信用等级公告

联合〔2020〕2271 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

二〇二〇年七月十七日

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
2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
大悦城地产有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 大悦城 MTN001BC	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 大悦城 MTN001BC	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/09/06

评级时间：2020 年 7 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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，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；收入和签约销售规模持续增长。同时，联合资信也关注到，公司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、新冠肺炎疫情等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

跟踪期内，公司现金类资产和 EBITDA 对“17 大悦城 MTN001BC”的保障能力很强。

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。

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. **公司股东支持力度大。**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支持力度大。
2. **商业地产竞争优势较强。**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较强的竞争优势。
3. **公司管理输出方式加快轻资产布局。**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，公司经营业绩表现良好。**2019 年公司实现收入 103.37 亿元，同比增长 27.15%；签

分析师：杨 栋　王 聪
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

约销售金额 120.27 亿元，同比增长 35.39%。

5. **公司自持投资性物业地理位置优越，运营良好。**2019 年，公司自持投资物业及相关板块实现收入 43.41 亿元，为公司带来持续稳定的租金收入。

关注

1. **部分项目或将面临一定的去化压力。**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. **公司投资物业公允价值收益和出售附属公司收益对除税前溢利影响大，且投资物业受限比例高。**2019 年，公司投资性物业公允价值变动和出售附属公司收益合计 15.35 亿元，占除税前溢利的 34.72%；投资物业受限部分账面价值 330.05 亿元，占投资物业账面价值的比例 57.60%。
3. **公司在建项目投资规模较大，存在较大的对外融资需求。**截至 2019 年底，公司在建投资物业尚余投资 107.64 亿元；公司物业销售板块在拟建项目尚需投资 384.82 亿元，公司未来投资保持较大规模，存在较大对外融资需求。
4. **新冠肺炎疫情对公司投资物业及酒店运营的影响大。**2020 年新冠肺炎疫情对公司投资物业的租售和酒店入住率的影响大，或将产生一定的不利影响。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	84.04	71.08	117.52
资产总额（亿元）	863.71	988.6	1109.77
权益总额（亿元）	424.73	451.71	498.38
短期债务（亿元）	24.86	98.68	52.91
长期债务（亿元）	191.99	177.25	272.48
全部债务（亿元）	216.84	275.94	325.39
收入（亿元）	116.58	81.29	103.38
除税前溢利（亿元）	41.05	45.19	44.2
EBITDA（亿元）	52.37	55.83	58.35
经营性净现金流（亿元）	33.38	42.54	-4.65
毛利率（%）	45.01	55.36	55.59
净资产收益率（%）	6.06	6.89	5.35
资产负债率（%）	50.82	54.31	55.09
全部债务资本化比率（%）	33.8	37.92	39.50
流动比率（%）	159.38	108.26	156.08
经营现金流动负债比（%）	19.34	15.37	-1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	5.28	5.29	3.98
全部债务/EBITDA（倍）	4.14	4.94	5.58

注：1. 现金类资产已扣除受限制货币资金；2. 尾差系四舍五入所致

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 大悦城 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2019/07/22	杨　栋 刘珺轩	房地产行业企业信用评级方法（2017）	阅读全文
17 大悦城 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2017/08/07	刘珺轩 杨　栋	房地产行业企业信用评级方法（2017）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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
2020年度跟踪评级报告

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及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

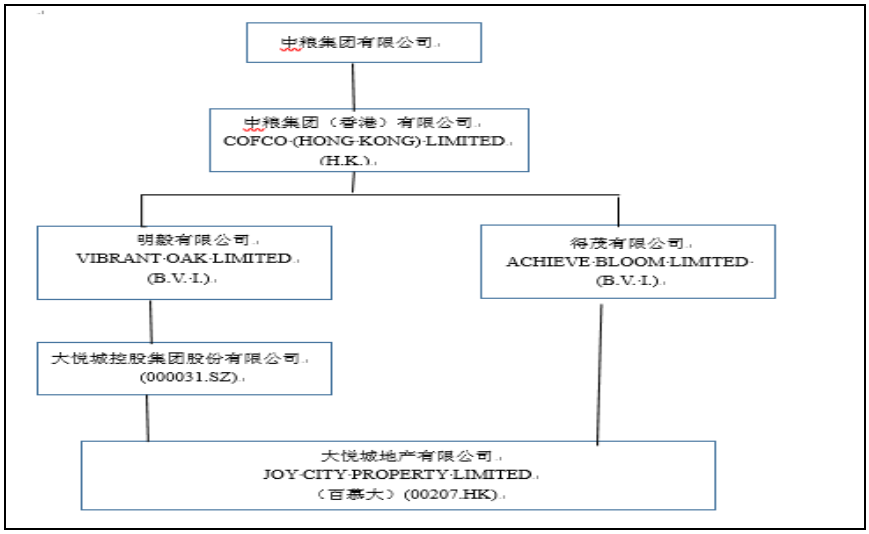
二、企业基本情况

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，以下简称“得茂公司”）。

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的目标公司及股东贷款。2014年12月，公司完成收购事项，同时，公司更名为现名。

2019年2月1日，公司公告称，明毅有限公司（以下简称“明毅公司”）已将持有的公司已发行股本总额64.18%的股份转让至中粮集团子公司中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”）。中粮地产于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，公司的最终控股股东仍为中粮集团有限公司。截至2019年底，公司股本11.22亿元，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。

图1　截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2019 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2019年底，公司合并资产总额1109.77亿元，权益总额498.38亿元（含非控制股东权益154.73亿元）；2019年，公司实现收入103.38亿元，除税前溢利44.20亿元。

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

截至目前，公司存续债券资金全部按募集资金用途使用，跟踪期内，已按期支付利息。

表 1　本次跟踪相关债券情况（单位：亿元、%）

证券名称	发行日期	到期日期	票面利率	当前余额
17 大悦城 MTN001BC	2017/09/04	2020/09/06	4.95	10

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对

劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性

冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 房地产行业

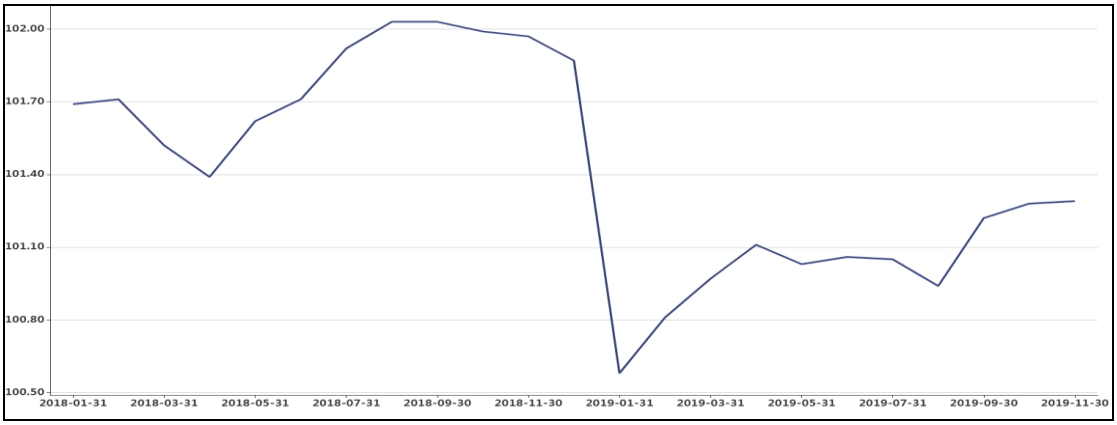
（1）房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存

普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

2.　商业地产开发及运营行业分析

商业地产作为经营性物业，主要受国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来商业营业用房整体上呈现供过于求的态势，2019 年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2017 年，商业营业用房竣工面积 12670.26 万平方米，销售面积 12838.14 万平方米，前期供过于求的局面有所改善。2018 年，全国商业营业用房竣工面积 11258.68 万平方米，销售面积 11971.33 万平方米，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10814.18 万平方米，销售面积为 10172.87 万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3884.04 万平方米，销售面积 4363.32 万平方米；2019 年，办公楼竣工面积 3923.39 万平方米，销售面积 3722.76 万平方米，竣工面积超过销售面积。

从全国商业地产的增速来看，近年来由于货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落。2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。全国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占

当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。2018年，商业地产投资规模回落。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降8.97%；写字楼开发投资完成额5996.33亿元，同比下降11.30%。2019年，全国商业开发投资额进一步下降。其中，全国商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.70%；办公楼开发投资完成额6162.60亿元，同比增长2.80%。

从租金水平看，2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米·天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米·天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米·天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米·天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

进入2020年，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响，大量购物中心春节期间向租户提供不同幅度的租金减免政策，造成一定租金损失。随着疫情的延续，部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，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. 企业规模及竞争力

公司作为中粮集团综合体及商业地产运营重要海外上市平台，投资运营的“大悦城”购物中心位于一线和二线城市的核心地段，地理位置优越，在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面具备较强的竞争优势。

作为中粮集团综合体及商业地产重要运营海外上市平台，公司以开发、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、销售和投资管理其他物业项目，拥有投资物业、物业开发、酒店运营、物业管理输出及其他服务四大业务板块。公司“大悦城”品牌在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面具备较强的竞争优势。2019年公司继续获得多项荣誉，公司在2019年中国商业地产排行榜中居于榜首、荣列中国房地产百强企业研究发布的“2019中国商业地产品牌价值TOP10”、获得2019年度购物中心行业“优秀管理公司奖、营销企划奖”等。凭借“大悦城”的品牌认可度、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2019年底，公司已布局京津冀、长三角、珠三角、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、济南、杭

州、成都、西安、重庆、青岛、武汉、昆明、三亚等 14 个城市，拥有或管理 19 个大悦城城市综合体项目，1 个大悦春风里项目，1 个祥云小镇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。公司的投资物业项目位于一线和二线城市的核心地段，地理位置优越。

3. 股东概况

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。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。

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 2019 年底，中粮集团（合并）资产总额 5979.84 亿元，所有者权益 1811.07 亿元（其中少数股东权益 940.36 亿元）；2019 年中粮集团实现营业总收入 4984.36 亿元，利润总额 126.06 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。

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）。

七、管理分析

跟踪期内，宋冰心女士、郭锋锐先生获任公司副总经理，张建国先生获任财务总监，许汉平女士不再担任财务总监职务。

公司副总经理宋冰心女士，49 岁，持有中国律师职业资格、企业法律顾问执业资格及会计从业资格证书，获得中国政法大学经济法法学学士及北京师范大学文学学士学位。宋冰心女士，于 1994 年 8 月加入中粮集团，先后担任中粮集团法律部法律顾问，合同与公司法部副总经理及诉讼与仲裁部总经理等职务。宋冰心女士于 2012 年 1 月至 2016 年 12 月担任公司总法律顾问；于 2016 年 12 月至 2019 年 4 月担任大悦城控股副总经理，并自 2017 年 4 月起担任大悦城控股董事会秘书；自 2019 年 4 月起担任大悦城控股总法律顾问；2019 年 4 月 26 日起获委任为公司副总经理。

公司财务总监张建国先生，53 岁，高级会计师，获得中南财经政法大学经济学硕士学位。张建国先生于 1994 年 6 月加入大悦城控股，先后担任大悦城控股审计部副总经理、财务部副总经理等职务，亦曾担任大悦城控股附属公司深圳鹏利陶瓷有限公司财务总监及云南宝云化工有限公司董事总经理。张先生自 2010 年 3 月起出任大悦城控股财务部总经理；于 2016 年 12 月至 2019 年 4 与期间，担任任大悦城控股财务总监；自 2019 年 4 月 26 日获委任为公司财务总监。

除此之外，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

跟踪期内，公司各板块收入均持续增长，公司投资物业运营保持良好发展态势，公司综合毛利率有所提高，盈利水平继续保持较高水平。

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公司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。

2019 年，公司实现收入 103.38 亿元，同比增长 27.17%，主要系投资物业出租、物业及土地开发业务业绩表现良好所致。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，2019 年三大板块收入合计占比为 97.62%。

分板块看，2019 年，公司实现投资物业及相关收入 43.41 元，占收入比重为 41.99%，同比增长 19.49%，主要系除新开业的杭州大悦城、西安大悦城及上海长风大悦城影响外，各项目租金收入稳定增长所致。其中，大悦城购物中心租金收入 30.65 亿元，同比增长 17.76%。公司物业及土地开发板块实现收入 49.08 亿元，同比增长 37.25%，主要系海南中粮·红塘悦海和上海前滩壹号住宅交付结算所致。2019 年，公司酒店经营实现收入 8.42 亿元，同比增长 14.87%，占收入比重为 8.15%。公司管理输出收入 1.33 亿元，同比增长 75.80%，其他服务收入 1.13 亿元，与上年基本持平。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 55.60%，较上年略有提高。分板块看，2019 年，投资物业及相关板块毛利率为 76.50%，较上年提高 2.30 个百分点，主要系公司提升管理水平，提高运营效率所致。物业及土地开发板块毛利率 42.20%，较上年提高 2.50 个百分点，主要系公司交付结算产品结构变化所致。因酒店业市场需求不足且竞争激烈，平均房费下降，公司酒店经营板块毛利率较上年下降 11.30 个百分点至 31.00%。管理输出及其他服务毛利率下降 2.30 个百分点至 39.10%。

表 6 2017—2019 年公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2017 年			2018 年			2019 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	34.33	29.45	71.63	36.33	44.69	74.20	43.41	41.99	76.50
物业及土地开发	71.36	61.21	32.41	35.76	43.99	39.70	49.08	47.48	42.20
酒店经营	9.59	8.23	44.96	7.33	9.01	42.30	8.42	8.15	31.00
管理输出及其他服务	1.29	1.11	34.60	1.88	2.31	41.40	2.46	2.38	39.10
合计	**116.58**	**100.00**	**45.01**	**81.29**	**100.00**	**55.40**	**103.38**	**100.00**	**55.60**

注：1. 投资物业及相关板块包括租金和物业管理服务收入，物业及土地开发包括一级土地开发收入；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

2. 投资物业

公司投资物业多位于一线和二线城市的核心位置，地理位置优越。跟踪期内，公司投资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。2020 年新冠疫情的爆发对公司投资物业的运营影响大，或将产生一定的不利影响。

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2019 年底，公司已布局京津冀、长三角、珠三角、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、济南、杭州、成都、西安、重庆、青岛、武汉、昆明、三亚等 14 个城市，拥有或管理 19 个大悦城城市综合体项目，1 个大悦春风里项目，1 个祥云小镇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 2019 年底，公司持有投资物业中综合体零售区可出租面积合计 66.17 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 22.40 万平方米。2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，公司对旗下 13 个商业项目的入住商户酌情减免租金，减轻品牌商户的经营压力。新冠肺炎疫情在一定期间的延续，对公司投资物业的运营影响大，或将产生一定的不利影响。

（1）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。截至 2019 年底，大悦城购物中心租赁面积中餐饮配比在 27%左右，零售业态配比在 44%左右，娱乐业态配比在 21%左右，服务业态配比在 7%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；租金水平增长受基础租金及各城市差异影响，根据业绩表现及市场水准作为增长依据。租期方面，普通零售店铺 2-3 年合作期，续租时间根据商户表现情况定夺，成熟项目按 1 年续租洽谈，快时尚及大面积商户合作期 5~8 年；餐饮店铺合作期 5 年，小面积商户合作期 1~3 年，大面积餐饮商户考虑到装修分摊合作期可以为 8 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 150 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。2019 年，公司已开业大悦城（含管理输出）销售额突破 226 亿元，同比增长 19%，客流量达 2.07 亿人次，同比增长 28.1%，继续保持高增长态势，大悦城运营与拓展能力进一步提升。

2019 年，大悦城综合体实现租赁收入 30.65 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，2019 年对物业租赁收入合计贡献 59.12%，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。2019 年，公司已投运购物中心出租率均在 90%以上。

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持续增长态势。

表 7　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		
				2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
西单大悦城	51	13.75	5.13	6.47	6.84	7.03	97	98	99	32+70	34.60	36.16
沈阳大悦城	100	27.85	9.39	2.09	2.30	2.47	95	98	97	5.20	6.70	7.33
朝阳大悦城	45.9	29.75	12.28	5.85	6.44	6.71	92	94	98	14.30	15.00	15.45
上海静安大悦城	51	15.59	6.55	2.16	2.39	2.42	94	95	96	10.20	11.10	11.01
天津南开大悦城	51	18.63	8.90	3.71	3.96	4.38	97	98	98	11.50	12.30	13.94
烟台大悦城	51	21.38	7.60	1.11	1.23	1.40	98	92	95	4.00	4.60	5.29
成都大悦城	100	19.48	9.16	1.41	1.71	1.98	93	94	93	4.71	4.50	5.46
杭州大悦城	55	20.92	7.46	--	0.43	1.94	--	94	94	--	5.20	7.76
上海长风大悦城	100	12.20	5.49	0.55	0.72	0.79	71	97	92	--	5.50	5.72
西安大悦城	80	14.65	6.20	--	--	1.53	--	--	99	--	--	9.14
合　计	--	**194.20**	**78.15**	**23.35**	**26.02**	**30.65**	--	--	--	--	--	**36.16**

注：可出租面积为零售区面积；西安大悦城 2018 年 12 月开业，西安大悦城和长风大悦城于 2019 年处置，2019 年数据为处置前 1—9 月数据

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。2019 年，公司管理输出收入 1.33 亿元，同比增长 75.80%。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。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。

（2）写字楼及其他

截至 2019 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 8　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		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
香港中粮大厦	1.57	0.75	0.77	0.85	96	93	95	15.00	15.73	16.54
北京中粮广场	9.63	2.20	2.68	2.89	77	86	90	8.18	9.40	8.81
西单大悦城写字楼	1.31	0.41	0.46	0.48	93	97	97	10.30	10.70	10.51
上海鹏利辉盛阁公寓	4.93	1.16	1.21	1.22	88	87	88	1962.00	1962.00	1970.00
中粮·置地广场	4.94	--	--	1.28	--	--	70	--	--	9.44
合　计	**22.40**	**4.52**	**5.12**	**6.71**	--	--	--	--	--	--

注：尾差系四舍五入所致

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。

2019 年，写字楼市场受新增供应量及金融

业不稳定性持续增高的影响，写字楼租赁形势严峻，公司写字楼租金水平有所波动，但受益于出租率的提升，公司写字楼及其他物业租金收入快速增长，实现收入 6.71 亿元，同比增长 31.05%。从出租率看，2019 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 2.89 亿元，出租率提高到 90.00%。中粮·置地广场 2018 年 8 月正式运营，2019 年为第一个完整运营年，时点出租率达到 92%，已签约租户 17 家，签约租金超北京市甲级写字楼历史水平。

（3）在建及拟建项目

截至 2019 年底，公司在建及拟建投资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。截至 2019 年底，公司在建投资物业总建筑面积 134.33 万平方米，规划总投资金额 194.56 亿元，已投资金额为 86.92 亿元，尚余投资 107.64 亿元。公司未来投资保持较大规模，存在较大对外融资需求。

表 9　截至 2019 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	60 个月	2021/12	100.00	21.39	19.14	0.68	3.55
成都天府大悦城	购物中心	48 个月	2022/11	100.00	21.7	20.75	6.58	31.71
武汉光谷大悦城	商业综合体	36 个月	2022/4	51.00	13.61	16.52	6.16	37.29
青岛大悦春风里	商业综合体	36 个月	2021/6	100.00	11.95	11.23	4.53	40.34
沈阳大悦城 E 馆（沃尔玛项目）	购物中心	36 个月	2022/10	100.00	11.11	14.48	5.80	40.06
北京大兴春风里(火神庙项目)	商业	24 个月	2020/12	33.56	15.31	34.37	23.91	69.57
北京苹果园大悦城	商业	39 个月	2021/12	20.00	10.77	52.25	34.76	66.53
济南大悦城	商业综合体	43 个月	2023/6	60.00	15.62	13.34	1.86	13.94
三亚大悦城	购物中心	31 个月	2023/12	100.00	12.87	12.48	2.64	21.15
合　计	--	--	--	--	**134.33**	**194.56**	**86.92**	--

注：上表数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

3. 物业及土地开发

公司物业开发及销售布局一线和核心二线城市，地理位置优越，跟踪期内，公司物业销售规模快速增长，项目储备可售货源充足，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。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。

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核心二线城市，拥有优越的地理位置。

（1）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。2019 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 144.14 万平方

米，较上年大幅增长 43.34%，主要系新增土地储备规模较大所致；2019 年公司竣工面积 7.35 万平方米，较上年下降 51.29%，主要系原计划杭州大悦城销售型物业（写字楼、公寓、商业街）未能在 2019 年内完成竣工备案所致（已在 2020 年 2 月取得竣工备案证）。受此影响，公司期末在建面积大幅增长至 235.36 万平方米。

表 10　近年来公司物业开发主要指标

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	9.07	100.56	144.14
房屋竣工面积	12.04	15.09	7.35
期末在建面积	13.10	98.57	235.36

注：上表数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司物业销售板块在建拟建项目总共17个，主要分布在一线和核心二线城市，总建筑面积为517.89万平方米，预计总投资865.87亿元，公司主要在拟建项目已投资481.05亿元，尚需投资384.82亿元。2020年、2021年和2022年公司规划投资金额分别为125.56亿元、93.02亿元和66.66亿元。公司物业销售板块未来投资保持较大规模，存在较大的对外融资需求。

表 11　截至 2019 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	已投资金额	未来投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
青岛大悦城	住宅、商业	青岛	24.92	30.15	19.80	5.70	4.16	2.06
青岛创智中粮锦云	住宅	青岛	15.18	13.19	7.03	3.23	1.60	0.26
青岛天悦海湾	住宅、商业	青岛	21.58	21.80	11.53	5.40	5.59	0.69
成都酒城北项目	住宅、商业	成都	9.47	13.75	4.19	2.58	3.34	3.56
成都中粮广场	商业	成都	17.89	19.46	0.03	6.09	3.31	7.14
成都天府大悦城（销售型）	住宅、商业	成都	24.50	25.38	11.59	4.92	3.94	2.20
重庆中粮•中央公园祥云	住宅、公寓	重庆	38.40	37.54	19.63	3.41	5.57	3.25
武汉光谷祥云	住宅、商业、办公	武汉	34.14	45.34	16.94	7.46	12.24	6.69
上海前滩项目	住宅办公	上海	12.50	31.64	29.68	1.78	0.00	0.00
上海大悦城写字楼	办公	上海	18.70	60.01	43.58	4.95	3.55	2.67
上海天悦郡庭	住宅办公	上海	40.00	165.56	122.16	18.20	16.06	8.66
杭州大悦城（销售型）	住宅、公寓、底商	杭州	28.34	73.18	50.40	5.10	2.20	1.80
沈阳沃尔玛地块（销售型）	办公	沈阳	2.37	3.18	1.78	0.34	0.64	0.42
昆明螺蛳湾项目	住宅、商业	昆明	68.92	127.40	55.54	27.15	8.74	11.23
常州花语江南	住宅、商业	常州	46.00	67.80	43.20	11.77	8.20	4.17
济南大悦城（销售型）	住宅	济南	64.08	64.00	30.57	3.03	3.45	3.99
三亚大悦城（销售型）	类住宅、商业、办公	三亚	50.90	66.49	13.40	14.45	10.43	7.87
合　计	--	--	**517.89**	**865.87**	**481.05**	**125.56**	**93.02**	**66.66**

注：上表数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

（2）项目销售

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，项目定位高端。大悦城项目所在区域商圈的日益成熟，对在售项目的去化起到一定促进作用。2019 年，公司销售规模快速增长，签约销售面积为 45.79 万平方米，

同比增长 97.80%，签约销售金额 120.26 亿元，同比增长 36.18%，主要系武汉光谷祥云、重庆中粮·中央公园祥云等销售型物业销售良好所致，其中武汉光谷祥云销售金额 20.82 亿元。销售价格方面，2019 年公司签约销售均价为 2.63 万元/平方米，同比下降 31.51%，主要系 2018 年在售项目主要位于一线城市，2019 年在售项目以强二线城市为主所致。2019 年，公司物业结算面积 8.92 万平方米，同比下降 29.65%，主要是受公司结算货源排布周期的影响所致。2019 年，结算单价为 5.20 万元/平方米，较上年大幅提高 84.85%，主要系交付结算产品结构变化所致，2018 年结算项目中天津写字楼项目单价较低，2019 年结算项目新增上海前滩壹号的单价较高。

表 12 近年来公司物业销售主要指标

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	24.25	23.15	45.79
签约销售金额	81.56	88.31	120.26
签约销售均价	3.36	3.84	2.63
物业结算面积	14.79	12.68	8.92
物业结算金额	71.36	35.69	46.41
结算单价	4.82	2.81	5.20

注：上表销售数据包含合营、联营项目

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在售项目主要包括武汉光谷祥云、杭州大悦城、青岛大悦城、重庆中粮·中央公园、青岛金沙祥云等项目，在售项目总可售面积为 160.35 万平方米，累计实现销售面积 78.55 万平方米，去化率为 48.99%。同期，公司剩余可售面积 81.80 万平方米，为 2019 年签约销售面积的 1.79 倍，公司可售货源规模尚可。从剩余可售项目城市分布看，青岛剩余可售面积占比为 33.96%、重庆占比为 7.60%、常州占比为 26.10%、上海占比为 14.82%，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 13 2019 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	2019 年销售面积	2019 年销售金额	剩余可售面积
海景壹号	住宅	--	2012/12	100.00	4.85	0.06	1.19	0.00
海南中粮·紅塘悦海	住宅	2016 年 3 月	2018/9	50.82	16.68	2.34	4.65	1.02
杭州大悦城	公寓/商铺/车位	2016 年 7 月	2020/2	55.00	16.79	1.55	5.62	5.88
青岛大悦城	住宅/公寓/商铺/车位	2018 年 6 月	2020/11	51.00	15.45	4.14	10.09	11.32
重庆中粮·中央公园祥云	住宅/商铺	2018 年 9 月	2022/11	100.00	17.50	7.67	11.48	6.22
青岛创智·中粮祥云	住宅/公寓/商铺/车位	2018 年 12 月	2020/11	100.00	10.77	5.68	7.30	4.95
武汉光谷祥云	住宅	2019 年 4 月	2021/7	51.00	19.60	12.17	20.82	7.43
青岛天悦海湾	住宅	2019 年 5 月	2022/9	49.00	13.30	1.71	3.38	11.51
常州花语江南	住宅/商铺	2018 年 10 月	2021/11	49.00	29.39	6.56	14.67	21.35
上海天悦郡庭	住宅	2019 年 12 月	2022/12	49.50	16.02	3.91	41.08	12.12
合 计	--	--	--	--	**160.35**	**45.79**	**120.26**	**81.80**

注：可售面积为整盘可售面积，包括取证、未取证、已售和未售的；青岛天悦海湾、常州花语江南项目、上海天悦郡庭项目为非并表项目，尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（3）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。

2019年，公司新增土地储备规划建筑面积116.25万平方米，新增土地楼面地价5791元/平方米，主要包括三亚市东岸CBD启动区地块、三亚市东岸片区四宗地块和济南历城大悦城项目，土地储备较为充足。同时，拓展一级土地市场业务，获取西安上塔坡项目土地一级开发社会投资人资格230万平方米。

表 14　2019 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
三亚市东岸CBD启动区地块	三亚市月川片区	2.08	9.35	商务、零售商业用地	100
济南历城大悦城项目	济南市历城区	26.02	76.76	住宅 商业 办公	100
三亚市东岸片区四宗地块	三亚市总部经济及中央商务区东岸区域	6.33	30.14	公寓 办公 商业	51
合计	--	**34.43**	**116.25**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司全口径未开工土地储备建筑面积 238.68 万平方米，较上年底大幅增长 124.75%，土地储备较为充足。

4. 酒店运营

公司优质酒店物业主要位于北京和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。跟踪期内，酒店经营收入稳定增长，但受酒店业市场需求不足且竞争激烈影响，毛利率大幅下滑。

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。

截至2019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，定位以高端为主。跟踪期内，北京华尔道夫酒店资产注入公司，北京大悦酒店新开业。

表 15　截至 2019 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	是	50.82
三亚美高梅度假酒店	三亚	高端	2011/12	676	是	100.00
三亚凯莱仙人掌度假酒店	三亚	四星级	1998/1	563	是	50.82
北京大悦酒店	北京	高端	2008/4	347	是	51.00
北京华尔道夫酒店	北京	高端	2014/1	176	是	91.64

资料来源：公司提供

2019年，公司酒店经营实现收入8.42亿元，同比增长14.87%，主要是新增北京华尔道夫酒店以及北京大悦酒店改造后新开业所致；同期，实现毛利率31.00%，较2018年下降11.30个百分

点，主要是受酒店业市场需求不足且竞争激烈影响，入住率和平均房价下降所致。2020年新冠肺炎疫情爆发，商旅出行减少，预计对公司酒店运营造成一定的不利影响。

表 16　公司主要酒店运营情况（单位：亿元、%、元/间/天）

主要项目	2017 年			2018 年			2019 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	2.86	72	1855	2.52	69	1658	2.26	71	1401
三亚美高梅度假酒店	3.89	89	1261	3.76	86	1202	3.40	87	1143
三亚凯莱仙人掌度假酒店	0.81	82	364	0.72	76	344	0.64	72	316
北京长安街 W 酒店	1.50	70	1038	0.33	--	--	--	--	--
北京大悦酒店	0.09	62	614	--	--	--	0.58	70	834
北京华尔道夫酒店	--	--	--	--	--	--	1.55	75	2201
合　计	**9.14**	--	--	**7.32**	--	--	**8.42**	--	--

注：1.北京长安街 W 酒店 2018 年已经出售；北京大悦酒店 2017 年 3 月起进行改造，2019 年 5 月新开业；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

5．经营效率

2019年，公司经营效率指标值呈下降趋势，公司整体经营效率指标一般。

2019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55.49次、0.24次和0.10次。与同行业上市公司相比，公司销售债权周转次数最高，存货周转次数和总资产周转次数较低。总体看，公司整体经营效率指标一般。

表 17　2019 年公司与可比公司经营效率指标对比

（单位：%）

证券名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
大悦城地产	**55.49**	**0.24**	**0.10**
陆家嘴	28.47	0.26	0.17
世茂股份	7.83	0.27	0.18

注：上述可比公司指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

6．未来发展

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。

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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供的2019年财务报表经德勤·关黄陈方会计师行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2019年，公司纳入合并范围子公司共计132户，较2018年新增4家二级子公司，为投资新设成立子公司及收购。

截至2019年底，公司合并资产总额1109.77亿元，权益总额498.38亿元（含非控制股东权益154.73亿元）；2019年，公司实现收入103.38亿元，除税前溢利44.20亿元。

2. 资产质量

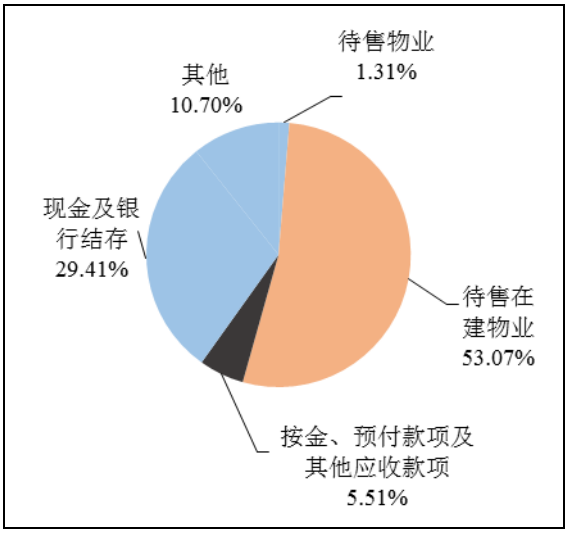
跟踪期内，随着大悦城综合体开发推进及投入运营，公司资产规模保持稳定增长，以非流动资产为主。公司待售物业（在建及竣工）规模大，考虑到近年来房地产行业受宏观政策调控影响景气度有所波动，且部分区域出现分化，公司待售物业仍面临一定的周转风险和价值波动风险；公司自持投资物业地理位置较为优越，可带来持续稳定现金流入，但联合资信也关注到公司投资物业升值、自持物业受限比例高，对资产质量形成一定影响。

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2019年底，公司资产总额1109.77亿元，较2018年底增长12.26%。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。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产399.66亿元，较2018年底增长8.91%，主要包括现金及银行结存、待售在建物业等，具体构成见图3。

图3 公司2019年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司现金及银行结余117.52亿元，较2018年底增长65.35%，主要系融资增加所致。其，银行及手头现金48.43亿元，其余为非质押定期存款。

截至2019年底，公司已竣工待售物业5.22亿元（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和成都大悦城写字楼；较2018年底下降53.57%，主要系海南中粮·红塘悦海项目部分交付转出所致。截至2019年底，公司已竣工待售物业无抵押。

截至2019年底，公司待售在建物业212.10亿元，较2018年底增长42.07%，主要系新获取成都天府大悦城、济南大悦城、三亚大悦中心和西安上塔坡等项目以及购建支出增加所致。截至2019年底，公司未对待售在建物业计提减值亏损；账面价值89.19亿元待售在建物业土地用于抵押融资。

应收账款包括应收租金、应收物业管理费、酒店经营及相关服务应收款。截至2019年底，公司应收账款1.46亿元，较2018年底下降35.66%，主要系公司加强应收款项的回收致使租金、物业管理费等应收款项减少。

截至2019年底，公司按金、预付款项及其他应收款项22.03亿元，较2018年底增长31.13%，主要系就一级土地开发代表政府付款增加所致。

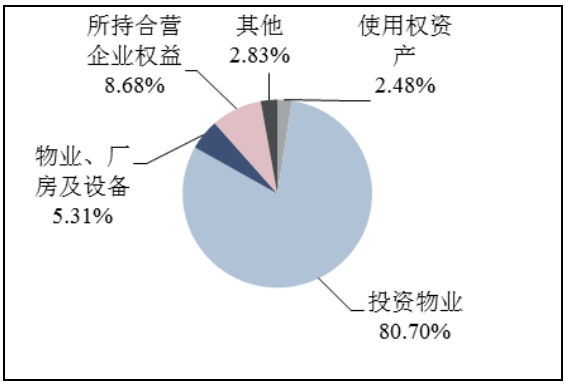
截至2019年底，公司给予合营企业贷款5.49亿元，给予非控股权益贷款10.00亿元，给予联营公司贷款16.49亿元。

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。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产为710.11亿元，较2018年底增长3.07%；从构成来看，主要由投资物业（占80.70%）构成。

图4　公司2019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2019年底，公司投资物业账面价值573.04亿元，较2018年底下降2.23%，主要系出售附属公司持有的上海高星置业有限公司100%权益及西安秦汉唐国际广场管理有限公司80%权益，减少投资物业所致。其中已竣工投资物业账面价值543.69亿元，在建投资物业账面价值29.35亿元。截至2019年底，公司账面价值330.05亿元投资物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资，占投资物业账面价值的57.60%，受限比例高。

截至2019年底，公司物业、厂房及设备账面价值37.68亿元，较2018年底增长13.66%，主要是由于公司收购附属公司增加酒店物业所致。其中成本56.59亿元，累计折旧18.91亿元。截至2019年底，公司物业、厂房及设备中酒店物业账面价值占73.75%。截至2019年底，公司账面价值23.86亿元物业、厂房及设备用于抵押。

公司使用权资产主要包括各酒店项目的土地使用权及亚龙湾的土地使用权及海域权等。截至2019年底，公司使用权资产为17.62亿元，主要因收购华尔道夫酒店，新增酒店项目使用权。

截至2019年底，公司所持合营企业权益为61.64亿元，较2018年底增长15.97%，主要是新增合营企业所致。

截至2019年底，公司商誉为1.84亿元，较2018年底下降27.17%，主要系已竣工住宅物业开发项目（获分配商誉的现金产生单位）及上海悦耀的大部分待售物业已于本年度出售及转让于客户，且并无其他住宅物业开发计划，确认减值亏损0.69亿元。

截至2019年底，公司用于抵押融资的资产账面价值总额为458.19亿元，占资产总额比重为41.29%，公司资产受限比例较高。

表18　截至2019年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例
投资物业	330.05	29.74
物业、厂房及设备	23.86	2.15
待售在建物业	89.19	8.04
使用权资产	14.74	1.33
应收账款	0.21	0.02
已抵押存款	0.14	0.01
合计	**458.19**	41.29

资料来源：公司财务报告

3.　负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益中非控股权益占比仍然较高，权益稳定性一般。受投资规模

扩大影响，公司债务规模快速增长，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。

（1）所有者权益

截至2019年底，公司权益总额498.38亿元，较2018年底增长10.33%，主要来自永久性资本工具和非控股股东权益的增加。从权益总额构成来看，截至2019年底，公司股本占2.48%，储备占56.01%，非控制股东权益占31.05%，永久性资本工具占10.69%。

公司永久性权益资本工具为公司附属公司发行的永久性贷款和永续中票。截至2019年底，公司永久性权益资本工具账面价值53.30亿元。其中包含公司全资附属公司中粮置业投资有限公司于2019年12月发行的本金为15亿元的永续中票（债券简称为“19中粮置业MTN001”）。

表19 截至2019年底永久性权益资本工具

发行人	年末余额
中粮置业投资有限公司	31.93
浙江和润天成置业有限公司	9.27
北京昆庭资产管理有限公司	3.75
济南大悦城产业发展有限公司	8.35
合计	**53.30**

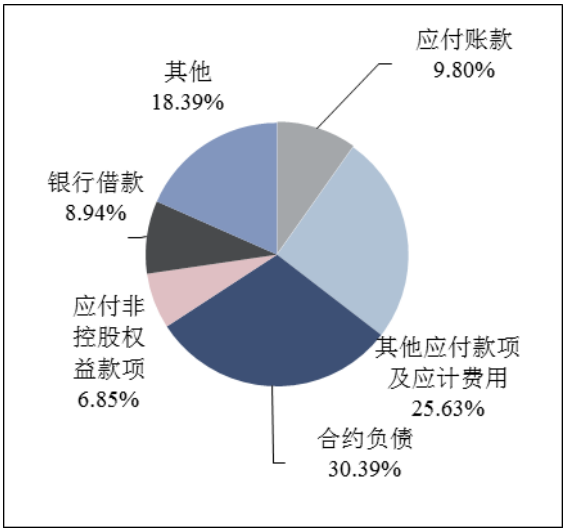
资料来源：公司财务报告

（2）负债

截至2019年底，公司负债总额611.39亿元，较2018年底增长13.88%。截至2019年底，流动负债和非流动负债占比分别为41.88%和58.12%。

截至2019年底，公司流动负债256.06亿元，较2018年底下降7.08%，主要包括银行借款、其他应付款及应计费用和合约负债等，具体构成见图5。

图5 公司2019年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司一年内到期的银行借贷22.88亿元，较2018年底增长43.38%，主要系公司业务规模扩大融资需求增加所致。

公司应付账款主要包括贸易应付款项及工程应计开支（包括在建物业的建筑成本）及其他项目相关开支。截至2019年底，公司应付账款为25.10亿元，较2018年底增长17.10%，主要系新增在建物业项目应付工程成本增加所致。其中，贸易应付款项0.43亿元、工程累计开支24.67亿元。公司贸易应付款中，1年以内占95.45%，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2019年底，公司其他应付款项及应计费用65.62亿元，较2018年底增长12.22%，主要系已收其他按金及其他应付税项增加所致。

截至2019年底，公司合约负债77.82亿元，其中物业销售77.19亿元。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38.74亿元。

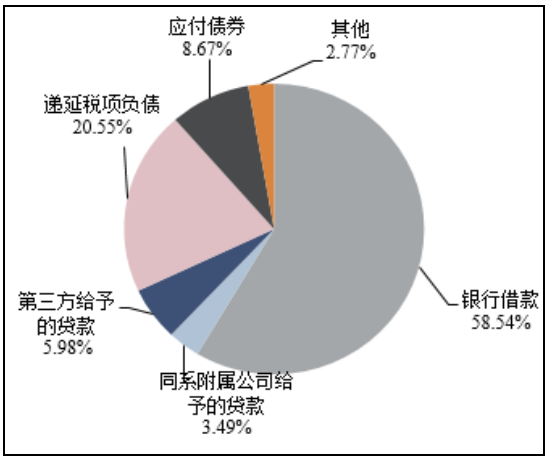
截至2019年底，同系附属公司给予的贷款2.45亿元，主要包括中粮置地管理有限公司提供担保的贷款。非控股权益给予的贷款6.27亿

元，第三方给予的贷款9.92亿元。

截至2019年底，公司一年内到期的应付债券11.39亿元，较2018年底下降51.75%，主要由于公司全资附属公司“中粮置业投资有限公司”于2019年1月赎回“16中粮01”中本金为22.68亿元的部分债券。公司一年内到期的应付债券主要为公司于2017年发行本金为10亿元的“17大悦城MTN001BC”。

截至2019年底，公司非流动负债355.34亿元，较2018年底下降2.34%，主要包括银行借款、递延税项负债和应付债券等，具体构成见图6。

图6　公司2019年底非流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司一年后到期的银行借款208.03亿元，较2018年底增长41.66%。其中偿还期为1~2年的占24.46%、偿还期在3~5年的占54.05%、偿还期为5年以上的占21.49%，期限分布较为合理。

表20　截至2019年底公司一年后到期的银行借款期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	账面价值	占总额比例
第二年内	50.88	24.46
第三年至第五年（包括首尾两年）	112.45	54.05
超过五年	44.70	21.49
合计	**208.03**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司一年后到期的应付债券30.82亿元，较2018年底增长76.28%，主要系本年发行本金为16.60亿元的“19中粮01”和本金为7.00亿元的“19中粮02”。

表21 截至2019年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行日期	到期日期	发行金额	当前余额	回售日
19 中粮 02	2019-01-07	2026-01-09	7.00	7.00	2024-01-09
19 中粮 01	2019-01-07	2025-01-09	16.60	16.60	2022-01-09
16 中粮 01	2016-01-12	2021-01-14	30.00	7.32212	2019-01-14
17 大悦城 MTN001BC	2017-09-04	2020-09-06	10.00	10.00	--
合计			**61.75**	**40.92212**	

资料来源：公司财务报告

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务325.39亿元，较2018年底增长17.92%，其中短期债务占比为16.26%，长期债务占比为83.74%，短期债务占比较2018年底下降19.50个百分点，债务构成以长期债务为主。从债务期限分布来看来看，公司债务到期分布比较分散，公司集中偿还压力不大。

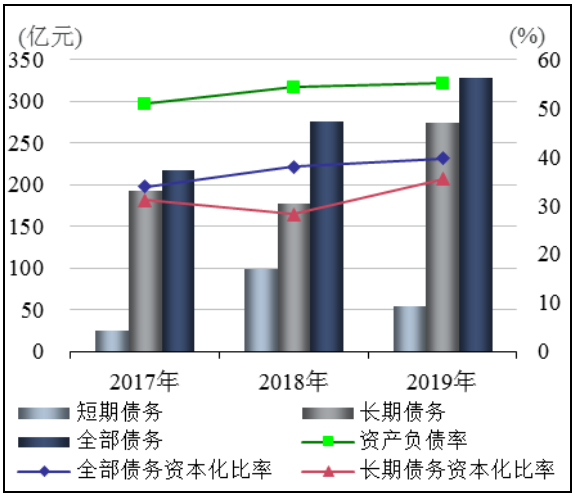
表22 截至2019年底有息债务期限结构（单位：亿元）

时间	金额
2020 年（1 年以内）	52.91
2021 年（1~2 年）	63.27
2022 年（2~3 年）	76.56
2023 年及以后（3 年及以上）	132.65
合计	**325.39**

资料来源：公司提供

债务指标方面，截至2019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55.09%、39.50%和35.35%，分别较2018年底增加0.78个、1.58个百分点和7.17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59.89%、45.97%和42.26%，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

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于投资物业出租、物业及土地开发业务收入的增长，公司收入规模快速增长；投资物业公允价值收益和出售附属公司收益对除税前溢利影响较大。公司期间费用对除税前溢利侵蚀仍较大。公司整体盈利能力一般，

2019年，公司实现收入103.38亿元，同比增长27.17%，主要系投资物业出租、物业及土地开发业务业绩表现持续良好所致。同期，销售及服务成本同比增长26.51%至45.91亿元。公司销售及服务成本增幅略低于收益增幅，受此影响，2019年公司毛利率略有提高，为55.59%。公司其他收入主要包括利息收入、政府补贴等，2019年为2.63亿元，较上年略有下降，主要系来自银行及向非控股权益股东提供贷款获取的利息收入减少所致。

2019年，公司其他收益及亏损净额产生净亏损2.03亿元，亏损额同比增长25.37%，主要系商誉减值所致。2019年，公司非全资附属公司上海悦耀房地产开发有限公司因持有的绝大部分待售物业出售并转让给客户，使得分配于物业及土地开发部分的商誉相应减少。

2019年，公司出售附属公司收益为7.01亿元，同比下降38.74%，主要是公司出售全资附属公司泉智有限公司及其附属公司持有的上海高星置业有限公司100%权益、耀赛有限公司及其附属公司持有西安秦汉唐国际广场管理有限公司80%权益所致。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%权益获得税前收益11.45亿元。2019年出售附属公司收益占除税前溢利比重为15.86%，占比较上年有所下降，对除税前溢利影响大，但不具有持续性。

2019年，公司期间费用（分销及销售成本+行政开支+融资成本）28.27亿元，同比增长21.97%，主要系融资成本增长所致；构成主要为行政开支和融资成本（占比分别为35.42%和41.69%）。2019年，公司分销及销售成本6.47亿元，同比增长6.91%，主要是业务规模扩大销售费用及人工成本相应增加所致。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，2019年为10.01亿元，同比增长9.85%。同期，公司融资成本为11.79亿元，同比增长47.16%，主要系有息债务增加所致。2019年，公司加权平均借贷成本为4.55%，保持行业内较低水平。同期，公司期间费用率为27.35%，由于收入增幅较大，公司期间费用率同比有所下降，期间费用控制能力较上年有所增强，但期间费用对税前溢利侵蚀仍较大。

2019年，公司投资物业之公允价值收益8.33亿元，同比下降23.66%，主要来自于杭州大悦城、成都大悦城、朝阳大悦城、中粮·置地广场和西单大悦城。公允价值收益主要由于杭州大悦城、中粮·置地广场投入运营租金收入表现良好，同时成都大悦城、朝阳大悦城、西单大悦城等成熟物业项目平均月租金水平持

续增长。2019年，投资物业公允价值收益占除税前溢利比重为18.86%，占比较2018年略有下降，但对除税前溢利影响仍然较大。

2019年，公司税项开支17.51亿元，同比增长24.53%，主要系物业开发收入增加致使企业所得税及土地增值税增加所致。

受上述因素综合影响，2019年，公司除税前溢利为44.20亿元，同比下降2.20%。从利润指标看，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，分别为4.66%和5.35%，同比分别减少0.72个和1.54个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，随着物业开发规模的扩大，公司经营活动现金流由净流入转为净流出；投资活动现金流出规模大幅缩减，公司筹活动现金净流入持续增长，公司存在较大对外融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动产生的现金净流出 4.65 亿元，支出部分主要是由于公司支付的土地价款、建筑成本、税费和因用于土地一级开发的居民安置的受限制银行存款，流入部分主要是收到物业销售款款及预售物业已收按金、物业租金和酒店经营收入等。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，2019 年，公司营运资本变动前的现金流量 44.05 亿元，保持较大规模的净流入。

表 23 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2017 年	2018 年	2019 年
营运资本变动前之经营活动现金流量	39.06	33.40	44.05
经营活动产生的现金流量净额	33.38	42.54	-4.65
投资活动产生的现金流量净额	-14.48	-104.30	-12.71
筹资活动前产生的现金流量净额	18.90	-61.76	-17.37
筹资活动产生现金流净额	-14.72	41.46	63.77
现金及现金等价物净增加额	4.18	-20.31	46.40

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019 年，公司投资活动产生的现金净流出为 12.71 亿元，投资规模较 2018 年大幅缩减。公司投资活动产生的现金流出中，购买投资物业支付的现金 20.35 亿元、给予联营公司的贷款及垫款 14.55 亿元、给予非控股权益的贷款 17.50 亿元；公司投资活动产生的现金流入主要是处置子公司、收回非控股权益借款。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -17.37 亿元，公司经营活动现金流量无法满足投资活动需求。

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为偿还银行贷款及利息支付的现金。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 63.77 亿元，净流入规模继续扩大，公司存在较大融资需求。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，且考虑到公司项目储备充裕，区域竞争实力强，整体销售情况良好，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，受流动资产快速增长的影响，公司流动比率和速动比率均快速提高，分别为 156.08%和 71.12%，同比分别提高 47.82 个百分点和 20.99 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为-1.82%；现金类资产对短期债务的保障倍数为 2.22 倍，较上年大幅提高。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，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 6.30%至 58.35 亿元；公司 EBITDA 利息倍数为 3.98 倍，较上年有所下降；受全部债务快速增长的影响，全部债务/EBITDA 上升至 5.58 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 415.22 亿元，其中未使用授信额度为 133.22 亿元。公司为联交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 35.67 亿元，其中对物业买家按揭贷款提供担保余额为 29.67 亿元，对联营公司担保余额 6.00 亿元，担保比率为 7.16%，担保比率较低，或有负债风险较小。

7. 过往债务履约情况

根据公开资料显示，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

8. 同业对比

与同行业公司比较，公司总资产报酬率和毛利率水平较高，净资产收益率处于较低水平，公司整体盈利水平尚可。与同行业公司比较，公司资产负债率最低，流动比率最高。

表 24 2019 年公司与可比公司指标对比

（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率	资产负债率	流动比率
大悦城地产	**55.59**	**5.34**	**5.35**	**55.09**	**156.08**
陆家嘴	59.39	8.60	21.50	68.22	91.00
世茂股份	35.01	4.66	9.90	62.21	117.00

注：上述可比公司指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

9. 抗风险能力

公司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、存续债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和现金类资产对存续期内债券的保障能力很强。

截至目前，经联合资信评定的公司存续债券为于 2017 年 9 月发行的“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2020年5月底，公司存续期内的长期债券余额合计70.92亿元。假定债券在行权日回售，则公司在2022年需要偿还的债券金额最高，为31.60亿元，2022年为公司存续债券偿还高峰期。

截至2019年底，公司现金类资产117.52亿元，为“17大悦城MTN001BC”的11.75倍，为2022年待偿还债券金额的3.72倍。2019年，公司 EBITDA 为 58.35 亿元，为“17 大悦城 MTN001BC”的5.84倍，为2022年待偿还债券金额的1.85倍。公司EBITDA和现金类资产对存续期内债券的保障能力很强。

表25 截至2020年5月底公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

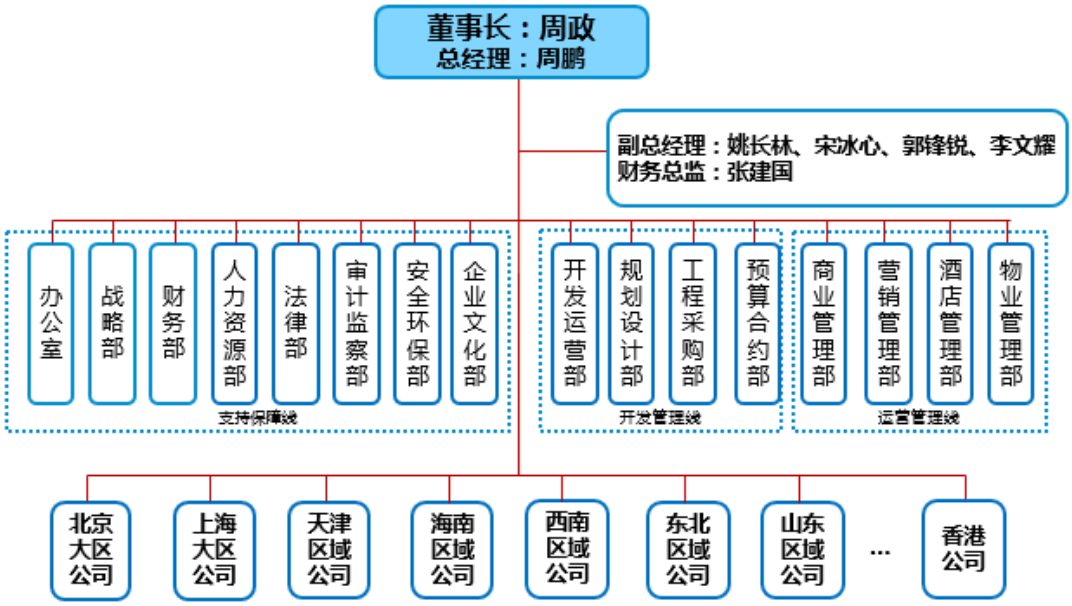
证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率	回售日	下一行权日
17 大悦城 MTN001BC	2017-09-04	2020-09-06	10	4.95	--	--
16 中粮 01	2016-01-12	2021-01-14	7.32	3.95	--	--
19 中粮置业 MTN001	2019-12-12	2022-12-16	15	4.25	--	2022-12-16
20 中粮 01	2020-03-25	2023-03-27	9	3.14		
19 中粮 01	2019-01-07	2025-01-09	16.6	3.94	2022-01-09	2022-01-09
20 中粮 02	2020-03-25	2025-03-27	6	3.6	--	--
19 中粮 02	2019-01-07	2026-01-09	7	4.1	2024-01-09	2024-01-09
合计	--	--	**70.92**	--	--	--

注：标黑为经联合资信评定的债券
资料来源：Wind

十一、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 年底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司列表

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	三亚悦晟开发建设有限公司	物业开发	1500	100
16	北京中粮广场发展有限公司	物业投资及开发	3330 美元	100
17	四川凯莱物业管理有限公司	物业管理	50	94
18	上海鹏利置业发展有限公司	物业投资及开发	7000.00 美元	100
19	中粮鹏利（成都）实业发展有限公司	物业开发	1800.0 美元	100
20	卓达地产（成都）有限公司	物业开发	2000 美元	100
21	浙江和润天成置业有限公司	物业投资及开发	40650 美元	100
22	上海悦耀置业发展有限公司	物业开发	186293	50
23	四川中国酒城股份有限公司	物业开发	8083	69.65
24	重庆泽悦实业有限公司	物业开发	90000	100
25	大悦城（青岛）有限公司	物业开发	132988	100
26	青岛智悦置地有限公司	物业开发	10000 美元	100
27	武汉大悦城房地产开发有限公司	物业开发	145737	100
28	沈阳和韬房地产开发有限公司	物业开发	8500 美元	100
29	成都天府辰悦置业有限公司	物业投资及开发	40000	100
30	陕西鼎安置业有限公司	物业投资及开发	35832	51
31	济南大悦城产业发展有限公司	物业开发	119167	60
32	大悦城三亚投资有限公司	物业开发	30000	100
33	三亚悦港企业管理有限公司	物业投资及开发	34953	100
34	台湾饭店有限公司	物业投资	48924	91.64

35	Bapton Company Limited	物业投资	2 港元	100
36	Hope HK No. 1 Limited	物业投资	20 港元（普通股）850.00 万港元（不具投票权递延股份）	100
37	悦诚（香港）有限公司	投资控股	39065.64 万港元	51.96

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	84.04	71.08	117.52
资产总额(亿元)	863.71	988.60	1109.77
权益总额(亿元)	424.73	451.71	498.38
短期债务(亿元)	24.86	98.68	52.91
长期债务(亿元)	191.99	177.25	272.48
全部债务(亿元)	216.84	275.94	325.39
收入(亿元)	116.58	81.29	103.38
除税前溢利(亿元)	41.05	45.19	44.20
EBITDA(亿元)	52.37	55.83	58.35
经营性净现金流(亿元)	33.38	42.54	-4.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	62.45	40.85	55.49
存货周转次数(次)	0.42	0.24	0.24
总资产周转次数(次)	0.14	0.09	0.10
毛利率(%)	45.01	55.36	55.59
总资本收益率(%)	5.23	5.38	4.67
净资产收益率(%)	6.06	6.89	5.35
长期债务资本化比率(%)	31.13	28.18	35.35
全部债务资本化比率(%)	33.80	37.92	39.50
资产负债率(%)	50.82	54.31	55.09
流动比率(%)	159.38	108.26	156.08
速动比率(%)	73.75	50.13	71.12
经营现金流动负债比(%)	19.34	15.37	-1.82
EBITDA 利息倍数(倍)	5.28	5.29	3.98
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	4.94	5.58

注：1.现金类资产已扣除受限制货币资金；2.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	
收入年复合增长率	
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	收入/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	收入/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/收入×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、第三方给予的贷款+一年内到期的担保票据+一年内到期的应付债券

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、第三方给予的贷款+一年后到期的应付债券

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