况。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。

2018年，公司新增土地储备规划建筑面积106.18万平方米，新增土地楼面地价1.02万元/平方米，主要包括武汉光谷大悦城、成都天府大悦城、沈阳大悦城E馆和青岛市即墨区经开区AB地块，土地储备较为充足。同时，拓展一级土地市场业务，获取昆明螺狮湾项目土地一级开发社会投资人资格144.50万平方米。

2018 年 3 月，昆明螺蛳湾投资开发有限公司、成都鹏悦企业管理咨询有限公司（大悦城控股全资子公司）与云南碧桂园房地产开发有限公司签署云南螺蛳湾中央商务区升级改造项目二期合作开发合同（以下简称“昆明螺狮湾项目”），并成立昆明螺蛳湾国悦置地有限公司，三家分别持股 30%、30%和 40%。昆明螺狮湾项目地块位于昆明市西山区板块，紧邻一环城市核心区域，处于城市黄金地段，属于二环内稀缺土地资源，总占地面积约 410 亩，预计总建筑面积约 180 万平米。该项目为一二级联动开发，总投资额预计 270 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日，已投资额约 33 亿元，投资期限约为 8~10 年。

表 8　2018 年底公司新增土地储备

（单位：万平方米、%）

项目	位置	宗地面积	规划建筑面积	开发类型	权益比例
青岛市即墨区经开区AB 地块	青岛市即墨区	11.44	18.96	综合体	100
沈阳大悦城E 馆	沈阳大东区	1.31	7.88	购物中心、寓	100
武汉光谷大悦城	武汉光谷	15.75	47.76	综合体	51
成都天府大悦城	成都天府区	7.01	31.58	综合体	100
合计	--	**35.51**	**106.18**	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司物业开发及销售重点布局一线城市和重点二线城市，地理位置优越，享有稀缺的地理资源或景观资源，周边配套齐全，具有良好的增值空间，市场认可度较高，能够

快速回笼资金，平衡整体项目现金流，及提升资金使用效率。目前，公司项目储备区域以核心二线城市为主，可售货源充足，但较为集中，存在一定的去化压力，土地储备较为充足，为未来业绩的持续提供保障。

4. 酒店运营

公司优质酒店物业主要位于三亚亚龙湾滨海区域，聘请万豪、美高梅等国际酒店管理公司进行管理。截至2018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等酒店，区域分布于北京、三亚，定位以高端为主。

表 9　截至 2018 年底公司主要酒店情况

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	396 间客房	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	563 间客房	否	51
西单大悦城酒店	北京	准五星	2008.2	--	--	51

注：西单大悦城酒店自 2017 年 3 月起进行改造
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。2018年，公司酒店经营实现收入7.32亿元，同比下降19.91%，主要是北京长安街W酒店已于2018年出售以及西单大悦城酒店改造所致；同期，实现毛利率42.30%，较2017年下降2.66个百分点，主要是入住率和平均房价下降所致。2018年，受三亚市场下滑以及海棠湾新开酒店的影响，公司运营酒店的入住率和平均房价均呈下行趋势。

表 10　公司主要酒店运营情况

（单位：亿元、%、元/间/天）

主要项目	2016 年			2017 年			2018 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	2.68	67	1820	2.86	72	1855	2.52	69	1658
三亚美高梅度假酒店	3.91	83	1282	3.89	89	1261	3.76	86	1202
三亚凯莱仙人掌度假酒店	0.78	69	416	0.81	82	364	0.72	76	344
北京长安街 W 酒店	1.33	56	1041	1.50	70	1038	0.33	--	--
西单大悦城酒店	0.73	83	613	0.09	62	614	--	--	--
合　计	**9.41**	--	--	**9.14**	--	--	**7.32**	--	--

注：1. 北京长安街 W 酒店 2018 年已经出售；西单大悦城酒店 2017 年 3 月起进行改造；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

5. 经营效率

2018年，公司经营效率指标值呈下降趋势，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为40.85次、024次和0.09次。总体看，公司整体经营效率指标一般。

6. 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，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业态城市综合体。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，重点关注京津冀、长三角、珠三角、长江中游、成渝五大城市群的中心城市及周边辐射城市。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，择优择机拓展进入。

轻资产运营方面，公司将进一步规范轻资产管理制度和操作指引，明确轻资产项目从获取、管理、退出的一系列工作规范与标准。

未来，公司将借助大悦城控股与大悦城地产整合的机会，实现商业地产和住宅等多业态的协同发展，坚持实现商业地产和住宅等多业态的协同发展，坚持持有和销售双轮、产品和服务双核的双轮双核发展模式，践行高质量发展，将公司打造成为业态类型丰富、城市布局完善、资产结构均匀，集人民美好生活场景于一体的“大悦”生态圈。

九、重大事项

重大资产重组

2018 年 3 月，中粮地产与明毅公司签订协议，中粮地产以发行股份的方式向明毅公司购买其持有的大悦城地产 9133667644 股普通股股份。根据中粮地产 2018 年 12 月发布的《收购报告书》，中粮地产向明毅公司发行股份购买其持有的大悦城地产 9133667644 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%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的 59.59%），并拟采用询价方式向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金。本次发行股份购买资产的交易价格以兼顾交易双方股东的利益为原则并经交易双方协商，本次交易作价为 1475607.94 万元，由中粮地产以发行股份的方式支付本次重组的全部交易对价。募集配套资金不超过 242578.14 万元，融资规模不超过中粮地产以发行股份方式购买大悦城地产 9133667644 股普通股股份交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次交易前中粮地产总股本的 20%，即不超过 362746319 股。中粮地产向明毅公开发行新股数量为 2141666095 股。若重组交易完成，中粮地产将直接持有大悦城地产全部已发行股本（不计及大悦城地产之不可赎回可换股优先股）约 64.18%的控股权益，大悦城地产将成为中粮地产之附属公司，中粮集团有限公司仍为大悦城地产间接控股股东。

本次重大资产重组事项已于 2018 年 12 月 4 日获得中国证监会无条件通过，并于 2018 年 12 月 25 日取得中国证券监督管理委员会核准批复。2019 年 1 月，本次重大资产重组的标的资产大悦城地产 9133667644 股普通股股份已登记至大悦城控股名下，本次交易之标的资产

已完成过户。大悦城控股成为大悦城地产的直接控股股东，大悦城地产的最终控股股东仍为中粮集团有限公司，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。本次资产重组不涉及大悦城地产的实际控制权、资产、业务变更。中粮地产已于 2019 年 3 月 21 日完成工商变更登记，更名为大悦城控股集团股份有限公司。

本次重组是中粮集团实现地产板块混改的重要里程碑，将实现中粮集团唯一的“住宅+商业”的全业态地产专业化平台，为两家上市公司带来效率与规模的提升。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2018年财务报表经德勤•关黄陈方会计师行审计，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2018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。公司2018年度首次应用香港会计师公会颁布的新订及经修订的香港财务报告准则第9号、第15号、第2号、第4号和第28号。其中第15号与客户之合约收益有重大影响，公司仅选择对2018年1月1日尚未完成的合约追溯应用该准则。因此，若干比较资料不具有可比性。

合并范围方面，2018年，公司纳入合并范围子公司共计129户，较2017年新增8家二级子公司，为投资新设成立子公司及收购。

截至2018年底，公司合并资产总额988.60亿元，权益总额451.71亿元（非控制股东权益142.18亿元）；2018年，公司实现收益81.29亿元，除税前溢利45.19亿元。

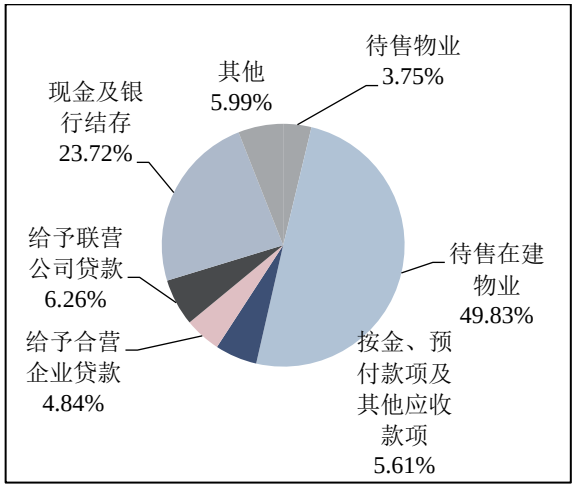
2. 资产质量

随着大悦城综合体开发推进及投入运营，公司资产稳定增长，截至2018年底，公司资产总额988.60亿元，较上年底增长14.46%；其中流动资产占30.31%，非流动资产占69.69%，公司资产构成中非流动资产占比偏高，符合商业地产企业特点。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产299.64亿元，较上年底增长8.91%，构成包括待售物业（占3.75%）、待售在建物业（占49.83%）和银行结余及现金（占23.72%）等。

图3　公司2018年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司银行结余及现金71.08亿元，较上年底下降15.42%，主要系收购公司及购买投资物业等投资支出增加所致，其中银行及手头现金48.43亿元，其余为非质押定期存款。

截至2018年底，公司待售物业11.24亿元（按成本与可变现净值中较低者列账），主要包括上海静安大悦城商业街、成都大悦城写字楼、海南中粮•红塘悦海项目；同比下降49.76%，主要系上海天悦壹号住宅、天津大悦城写字楼清盘，海南红塘悦海项目部分交付转出所致。截至2018年底，账面价值5.55亿元的待售物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资。

截至2018年底，公司待售在建物业149.30亿元，同比增长19.41%，主要系新获取武汉大悦城和青岛大悦城春风里项目以及购建支出增加所致。截至2018年底，公司未对待售在建物业计提减值亏损；账面价值64.93亿元待售在建

物业土地用于抵押融资。

截至2018年底，公司按金、预付款项及其他应收款项16.80亿元，较上年底增长10.26亿元，主要系预付土地增值税及营业税、其他已付按金增加所致。

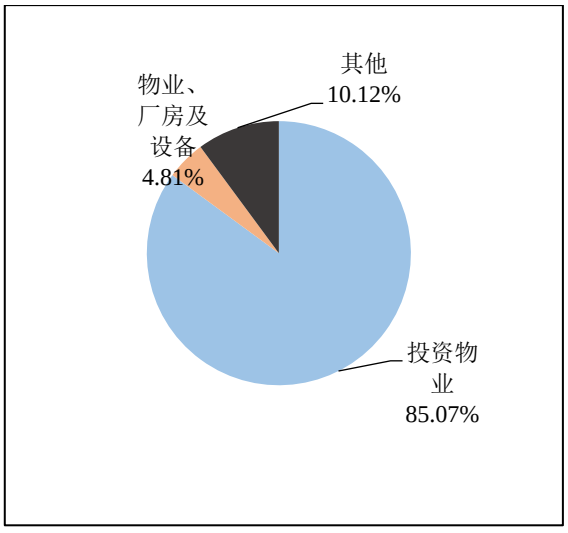
截至2018年底，公司给予合营企业贷款14.52亿元，给予非控股权益贷款11.00亿元，给予联营公司贷款18.76亿元。

公司应收控股公司款、同系附属公司款、合营企业、联营公司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

截至2018年底，公司非流动资产为688.97亿元，较上年底增长17.06%；从构成来看，主要由投资物业（占85.07%）构成。

图4　公司2018年底非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

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。截至2018年底，公司投资物业账面价值586.12亿元，较上年底增长8.00%，主要系本年新增武汉大悦城、青岛大悦城春风里；以及杭州大悦城、中粮置地广场本期开业，新增购建支出；各物业运营良好，投资物业评估增值综合影响所致。其中已竣工投资物业账面价值558.83亿元，在建投资物业账面价值27.29亿元。截至2018年底，公司账面价值392.87亿元投资物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资。

截至2018年底，公司物业、厂房及设备成本为50.16亿元，较上年底增长5.07%，其中新购置2.87亿元；累计计提折旧17.01亿元，账面净值为33.15亿元。截至2018年底，公司物业、厂房及设备中酒店物业占63.26%。截至2018年底，公司账面价值22.63亿元物业、厂房及设备用于抵押。

截至2018年底，公司所持合营企业权益为53.15亿元，较上年底增长52.81亿元，主要是本年新增合营企业所致。

截至2018年底，公司用于抵押融资的资产账面价值总额为491.55亿元，占资产总额比重为49.72%，公司资产受限比例较高。

总体看，跟踪期内，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。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投资物业升值、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

截至2018年底，公司权益总额451.71亿元，较上年底增长6.35%，主要来自未分配利润积累和非控股股东权益的增加。从权益总额构成来看，截至2018年底，公司股本占2.48%，储备占59.96%，非控制股东权益占31.48%，永久性资本工具占6.07%。

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于2014年10月签订委托贷款合同，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—2018年，公司分别向中粮集团偿还永久性贷款的本金5.00亿元、5.00亿元和2.00亿元，截至2018年底，公司永久性权益资本工具本金为25.68亿元，账面价值27.43亿元。

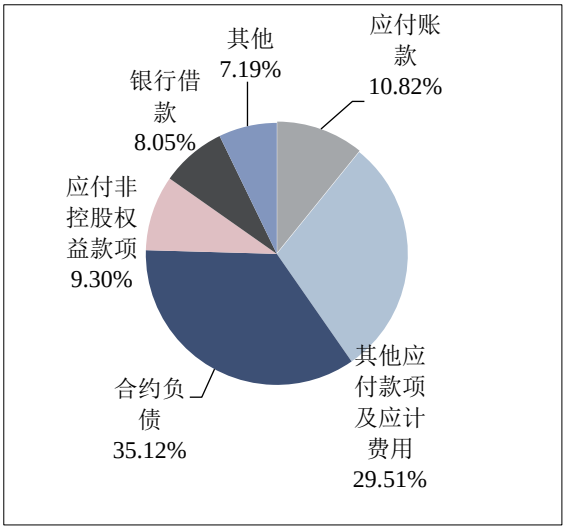
总体看，公司所有者权益中非控股权益占比高，权益稳定性一般。

负债

截至2018年底，公司负债总额536.90亿元，较上年底增长22.31%。截至2018年底，流动负债和非流动负债占比分别为43.26%和56.74%。

截至2018年底，公司流动负债276.77亿元，较上年底增长60.33%；构成包括应付账款（占10.82%）、其他应付款项及应计费用（占29.51%）、应付非控股权益款项（占9.30%）、一年内到期之银行借贷（占8.05%）和合约负债（占35.12%）等。

图5　公司2018年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司一年内到期之银行借贷15.96亿元，较2018年底下降32.41%，主要系公司调整债务结构，偿还短期借款所致。

公司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。截至2018年底，公司应付账款为21.44亿元，较上年底下降12.98%，主要系上海天悦壹号在建物业应付工程成本减少所致。其中，贸易应付款项0.33亿元、工程累计开支21.10亿元。公司贸易应付款中，1年以内占98.96%，账龄较短。

公司其他应付款项及应计费用主要包括投资物业、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2018年底，公司其他应付款项及应计费用58.47亿元，较上年底增长51.21%，主要系投资物业的应付建筑成本与收购合营企业的应付代价增加带动所致。

截至2018年底，公司合约负债69.60亿元，其中物业销售67.80亿元。公司合约负债系本年应用香港财务报告准则第15号作出相应调整的金额。其中，本年已确认并计入年初合约负债结余的收益25.56亿元。

截至2018年底，同系附属公司给予的贷款4.10亿元，主要包括中粮置地管理有限公司提供担保的贷款。

截至2018年底，公司一年内到期的银行借款15.96亿元，较上年底下降32.41%。

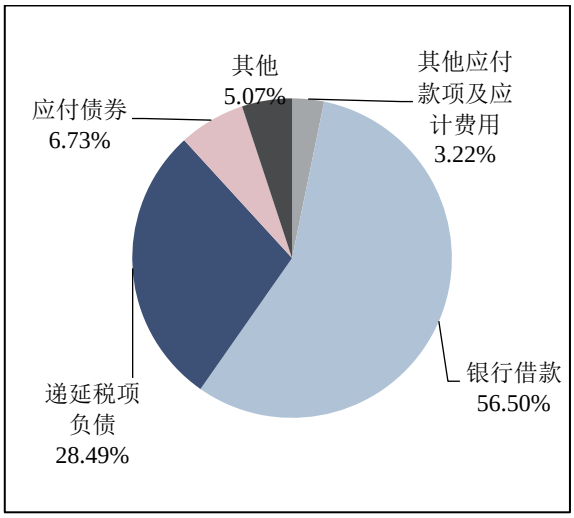
2014年11月，为支付资产收购交易对价，公司全资附属公司倍隆有限公司向独立第三方发行本金总额8亿美元有担保票据，期限5年，年利率3.625%。除非提早赎回或赎回并注销，该票据将于2019年11月18日按本金赎回。截至2018年底，公司有担保票据55.02亿元，列入流动负债，受汇率影响，较上年底增长5.15%。

截至2018年底，公司一年内到期的应付债券23.60亿元，较上年底下降32.41%。公司全资附属公司于2016年1月发行本金30亿元5年期的公司债券，于第三年末2019年1月14日，债券持有人有权按期面值赎回全部公司债券。2018年12月，公司附属公司宣布收到债券持有人的通知，以出售本金额为22.68亿元的公司债券，剩余债券将于2021年1月14日到期。因此，公司将本金为22.68亿元的公司债券分类为流动负债。

截至2018年底，公司非流动负债260.12亿元，较上年底下降2.34%，构成主要包括银行借款（占56.50%）、递延税项负债（占28.49%）

和应付债券（占6.73%）。

图6　公司2018年底非流动负债构成



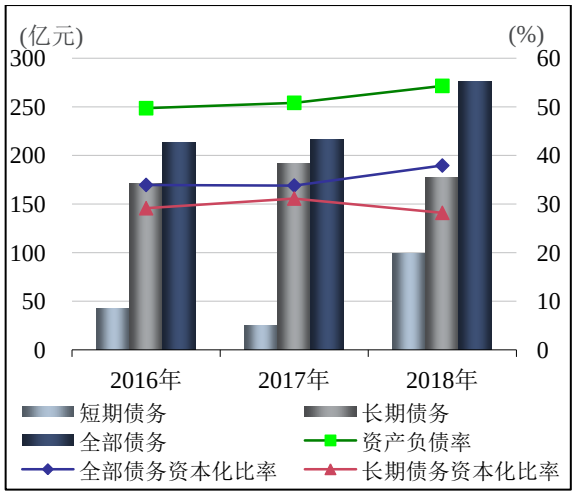
资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司一年后到期的银行借款146.85亿元，较上年底增长63.42%；其中偿还期为1~2年的占比为11.92%、偿还期在3~5年的占比为52.00%、偿还期为5年以上的占比为36.08%，期限分布较为合理。

截至2018年底，公司一年后到期的应付债券17.48亿元，较上年底下降57.39%。其中，包括公司于2017年9月发行本金10亿元的“17大悦城MTN001BC”，和上述已转入一年内到期的应付债券的剩余部分。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务275.94亿元，同比增长27.25%，其中短期债务占比为35.76%，长期债务占比为64.24%，短期债务占比较上年底提高24.30个百分点，但债务构成仍以长期债务为主。债务指标方面，截至2018年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为54.31%和37.92%，分别较上年底增加3.49个和4.12个百分点，长期债务资本化比率为28.18%，较上年底减少2.95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57.08%、41.69%和32.54%，负债水平有所提高。

图7　公司债务指标情况



资料来源：联合资信整理

总体看，跟踪期内，受投资规模扩大影响，公司债务规模有所增长，但债务水平仍然控制较好，有息债务中长期债务占比较高，债务结构合理。目前，公司有息债务中存在一定规模的美元计价债务，面临一定汇率波动风险。

4. 盈利能力

2018年，公司实现收益81.29亿元，同比减少30.27%，主要系物业及土地开发收入规模大幅下降所致。同期，销售及服务成本同比下降43.38%至36.29亿元。公司销售及服务成本降幅大于收益降幅，受此影响，公司毛利率提高至55.36%。公司其他收入主要包括利息收入、政府补贴等，2018年为2.69亿元，较上年增长67.27%，主要是来自向合营企业、联营公司、非控股权益等提供股东贷款获取利息收入的增加。

2018年，公司其他收益及亏损净额产生净亏损1.62亿元，较上年大幅增长，主要系2018年人民币贬值，公司收入货币主要为人民币，新增部分美元及港币借款按汇率折算产生的汇兑亏损较上年新增0.90亿元。

2018年，公司出售附属公司收益为11.45亿元，主要是2018年公司全资附属公司出售持有的中粮酒店（北京）有限公司100%权益（持有北京长安街W酒店项目）取得的收益；公司出

售附属公司收益占除税前溢利比重为25.33%，对除税前溢利贡献大，但不具有持续性。

2018年，公司期间费用（分销及销售成本+行政开支+融资成本）23.18亿元，同比增长1.04%，构成主要为行政开支和融资成本（占比分别为39.33%和34.55%）。2018年，公司分销及销售成本6.05亿元，同比增长3.57%，主要是由于本年新投入的上海长风大悦城、杭州大悦城、西安大悦城及中粮置地广场的推广费增加所致。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，2018年为9.12亿元，同比下降6.45%。同期，公司融资成本为8.01亿元，同比增长2.26%，主要系有息债务增加所致。2018年，公司加权平均借贷成本为4.39%，保持行业内较低水平。同期，公司期间费用率为28.52%，由于收益同比大幅下降，公司期间费用率增长较快，期间费用控制能力较上年有所减弱。

2018年，公司投资物业之公允价值收益10.92亿元，较上年变化不大，其中已竣工投资物业公允价值变动5.97亿元，在建投资物业公允价值变动4.95亿元。2018年投资物业公允价值收益主要来自于中粮置地广场、杭州大悦城、西单大悦城、朝阳大悦城、天津大悦城、成都大悦城和沈阳大悦城，公允价值收益主要由于杭州大悦城、北京中粮置地广场完工开业，签约租金水平高于预期。2018年，投资物业公允价值收益占除税前溢利比重为24.16%，占比较2017年略有下降，但对利润贡献程度仍然较高。

2018年，公司除税前溢利为45.19亿元，同比增长10.10%，主要系公司出售附属公司收益增加所致。从利润指标看，受除税前溢利规模增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率呈增长趋势，分别为5.38%和6.89%，同比分别增加0.15个和0.83个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收益规模受物业及土地开发结转收入下降的影响而快速下降，投资物业公允价值收益和出售附属公司收益对利润贡献大，整体盈利能力有所增强。公司期间费用对利润侵蚀影响大，且期间费用率增长较快，期间费用控制能力有所减弱。

5. 现金流

2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额 42.54 亿元，流入部分主要是收到的物业销售款及预售物业已收按金、物业租金和酒店经营收入等，支出部分主要是支付建筑成本、税费等。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，2018 年，公司营运资本变动前的现金流量 33.40 亿元，保持较大规模的净流入。

2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-104.30 亿元，投资规模较上年大幅增加。公司投资活动产生的现金流出中，收购合营企业的权益支付的现金 43.04 亿元、购买投资物业支付的现金 21.08 亿元、给予联营公司的贷款及垫款 19.37 亿元；公司投资活动产生的现金流入主要是出售中粮酒店（北京）产生的净现金流入 6.63 亿元。

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。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 41.46 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，公司筹资活动现金流出主要包括偿还银行借贷 30.41 亿元、偿还永久性资本工具 2.00 亿元；公司筹资活动现金流入主要是银行借贷 78.11 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于物业销售款的增长，公司经营活动现金流净额有所增长；随着在开发投资物业的持续推进，投资活动现金流出规模快速增长，公司筹活动现金流由净流出转为净流入，公司存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，受流动负债快速增长的影响，公司流动比率和速动比率均快速下降，分别为 108.26%和 50.13%，同

比分别减少 51.12 个百分点和 23.62 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 15.37%；现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.72 倍。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，2018 年，公司 EBITDA 较上年增长 6.61%至 55.83 亿元；公司 EBITDA 利息倍数为 5.29 倍，较上年基本保持稳定；受全部债务快速增长的影响，全部债务/EBITDA 上升至 4.94 倍。总体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2018 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 328.52 亿元，其中未使用授信额度为 130.81 亿元。公司为联交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司对物业买家按揭贷款提供担保余额为 26.01 亿元，担保比率 5.76%，担保比率较低。

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，土地储备充足、股东实力强，公司整体抗风险能力极强。

十一、 存续债券偿还能力分析

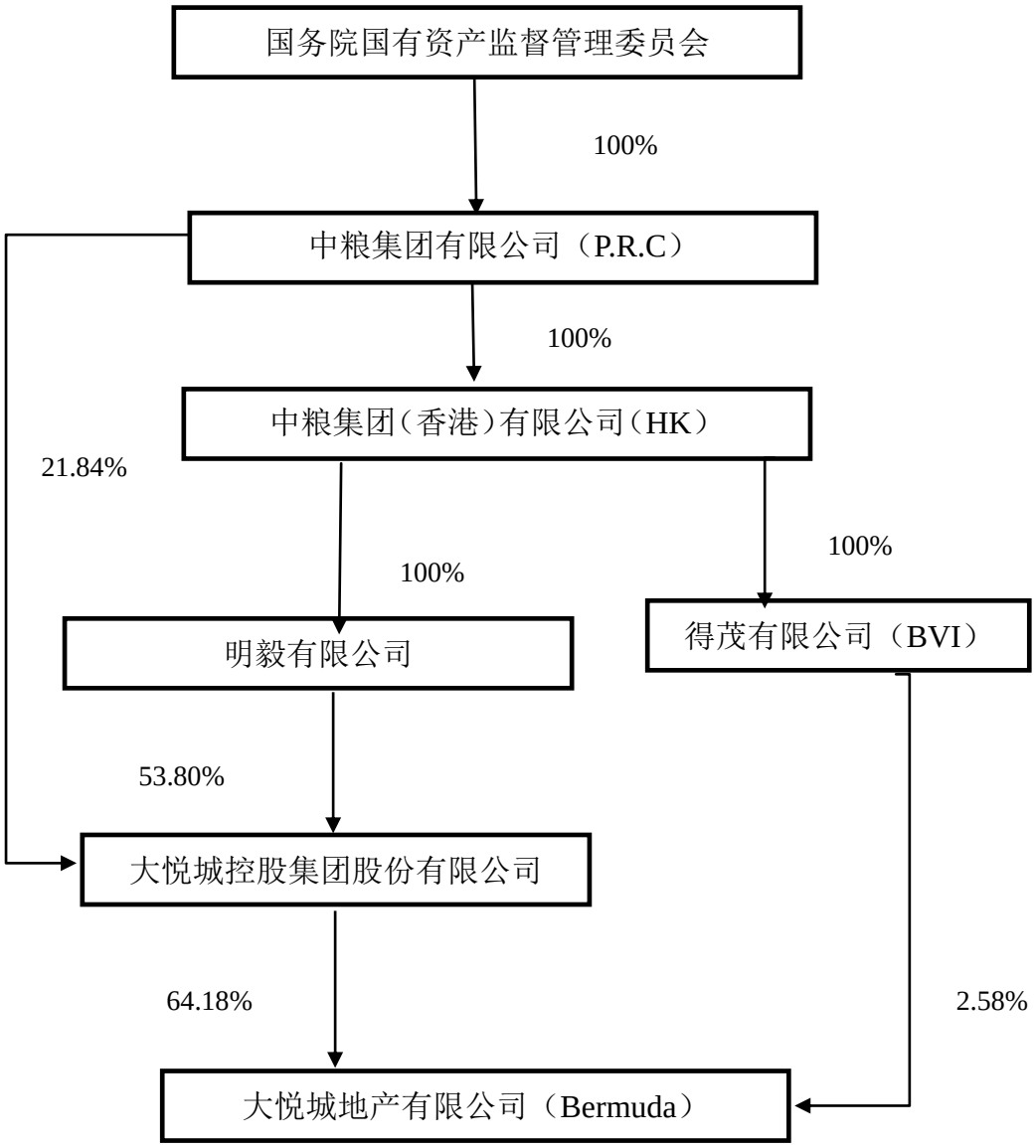
公司于2017年9月发行“17大悦城MTN001BC”，发行额度10亿元，期限3年，将于2020年到期兑付。截至2018年底，公司现金类资产71.08亿元，为存续期内债券的7.11倍。

2018年，公司EBITDA和经营活动现金净流量分别为55.83亿元和42.54亿元，分别为存续期内债券的5.58倍和4.25倍。整体看，公司EBITDA和经营活动现金流对存续期内债券的保障能力强。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，租金流入对存续周期内债券的偿还起到一定保障。

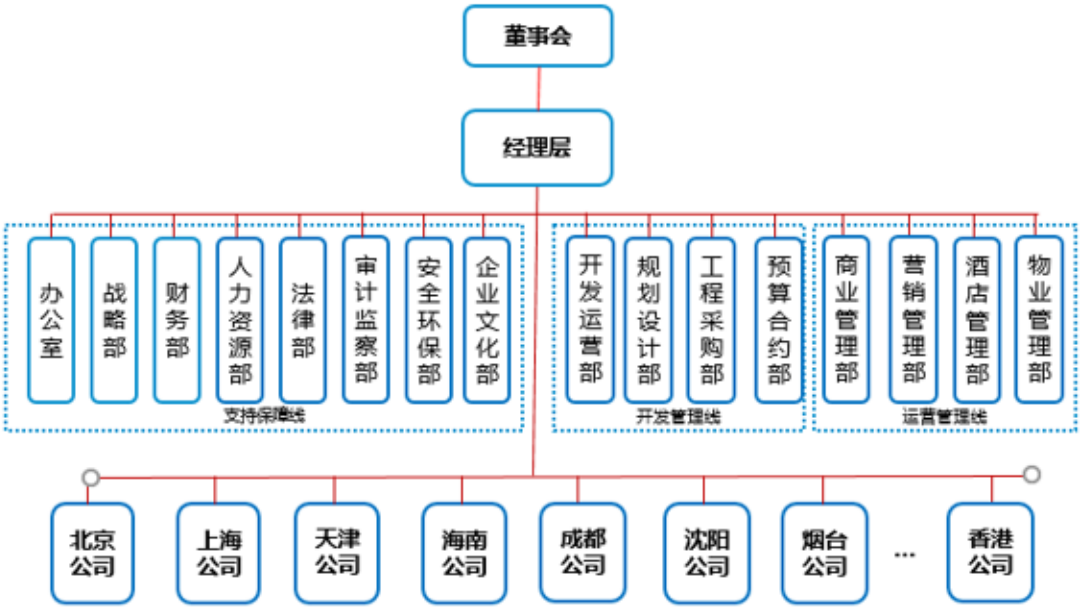
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持大悦城地产有限公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“17大悦城MTN001BC”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司合并范围主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	实收资本(万元)	持股比例（%）
1	中粮置业投资有限公司	投资控股	500000	100
2	西单大悦城有限公司（西单大悦城）	物业投资及开发	102500	100
3	北京弘泰基业房地产有限公司	物业投资及开发	105500	90
4	大悦城（天津）有限公司	物业投资及开发	187000	100
5	大悦城（上海）有限责任公司	物业管理	52000	100
6	上海新兰房地产开发有限公司	物业投资及开发	420000	100
7	沈阳大悦城房产开发有限公司	物业投资及开发	12930 美元	100
8	沈阳大悦城商业管理有限公司	物业管理	108	100
9	烟台大悦城有限公司（烟台大悦城）	物业投资及开发	90000	100
10	北京昆庭资产管理有限公司（北京昆庭）	物业管理	107432	100
11	中粮酒店（三亚）有限公司	持有及经营酒店	16550 美元	100
12	三亚亚龙湾开发股份有限公司	物业开发	67100	50.8
13	三亚亚龙湾热带海洋公园管理有限公司	提供旅游服务	300	100
14	三亚虹霞开发建设有限公司	物业开发	133950	80
15	三亚亚龙湾物业管理有限公司	物业管理	50	100
16	三亚悦晟开发建设有限公司	物业开发	1500	100
17	北京中粮广场发展有限公司	物业投资及开发	3330 美元	100
18	四川凯莱物业管理有限公司	物业管理	50	94
19	凯莱物业管理（广州）有限公司	物业管理	120	87.5
20	上海鹏利置业发展有限公司	物业投资及开发	7000.00 美元	100
21	中粮鹏利（成都）实业发展有限公司	物业开发	1800.0 美元	100
22	卓达地产（成都）有限公司	物业开发	2000 美元	100
23	浙江和润天成置业有限公司	物业投资及开发	40650 美元	100
24	上海悦耀置业发展有限公司	物业开发	186293	50
25	上海高星置业有限公司	物业开发	108300	100
26	四川中国酒城股份有限公司	物业开发	8083	69.65
27	西安秦汉唐国际广场管理有限公司	物业开发	63700	80
28	重庆泽悦实业有限公司	物业开发	30000	100
29	大悦城（青岛）有限公司人	物业开发	132988	100
30	青岛智悦置地有限公司	物业开发	10000 美元	100
31	武汉大悦城房地产开发有限公司	物业开发	145737	100
32	沈阳和韬房地产开发有限公司	物业开发	8500 美元	100
33	成都天府辰悦置业有限公司	物业投资及开发	0	100

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	87.91	84.04	71.08
资产总额(亿元)	825.51	863.71	988.60
权益总额(亿元)	415.07	424.73	451.71
短期债务(亿元)	42.53	24.86	98.68
长期债务(亿元)	170.64	191.99	177.25
全部债务(亿元)	213.17	216.84	275.94
收益(亿元)	69.87	116.58	81.29
除税前溢利(亿元)	24.57	41.05	45.19
EBITDA(亿元)	35.55	52.37	55.83
经营性净现金流(亿元)	40.47	33.38	42.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	41.67	62.45	40.85
存货周转次数(次)	0.21	0.42	0.24
总资产周转次数(次)	0.09	0.14	0.09
毛利率(%)	53.82	45.01	55.36
总资本收益率(%)	3.15	5.23	5.38
净资产收益率(%)	3.07	6.06	6.89
长期债务资本化比率(%)	29.13	31.13	28.18
全部债务资本化比率(%)	33.93	33.80	37.92
资产负债率(%)	49.72	50.82	54.31
流动比率(%)	151.16	159.38	108.26
速动比率(%)	57.74	73.75	50.13
经营现金流动负债比(%)	23.64	19.34	15.37
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	5.28	5.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	4.14	4.94

注：1.现金类资产已扣除受限制货币资金；2. 全部债务合计数尾差系四舍五入所致

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

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　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。

附件 4-3　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