信用等级公告

联合[2018] 1600 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，“17 大悦城 MTN001BC”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

二零一八年七月十二日

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

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

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

评级时间：2018 年 7 月 12 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	32.77	87.91	84.04
资产总额(亿元)	730.87	825.51	863.71
权益总额(亿元)	333.75	415.07	424.73
短期债务(亿元)	42.24	42.53	24.86
长期债务(亿元)	205.72	170.64	191.99
全部债务(亿元)	247.96	213.17	216.84
收益(亿元)	53.82	69.87	116.58
除税前溢利(亿元)	16.52	24.57	41.05
EBITDA(亿元)	29.53	35.55	52.37
经营性净现金流(亿元)	5.69	40.47	33.38
毛利率(%)	53.88	53.82	45.01
净资产收益率(%)	2.88	3.07	6.06
资产负债率(%)	54.34	49.72	50.82
全部债务资本化比率(%)	42.63	33.93	33.80
流动比率(%)	159.78	151.16	159.38
全部债务/EBITDA(倍)	8.40	6.00	4.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	3.53	5.28

注：1. 权益中永久性权益工具未纳入有息债务及相关指标核算；
2. 现金类资产已扣除受限制货币资金；
3. 2017 年全部债务合计数尾差系四舍五入影响。

分析师

刘珺轩　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，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，公司投资物业及酒店经营相对稳定，物业与土地开发收入大幅增长；负债水平控制良好。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、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。

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”覆盖程度高。

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，评级展望为稳定，并维持“17 大悦城 MTN001BC”的信用等级为 AAA。

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，公司收益和除税前溢利快速增长，负债水平控制良好。
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。

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. 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. 投资物业公允价值变动对利润贡献程度高，且受限比重高。
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：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2017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。

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 2017 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 个职能部门。

截至2017年底，公司合并资产总额863.71亿元，权益总额424.73亿元（非控制股东权益126.87亿元）。2017年，公司实现收益116.58亿元，除税前溢利41.05亿元。

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

[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股权。

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，尚未到付息时点。

本期中期票据无担保。

四、 宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017

年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

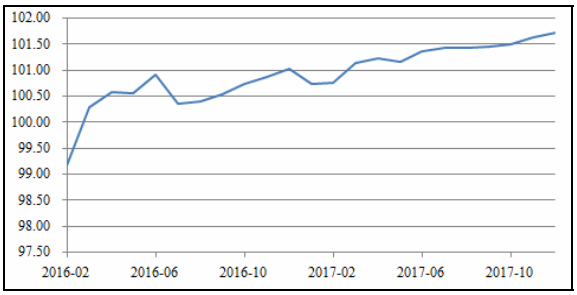
五、 行业分析

1. 房地产行业

（1）房地产行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 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，2017 年百城住宅平均价格累计上涨 7.15%，较 2016 年增速下降 11.57 个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017 年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）土地供给与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时

间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（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。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。

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，40余个城市或地区，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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，

方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。

（4）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

2. 商业地产开发及运营行业分析

（1）行业概况

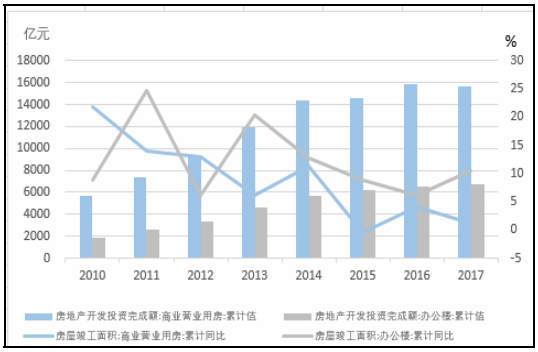
区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖写字楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和写字楼是商业地产领域两大主要类型。

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。2015~2017 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 20817.23 亿元、22370.12 亿元和 22401.25 亿元，年均复合增长 3.73%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，2017 年底占比为 69.82%。2015~2017 年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降 10.05%、0.95%和 8.21%，办公楼新开工面积同比分别下降 10.60%、2.34%和 4.30%，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

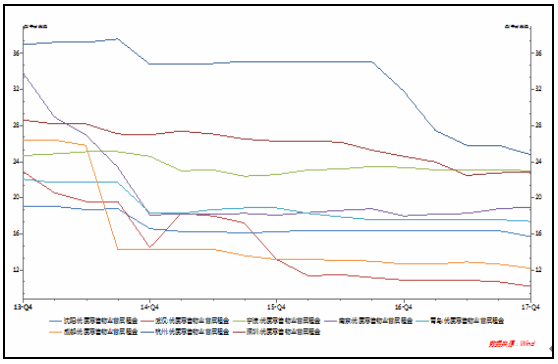
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，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。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，近年来一线城市优质写字楼平均空置率水平较低，均保持在 15%以下，但未来数年的新增供给则不容乐观，2017 年，一线城市中上海受新增写字楼供给量持续快速增长影响，空置率水平快速增长，截至 2017 年底，上海的优质写字楼空置率水平达到 12.60%。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。

六、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年底，中粮集团通过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”）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 2017 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、青岛等 12 个城市，持有 11 个大悦城城市综合体，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。

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 2017 年底，公司持有投资物业中综合体零售区可出租面积合计 73.29 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 18.83 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 2017 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。

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 2017 年底，中粮集团（合并）资产总额 5443.81 亿元，所有者权益 1682.80 亿元（其中少数股东权益 754.98 亿元）；2017 年中粮集团实现营业总收入 4708.66 亿元，利润总额 118.37 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。中粮集团着力购建“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、最具市场价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 2017 年，公司已连续 25 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ＶＩ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。

七、 管理分析

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。

联合资信关注到了上述公司高管的变化属于正常人事变动，对公司正常经营无重大影响。跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

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。

2017 年，受物业销售板块结转收入快速增长的影响，公司收益（即营业收入）快速增长，实现收益 116.58 亿元，同比增长 66.85%。从构成看，投资物业、物业及土地开发和酒店经营为三大核心板块，2017 年三大板块收入合计占比为 98.89%。

分板块看，2017 年公司实现投资物业及相关收入 34.33 亿元，同比增长 9.93%，主要是沈阳大悦城、成都大悦城、朝阳大悦城、天津南开大悦城运营情况良好，经营业绩提升所致，投资物业及相关收入占收益比重为 29.45%。2017 年，公司物业及土地开发板块实现收入 71.36 亿元，同比大幅增长 158.93%，主要是当年结转面积和结转均价均较上年大幅增长所致，结转均价大幅增长主要是环球大厦 11 层结算单价较高所致。主要结转项目为

上海静安大悦城•天悦壹号、海南中粮•红塘悦海和杭州大悦城•天悦等项目。2017 年，公司酒店经营实现收入 9.59 亿元，同比下降 5.05%，占收益比重为 8.23%，主要是西单大悦城酒店自 2017 年 3 月起进行经营改造所致。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，2017 年，公司综合毛利率为 45.01%，较 2016 年有小幅下滑。分板块看，2017 年，投资物业毛利率为 71.63%，变动不大。物业及土地开发板块毛利率 32.41%，较 2016 年减少 8.42 个百分点，主要系 2017 年结转项目杭州大悦城天悦项目和天津大悦城写字楼结算毛利率较低影响所致。公司酒店经营板块毛利率 44.96%，较 2016 年增加 6.30 个百分点，主要系除西单大悦城酒店（由于改造）外入住率提升所致。公司物业管理及相关服务毛利率较为稳定，2017 年为 34.60%。

表 1　2015~2017 年公司收益及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 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	26.57	49.36	70.40	31.23	44.70	70.80	34.33	29.45	71.63
物业及土地开发	15.06	27.99	38.10	27.56	39.45	40.80	71.36	61.21	32.41
酒店经营	11.39	21.17	37.70	10.10	14.46	38.66	9.59	8.23	44.96
物业管理及相关服务	0.80	1.48	35.60	0.97	1.39	33.72	1.29	1.11	34.60
合计	**53.82**	**100.00**	**53.88**	**69.87**	**100.00**	**53.82**	**116.58**	**100.00**	**45.01**

资料来源：公司提供

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. 尾差系四舍五入所致。

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 2017 年底，公司开发 11 个大悦城城市综合体和天津和平大悦城输出管理项目，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 73.29 万平方米，写字楼和酒店式公寓可出租面积合计 18.83 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 2017 年底，公司在北京、上海、天津、沈阳、烟台、杭州、成都、重庆、西安共 9 个城市拥有 11 个大悦城城市综合体以及天津和平大悦城等输出管理项目。

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 20.40%左右，零售业态配比 32.30%左右，娱乐业态配比 44.30%左右，儿童业态配比在 3.00%

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。2015~2017 年，公司已运营大悦城购物中心累计实现销售额 119 亿元、146 亿元和 161 亿元，主要来自成都、沈阳及北京朝阳大悦城销售额增长带动。

2017 年，大悦城综合体实现租赁收入 22.80 亿元，同比增长 8.37%，主要系公司已运营成熟物业租金水平提升，沈阳大悦城、成都大悦城、朝阳大悦城、天津南开大悦城运营情况良好，经营业绩大幅提升所致。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，2017 年对物业租赁收入合计贡献 68.62%，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达到较高水平。2017 年，公司已投运购物中心出租率均在 90%以上。2017 年朝阳大悦城、成都大悦城由于商铺调整出租率有所下滑。

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。

表 2　2015~2017 年公司大悦城经营情况（单位：万平方米、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		
				2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
西单大悦城	51	13.69	7.15	6.26	6.37	6.47	92	94	97
沈阳大悦城	100	33.13	11.33	1.61	1.83	2.09	96	95	95
朝阳大悦城	46	35.16	12.45	4.65	5.23	5.85	99	95	92
上海静安大悦城	51	15.79	6.60	0.80	2.15	2.16	96	90	94
天津南开大悦	51	20.00	8.56	3.04	3.32	3.71	99	99	97

城									
烟台大悦城	51	21.96	7.90	0.91	1.01	1.11	95	99	98
成都大悦城	100	26.35	9.28	0.02	1.13	1.41	92	97	93
合　计	--	**33.13**	**63.27**	**17.29**	**21.04**	**22.80**	--	--	--

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。

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 2017 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　2015~2017 年公司主要写字楼及其他物业经营情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	可出租面积	物业租赁收入			平均出租率		
		2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
香港中粮大厦	1.57	0.63	0.72	0.75	89	95	96
北京中粮广场	9.94	2.25	2.10	2.18	86	92	77
西单大悦城写字楼	1.31	0.35	0.37	0.41	68	84	93
上海鹏利辉盛阁公寓	4.92	1.15	1.10	1.16	86	82	88
合　计	**17.74**	**4.38**	**4.35**	**4.50**	--	--	--

资料来源：公司提供

注：2015~2016 年北京中粮广场数据未含 C 座，

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。

2017 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，2017 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因 C 座项目改造完成后纳入统计，故全年平均出租率下降，但 2017 年底出租率已达到 90%，出租情况良好。西单大悦城写字楼提升较高。另外，中粮置地广场项目工程按计划推进，已有部分商户完成签约或意向签约。目前，公司写字楼及其他物业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。

在建及拟建项目

截至 2017 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、西安大悦城和重庆中央公园等。在建投资物业总建筑面积

134.45 万平方米，规划总投资 192.18 亿元，截至 2017 年底已投资规模为 102.05 亿元，尚余投资 90.13 亿元。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、情景奢宅四大业态；总建筑面积 48.60 万平方米，总投资预计 90.80 亿元，截至 2017 年底已投资 53.53 亿元；除商业物业计划自持外，其余写字楼、办公等于 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 2017 年底已投资 19.23 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 2017 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	已投资金额	建设进度
中粮·置地广场	写字楼	8.17	28.39	19.23	67.74
杭州大悦城	购物中心、写字楼、公寓、住宅	48.60	90.80	53.53	58.95
西安大悦城	购物中心	14.68	19.52	11.49	58.86
重庆中央公园	购物中心、写字楼、住宅	63.00	53.47	17.80	33.29
合　计	--	**134.45**	**192.18**	**102.05**	--

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，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 2017 年开发指标有所下降，公司新开工面积 9.07 万平方米，公司竣工面积 12.04 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	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	14.40	12.89	9.07
房屋竣工面积（万平方米）	14.43	11.22	12.04
期末在建面积（万平方米）	14.40	16.07	13.10

资料来源：公司提供

2017 年，公司实现物业开发收入为 71.36 亿元，公司物业结算面积和结算金额均同比大幅增长，主要是上海静安大悦城•天悦壹号、海南中粮•红塘悦海和杭州大悦城•天悦等项目交付结算所致。

2017 年，公司签约销售面积和金额均呈快速增长态势，分别为 24.25 万平方米和 81.56 亿元，在上海天悦壹号、海景壹号、海南龙溪悦墅、

海南中粮•红塘悦海及杭州天悦项目的销售带动下，公司签约销售金额快速增长。销售价格方面，2017 年公司签约销售均价为 3.36 万元/平方米，较上年降幅较大，主要系天津、杭州的写字楼和海南中粮•红塘悦海销售均价较低和成都悦街售价降低所致。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 2017 年底，公司在售项目主要包括海南中粮•红塘悦海、杭州大悦城、上海天悦壹号等项目，在售项目总可售面积为 109.71 万平方米，累计实现销售面积 83.29 万平方米，去化率为 75.92%。同期，公司尚余可售面积 26.42 万平方米，为 2017 年签约销售面积的 1.09 倍，可售货源尚可。从尚余可售项目城市分布看，三亚尚余可售面积占比为 33.16%、杭州占比为 58.74%，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　近年来公司物业开发主要指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	6.38	9.39	24.25
签约销售金额（亿元）	31.66	45.67	81.56
签约销售均价（万元/平方米）	4.96	4.86	3.36
房屋结算面积（万平方米）	4.61	6.86	14.79
房屋结算金额（亿元）	14.76	27.52	71.36

资料来源：公司提供

表 7　2017 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	2017 年销售面积	2017 年销售金额	尚余可售面积
上海海景壹号（在售部分）	住宅	2003.07	2012.12	100	9.60	0.13	2.61	0.06
上海静安大悦城天悦壹号(不含写字楼)	住宅、商业	2014.11	2016.12	51	11.22	3.25	20.48	1.92
三亚龙溪悦墅	住宅、商业	2014.03.	2015.11	100	12.43	1.01	5.34	0.00
海南中粮•红塘悦海	住宅、商业	2016.02	2018	100	18.80	5.50	11.30	8.76
成都大悦城悦街	商业	2014.04	2015.12	100	2.55	0.76	2.66	0.16
杭州大悦城	办公楼、商业	2016.08	2018.08	55	48.60	7.31	22.16	15.52
天津大悦城写字楼	办公楼	2010.03	2015.11	100	6.36	6.12	11.80	0.00
香港环球大厦 11 层	办公楼	--	1981	100	0.15	0.15	5.20	0.00
合　计	--	--	--	--	**109.71**	**24.33**	**81.55**	**26.42**

资料来源：公司提供

注：1.上海静安大悦城•天悦壹号可售面积包括配套车位的可售面积；2. 杭州大悦城-公寓/商铺/写字楼可售面积包括配套车位的可售面积。

截至2017年底，公司物业销售板块在建及拟建项目包括海南中粮•红塘悦海、上海前滩、青岛项目和成都酒城北等项目。公司物业销售板块在建拟建项目总建筑面积为95.81万平方米，预计总投资114.81亿元，公司主要在拟建项目已投资51.66亿元，尚余投资63.15亿元。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 8　截至 2017 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	建设进度
海南中粮·红塘悦海	住宅	红塘湾	18.80	23.44	13.00	55.46
上海前滩项目	住宅、办公	浦东新区	12.56	31.64	21.82	68.96
青岛项目	住宅、公寓、商业街	市北区	25.33	32.36	13.44	41.53
成都酒城北项目	住宅	武侯区	39.12	27.37	3.40	12.42
合　计	--	--	**95.81**	**114.81**	**51.66**	--

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，积极发掘存量市场的整合机会。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。城市筛选方面，公司从城市基本面、商业氛围、人口辐射范围及区域发展潜力等多个维度进行考察，综合评判，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（社消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，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。公司目前重点关注的城市包括广州、深圳、南京、武汉和青岛，未来计划通过收购、输出管理等多样化方式获取项目储备。

2017年，公司新增土地储备62.84万平方米，主要包括重庆大悦城、成都酒城北地块和青岛项目，土地储备较为充足。

表 9　截至 2017 年底公司土地储备构成

（单位：万平方米、%）

城市	项目	宗地面积	规划建筑面积	开发类型	权益比例
重庆	重庆大悦城	11.66	40.20	持有、销售	100
成都	酒城北地块	1.35	6.72	销售	69.65
青岛	青岛项目	3.22	15.92	销售	51.00
合计	--	**16.23**	**62.84**	--	--

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京津冀、长三角、珠三角等主要城市群的核心城市，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。跟踪期内，受益于开发及销售进度，公司经营规模快速增长。目前，公司项目储备区域以核心二线城市为主，可售货源尚可，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。

（3）　酒店运营

截至2017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5家酒店，区域分布于北京、三亚，定位以高端为主。

表 10　截至 2017 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	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
北京长安街 W 酒店	北京	高端	2013.11	349 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。2017年，公司酒店经营实现收入9.59亿元，同比下降5.05%，主要是西单大悦城酒店自2017年3月起进行经营改造所致；同期，实现毛利率44.96%，较2016年提高6.30个百分点，主要是除西单大悦城酒店外入住率提高所致。入住率方面，除西单大悦城酒店因经营改造入住率下降外，其他酒店入住率均保持增长趋势。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 11　2015~2017 年公司主要酒店运营情况（单位：亿元、%、元/间/天）

主要项目	2015 年			2016 年			2017 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	2.90	66	2004	2.68	66	1820	2.86	72	1855
三亚美高梅度假酒店	3.92	76	1385	3.91	83	1282	3.87	88	1261
三亚凯莱仙人掌度假酒店	0.86	68	464	0.78	69	416	0.81	82	364
北京长安街 W 酒店	1.10	40	1229	1.33	55	1041	1.50	70	1038
西单大悦城酒店	0.71	79	658	0.73	83	613	0.09	62	613
合　计	**9.49**	--	--	**9.41**	--	--	**9.12**	--	--

资料来源：公司提供

2．经营效率

2017年，公司经营效率指标值呈上升趋势，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62.45次、0.42次和0.14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，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。

未来，公司将一方面积极参与公开市场竞争，另一方面充分发挥自身商业运营优势，大力发掘存量市场的整合机会。2018年，公司计划新增3~4个大悦城城市综合体项目和1~2个大悦春风里项目，重点关注广州、深圳、南京、武汉、青岛等城市。

九、 重大事项

1. 出售中粮酒店

2017 年 12 月 8 日，公司发布公告称，公司的全资附属公司，利港企业有限公司及 COFCO BVI 17（作为卖方）已向天府基金管理有限责任公司确认出售中粮酒店（北京）有限公司（简称“中粮酒店（北京）”）的全部股权（通过上海联合产权交易所公开出售要约出售），代价约为人民币 13.60 亿元。除支付代价外，买方将须偿还股东借款共约人民币 89.56 万元和结欠公司的贷款 6.23 亿元。公司预期就出售事项收取的所得款项总额将约为人民币 19.84 亿元。交易完成后，公司将不再持有中粮酒店（北京）的任何权益。截至目前 ，已完成股权转让协议的签署、工商变更登记、股权转让款及股东借款支付等。

2. 重大资产重组

根据公司 2018 年 4 月 13 日的公告和中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”）2018 年 3 月 31 日的公告，中粮地产与明毅有限公司（中粮集团（香港）有限公司之全资附属公司，直接持有公司控股权益）签订协议，收购明毅有限公司持有的全部大悦城地产 9133667644 股普通股股份。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。

根据中粮地产 2018 年 4 月 25 日的公告，本次交易方案为中粮地产拟以发行股份的方式向明毅有限公司收购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。募集配套资金总金额不超过 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。本次交易完成后，大悦城地产将成为中粮地产的控股子公司。

2018 年 6 月 12 日，中粮地产发布公告称中粮地产收到控股股东中粮集团转来的国务院国资委《关于中粮地产（集团）股份有限公司非公开发行 A 股股份有关问题的批复》（国资产权[2018]335 号），国务院国资委原则同意中粮地产本次非公开发行不超过 214166.6095 万股 A 股股份支付购买大悦城地产有限公司股份

对价，及发行不超过 36274.6319 万股 A 股股份募集配套资金的方案。

本次重大资产重组相关事宜还需经中粮地产股东大会审议通过并获得国家发展和改革委员会对本次交易所涉境外投资的备案或核准、商务部对本次交易涉及境外战略投资者认购公司新增股份及其他相关事项的批准或备案、中国证券监督管理委员会对本次交易的核准，以及商务部完成对本次交易涉及的经营者集中审查等后方可实施。

目前上述重大资产事项尚需在标的资产涉及的审计、估值工作完成后提交公司董事会进一步审议通过及股东大会审议通过，本次重大资产重组能否取得董事会及股东大会审议通过以及通过的时间均存在不确定性。

联合资信将持续关注重大重组事项的进展情况及其可能对公司信用水平带来的影响。

十、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2017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2017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，2017年，公司纳入合并范围子公司共计121户，较2016年新增21家二级子公司，均为投资新设成立子公司。

截至2017年底，公司合并资产总额863.71亿元，权益总额424.73亿元（非控制股东权益126.87亿元）。2017年，公司实现收益116.58亿元，除税前溢利41.05亿元。

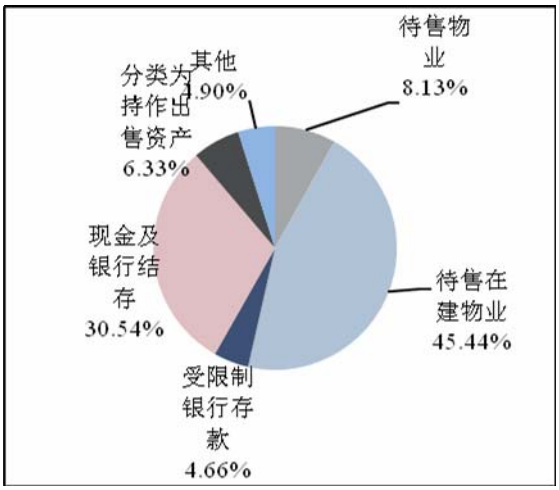
2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额863.71亿元，同比增长4.63%；其中流动资产占31.85%，非流动资产占68.15%，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

截至2017年底，公司流动资产275.13亿元，同比增长6.34%，构成以待售物业（占8.13%）、待售在建物业（占45.44%）和银行结余及现金（占30.54%）为主。

图4 公司2017年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司银行结余及现金84.04亿元，同比下降4.14%，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2017年底，公司受限银行存款为12.83亿元，同比增长12.52亿元，主要是预售物业已收按金增加所致。

截至2017年底，公司已竣工待售物业22.36亿元（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住宅及商业街、天津南开大悦城写字楼、成都大悦城写字楼及悦街项目、海南中粮·红塘悦海项目，同比下降51.82%，主要系上海天悦壹号、杭州天悦住宅、天津南开大悦城写字楼项目部分交付转出所致。截至2017年底，账面价值0.33亿元的待售物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资。

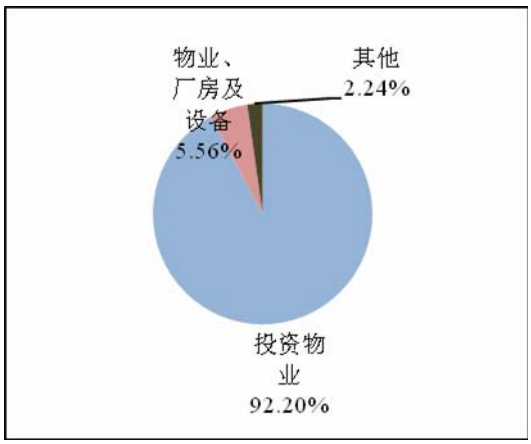
截至2017年底，公司待售在建物业125.03亿元，同比增长10.44%，主要系新增青岛项目和重庆中央公园项目所致。截至2017年底，公司未对待售在建物业计提减值亏损；账面价值71.89亿元待售在建物业土地用于抵押融资。

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2017年底，公司非流动资产为588.57亿元，同比增长3.85%；从构成来看，主要由投资物业（占92.20%）构成。

图5　公司2017年底流动资产构成



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。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2017年底，公司投资物业账面价值542.68亿元，较上年增长8.32%，主要由于收购西安秦汉唐国际广场管理有限公司、自待售在建物业转入及投资物业评估增值所致。其中已竣工投资物业账面价值460.97亿元，在建投资物业账面价值81.71亿元。截至2017年底，账面价值399.63亿元投资物业用于抵押，以担保公司获授的银行融资。

截至2017年底，公司物业、厂房及设备成本为47.74亿元，同比下降31.63%，其中转入投资物业4.38亿元，因出售中粮酒店（北京）有限公司转入持作出售资产10.50亿元，因出售三家附属公司转出4.81亿元。截至2017年底，公司物业、厂房及设备中酒店物业占57.08%、设备、家具及固定装置占比为21.50%，累计计提折旧15.00亿元，账面净值为32.73亿元。截至2017年底，公司账面价值23.96亿元物业、厂房及设备用于抵押。

截至2017年底，公司用于抵押融资的资产账面价值总额为501.37亿元，占资产总额比重为58.05%，占比较上年底增加4.52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2017年底，公司权益总额424.73亿元，同比增长2.33%，主要来自供股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2017年底，公司股本占2.64%，储备占60.97%，非控制股东权益占29.87%，永久性资本工具占6.52%。

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年和2017年，公司分别向中粮集团偿还永久性贷款的本金

5.00亿元，截至2017年底，公司永久性权益资本工具为27.68亿元。

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2017年底，公司负债总额438.98亿元，同比增长6.95%。截至2017年底，流动负债和非流动负债占比分别为39.32%和60.68%，负债以非流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债172.62亿元，构成以应付账款（占14.27%）、其他应付款项及应计费用（占22.40%）、应付非控股权益款项（占14.59%）、一年内到期之银行借贷（占13.68%）和预售物业已收按金（占23.95%）为主。

截至2017年底，公司一年内到期之银行借贷23.61亿元，较2016年底下降18.87%，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2017年底，公司应付账款为24.63亿元，较上年增长32.02%，主要系上海静安大悦城在建物业应付工程成本增加所致，其中贸易应付款项0.36亿元、工程累计开支24.27亿元。公司应付账款中，1年以内占94.87%，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2017年底，公司其他应付款项及应计费用38.67亿元，同比下降21.17%，主要系应付建筑成本减少带动所致。

截至2017年底，公司预售物业已收按金为41.35亿元，同比增长34.03%，主要是天津南开大悦城写字楼、海南中粮红塘悦海、杭州天悦项目销售所致。

截至2017年底，公司应付非控股权益款项为25.18亿元，同比大幅增长61.56%，主要系应付西安万业房地产开发有限公司和Reco Taidong Privite Limited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。

截至2017年底，同系附属公司给予的贷款0.68亿元，主要包括中粮置地管理有限公司提供担保的贷款。

公司的全资附属公司利港企业有限公司（Rich Harbor Limited）及COFCO(BVI) NO.17 Limited于2017年12月就出售中粮酒店（北京）达成一项安排，根据该安排，中粮酒店（北京）的资产与负债已被分类为持作出售的出售组别。截至2017年底，中粮酒店（北京）的负债分类为持作出售负债的为8.40亿元。

截至2017年底，公司非流动负债266.35亿元，构成以一年后到期的银行借贷（占33.74%）、递延税项负债（占26.68%）和有担保票据（占19.64%）为主。

截至2017年底，公司一年后到期的银行借贷89.86亿元，同比增长17.92%；其中偿还期为1~2年的占比为11.08%、偿还期在3~5年的占比为40.79%、偿还期为5年以上的占比为48.13%，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%。截至2017年底，公司有担保票据52.32亿元，受汇率及利息支付影响，同比下降5.56%。

有息债务方面，截至2017年底，公司全部债务216.84亿元，同比增长1.72%，其中短期债务占比为11.46%，长期债务占比为88.54%，债务构成以长期为主。债务指标方面，2017年，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为50.82%和31.13%，同比分别增加1.10个和2.00个百分点，全部债务资本化比率为33.80%，同比减少0.13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54.03%、38.11%和35.62%，负债水平较低。

图 6　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，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美元计价债务，面临一定汇率波动风险。

4. 盈利能力

2017年，公司实现收益116.58亿元，同比增长66.85%，主要系物业销售板块结转收入规模大幅上升所致。同期，销售及服务成本同比增长98.64%至64.10亿元，主要系收益规模增长带动销售及服务成本开支增长所致。受交付的产品结构发生变化影响，公司毛利率有所下降，为45.01%。公司其他收入主要包括利息收入、政府补贴等，2017年为1.61亿元，较上年增长44.64%，主要是来自银行存款的利息收入、给予联营公司的贷款产生的利息收入的增加。

2017年公司其他收益及亏损为-0.42亿元，主要包括出售附属公司收益3.77亿元，西安秦汉唐购物中心更新改造，拆除部分物业架构经独立第三方中介机构评定损失2.51亿元，西单大悦城酒店升级改造，拆除部分物业架构经独立第三方中介机构评定损失0.45亿元等。

2017年，公司期间费用（分销及销售成本+行政开支+融资成本）23.42亿元，同比增长3.82%，构成主要为行政开支和融资成本（占比分别为41.60%和33.44%）。2017年，公司分销及销售成本5.85亿元，同比下降1.40%，主要是由于海南龙溪悦墅项目接近尾盘，发生的销售区展示费、代理佣金减少所致。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，2017年为9.74亿元，基本保持稳定。同期，公司融资成本为7.83亿元，同比增长11.16%，主要系资本化利息减少所致。截至2017年底，公司加权平均借贷成本为4.28%，同比有所下降。同期，公司期间费用率为20.09%，期间费用率下降较快，控制能力较上年有所增强。

2017年，公司投资物业之公允价值收益11.01亿元，同比增长9.36%，主要来自于中粮置地广场、香港中粮大厦、香港环球大厦11层、杭州大悦城、朝阳大悦城、西单大悦城及烟台大悦城等。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。2017年，投资物业公允价值收益占除税前溢利比重为26.82%，占比较2016年大幅下降，但对利润贡献程度仍然较高。

2017年，公司除税前溢利为41.05亿元，同比增长67.04%，主要系收入规模大幅增长所致。从利润指标看，受除税前溢利规模快速增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率呈增长趋势，分别为5.23%和6.06%，同比分别增加2.08个和2.99个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收益规模受物业销售板块结转收入增长的影响而快速增长，投资物业公允价值收益对利润贡献影响大，但占比快速下降，整体盈利能力有所增强。公司期间费用对利润侵蚀影响大，但占比有所下降，控制能力有所增强。

5. 现金流

2017 年，经营活动产生的现金流量净额33.38 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，2017年，公司营运资本变动前的现金流量 39.06 亿元，保持较大规模的净流入。

2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-14.48 亿元，主要是由于购建投资物业、购置物业、厂房和设备、给予联营公司垫款、收购西安秦汉唐项目所致。

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。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-14.72 亿元。2017 年公司筹资活动现金流出主要由于偿还银行贷款、支付利息、股息，偿还同系附属公司借款等事项所致。

总体看，跟踪期内，受在建物业投入加大的影响，公司经营活动现金流净额呈下降趋势；且随着在开发投资物业的持续推进，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，2017 年，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，分别为159.38%和 73.75%，同比分别增加 8.22 个百分点和 16.01 个百分点。2017 年，公司经营活动流动负债比为 19.34%。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，2017 年受利润规模增长影响，公司 EBITDA 有所增长，为 52.37 亿元。受此影响，2017 年，公司 EBITDA 利息倍数呈增长趋势，为 5.28 倍；全部债务/EBITDA 快速下降，为 4.14 倍，公司长期偿债能力较好。

截至 2017 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 281.94 亿元，其中未使用授信额度为 144.38 亿元。公司为联交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2017 年底，公司对物业买家按揭贷款提供担保余额为 4.29 亿元，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

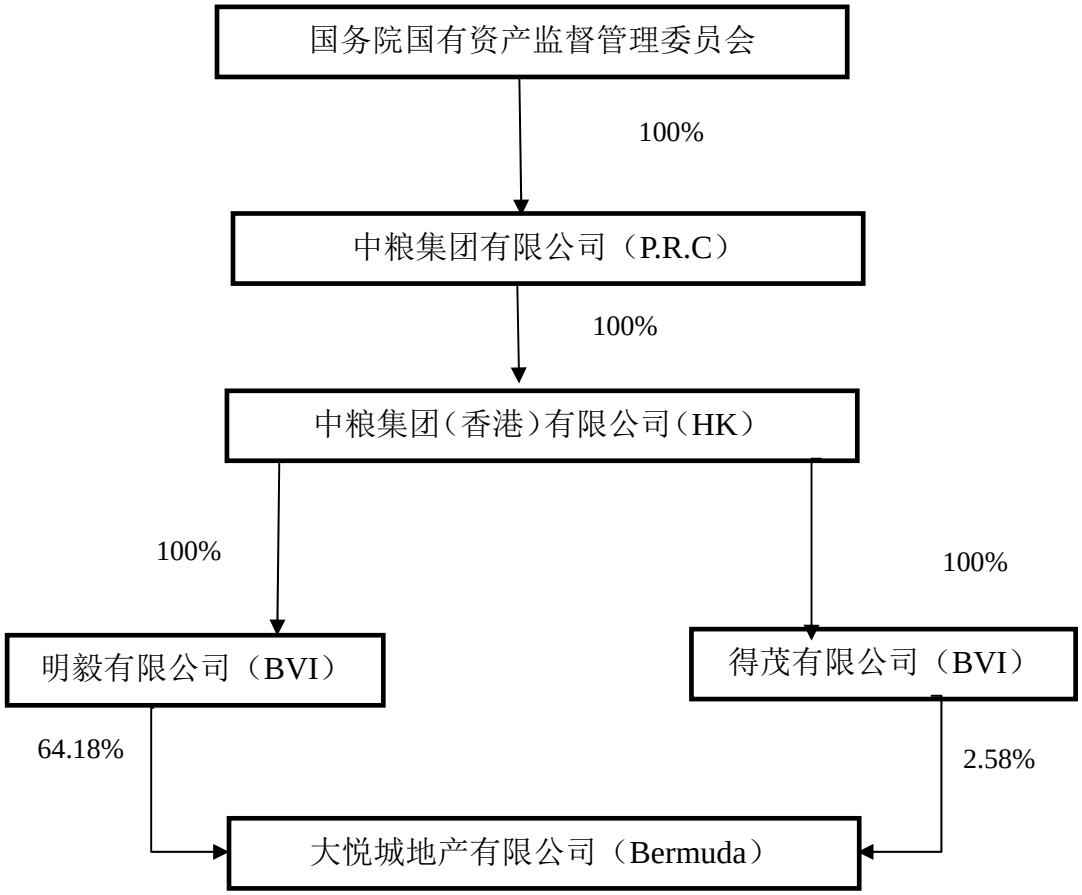
2015~2017年，公司经营活动现金净流量分别为“17大悦城MTN001BC”发行额度的0.57倍、4.05倍和3.34倍。考虑到公司自持物业运营日益成熟，每年带来稳定的现金流入，租金流入对本期中期票据偿还起到一定保障。

2015~2017年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的2.95倍、3.55倍和5.24倍。EBITDA对本期中期票据的保障能力好。

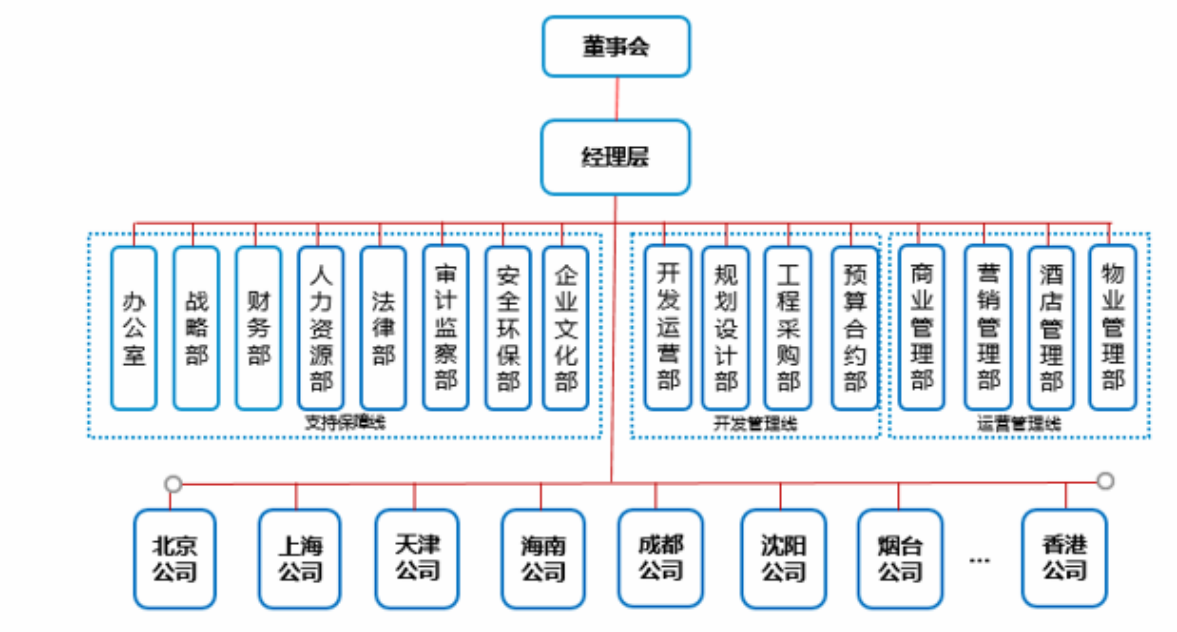
十一、结论

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，评级展望为稳定，并维持“17大悦城MTN001BC”的信用等级为AAA。

附件 1-1　截至 2017 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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	32.77	87.91	84.04
资产总额(亿元)	730.87	825.51	863.71
权益总额(亿元)	333.75	415.07	424.73
短期债务(亿元)	42.24	42.53	24.86
长期债务(亿元)	205.72	170.64	191.99
全部债务(亿元)	247.96	213.17	216.84
收益(亿元)	53.82	69.87	116.58
除税前溢利(亿元)	16.52	24.57	41.05
EBITDA(亿元)	29.53	35.55	52.37
经营性净现金流(亿元)	5.69	40.47	33.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	41.73	41.67	62.45
存货周转次数(次)	0.19	0.21	0.42
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.14
毛利率(%)	53.88	53.82	45.01
总资本收益率(%)	3.30	3.15	5.23
净资产收益率(%)	2.88	3.07	6.06
长期债务资本化比率(%)	38.13	29.13	31.13
全部债务资本化比率(%)	42.63	33.93	33.80
资产负债率(%)	54.34	49.72	50.82
流动比率(%)	159.78	151.16	159.38
速动比率(%)	42.28	57.74	73.75
经营现金流动负债比(%)	4.41	23.64	19.34
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	3.53	5.28
全部债务/EBITDA(倍)	8.40	6.00	4.14

注：1. 权益中永久性权益工具未纳入有息债务及相关指标核算；
2. 现金类资产已扣除受限制货币资金；
3. 2017 年全部债务合计数尾数差系四舍五入影响。

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　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。