

# 大悦城控股集团股份有限公司2020年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一 期）（品种一）2024年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 大悦城控股集团股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
20大悦01	AAA	AAA

## 评级日期

2024年6月26日

## 联系方式

**项目负责人:** 郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

**项目组成员:** 李莹莉  
liyil@cspengyuan.com

**评级总监:**

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到: 大悦城控股集团股份有限公司(以下简称“大悦城”或“公司”, 股票代码: 000031.SZ) 具有很强品牌影响力, 储备项目资源丰富, 且区域布局较好, 未来收入具有保障。同时中证鹏元也关注到, 公司销售规模有所下滑, 主营业务盈利能力趋弱, 资产计提较大规模减值; 公司合作开发项目增多, 对合联营企业的投资持续亏损, 对外担保存在一定的代偿风险; 负债经营水平较高, 公司面临一定的资金压力等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标(单位: 亿元)

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	1,995.65	1,980.61	2,144.32	2,127.27
归母所有者权益	137.31	138.43	154.02	188.38
总债务	760.20	738.95	764.23	717.98
营业收入	38.67	367.83	395.79	426.14
投资净收益	0.00	45.87	-21.56	-14.35
净利润	1.83	1.21	-22.23	7.67
经营活动现金流净额	-14.33	106.42	27.10	-84.64
销售毛利率	40.95%	26.47%	24.06%	27.44%
EBITDA 利润率	--	31.45%	11.73%	16.91%
总资产回报率	--	2.90%	1.03%	2.47%
剔除预收款项的资产负债率	71.81%	72.24%	74.13%	70.31%
净负债率	101.62%	99.21%	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18	1.91
总债务/总资本	62.06%	61.58%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	-3.03%	23.27%	6.59%	-17.57%
速动比率	0.55	0.55	0.60	0.54
现金短期债务比	1.21	1.36	2.30	1.43

资料来源: 公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表, 中证鹏元整理

## 优势

- **公司仍具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司是中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。子公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）所开发、管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其投资持有的购物中心、写字楼等物业主要位于一线城市黄金地段，2023 年公司商业地产及产业地产运营收入回升。
- **公司储备项目资源丰富，且区域布局较好，可为公司业务开展提供有力支持。**截至 2023 年末，公司主要在售项目的待售面积合计 794.28 万平方米，主要位于一、二线城市，区域布局分散；公司土地储备剩余可开发计容建筑面积为 976.49 万平方米，土地储备可售货值约 1,526 亿元（不含一级开发旧改等土储项目），储备项目资源丰富，区域分布相对分散且主要位于风险相对较小的一线和二线城市，抗风险能力尚可。

## 关注

- **需关注公司销售情况。**受房地产市场环境波动影响，2023 年公司全口径商品房签约销售面积和销售额分别为 223.01 万平方米和 460.55 亿元，同比分别下降 1.92% 和 18.91%，未来需持续关注公司项目销售及回款情况。
- **需关注公司盈利能力波动。**虽然 2023 年通过资产处置实现扭亏为盈和现金净流入，但在房地产行业深度调整背景下，资产减值、存货跌价仍持续侵蚀公司利润，2023 年归属于母公司所有者的净利润尚未回正，盈利能力有待提升。
- **公司负债经营水平偏高，仍面临一定的资金压力。**2023 年末公司总债务规模为 738.95 亿元，净负债率增长至 99.21%，整体负债经营水平仍偏高；截至 2023 年末，公司在建项目规模较大，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。
- **合作开发项目增加，关注联营及合营项目的经营情况。**2023 年及 2024 年一季度，公司仍采用联合拿地策略，截至 2023 年末，少数股东权益占所有者权益的比重上升至占比 69.97%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **需关注公司或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保实际金额合计 101.59 亿元，主要为对参股及合作开发公司的担保，对外担保规模较大，若被担保方经营状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。此外，公司合作开发项目数量较多，合作开发模式多样，可能存在一定的诉讼风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司项目区域布局较好，未来随着房地产项目销售及商业物业出租，公司营业收入和经营现金流具有较好保障。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	金茂投资	大悦城	滨江集团	金融街
全口径合同销售金额	1,412.00	460.55	1,534.70	232.24
总资产	3,473.58	1,980.61	2,900.32	1,443.72
营业收入	640.66	367.83	704.43	125.71
净利润	-43.47	1.21	28.52	-21.57
销售毛利率(%)	10.75	26.47	16.76	7.34
剔除预收款项的资产负债率(%)	57.43	60.58	30.49	64.12
流动资产周转率（次）	0.25	0.24	0.28	0.13
总资产周转率（次）	0.19	0.18	0.25	0.08

注：上表数据均为 2023 年数据

资料来源：各公司 2023 年年报，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产开发企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	4/较大
	行业&运营风险状况	7/优秀		杠杆状况	4/较大
	行业风险	3		净负债率	4
	经营状况	6.05/优秀		EBITDA 利息保障倍数	4
	经营规模	7		剔除预收款项的资产负债率	3
	产品、服务和技术	6		OCF/净债务	5
	品牌形象和市场份额	7		杠杆状况调整分	0
	经营效率	4		盈利状况	中
	业务多样性	6		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	7	
			流动性比率	4	
			获取流动性资源的能力	非常强	
业务状况评估结果	7/优秀	财务状况评估结果	6/较小		
指示性信用评分				aa+	
调整因素	ESG 因素			0	
	重大特殊事项			0	
	补充调整			0	
个体信用状况				aa+	
外部特殊支持				1	
主体信用等级				AAA	

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

- 公司为中粮集团的重要子公司，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为中粮集团作为以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，具有很强的业务实力及财务实力，其提供支持的能力极强。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 大悦 01	20	20	2023/6/25	2025/8/4

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行5年期20亿元公司债券（简称“20大悦01”），募集资金扣除发行费用后计划用于偿还存量公司债券本金。截至2023年12月31日，“20大悦01”募集资金专项账户余额为0.00元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构未发生变化。截至2024年3月末，中粮集团直接持有公司20.00%股权，通过全资子公司明毅有限公司间接持有49.28%股权，合计持有公司69.28%股权。公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，2023年末公司产权及控制结构关系如附录三所示。

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。截至2023年末，公司合并范围的子公司合计286户，结构化主体2户，共288户，其中一级子公司38家，具体见附录四。2023年收购子公司1家、新设子公司10家，注销子公司10家、转让子公司2家。

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅



通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## （二）行业环境

**2024 年政策将转向全面宽松，中央层面从落实金融支持、压实保交楼等多角度稳定地产市场；地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间。**

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023 年 7 月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。7 月央行延长“金融 16 条”中存量和配套融资的政策使用期限；8 月以来，三部门联合发文落实“认房不认贷”，两部门调整优化信贷政策，最低首付比例调整为 20%、二套首付比例调整为 30%，央行、金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，至此多地下调首付比例和贷款利率下限。金融政策方面，2023 年 6 月，5 年期以上 LPR 下调 10 个基点至 4.2%；2024 年 2 月央行下调 5 年期以上 LPR 25 个基点至 3.95%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及 2024 年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。2024 年以来，住建部和金融监管总局要求各地级以上城市要建立融资协调机制。截至 3 月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，其中审批同意项目数量超过 2,100 个，总金额超过 5,200 亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。为进一步释放刚需和改善性需求，继 2023 年 8 月末出台优化住房信贷政策后，2024 年 5 月 17 日个人住房贷款政策进一步优化，包括首套房首付比例降低至 15%、二套首付比例降低至 25%，全国层

面贷款利率下限取消、住房公积金贷款利率降低等，房贷利率下降空间进一步打开，个人住房贷款政策放松到历史最低水平。

地方层面，各能级城市调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松，2023年8月末至9月初陆续落实“认房不认贷”，11月落实降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。今年“517”新政后，上海、广州、深圳等一线城市相继放松住房信贷政策；在地产供求关系发生重大变化、人口加速老龄化的背景下，预计一线城市限购政策将逐步退出，金融政策优化落地可期。

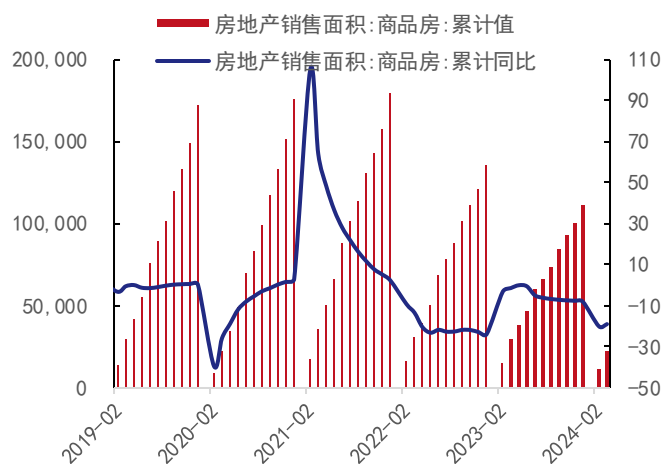
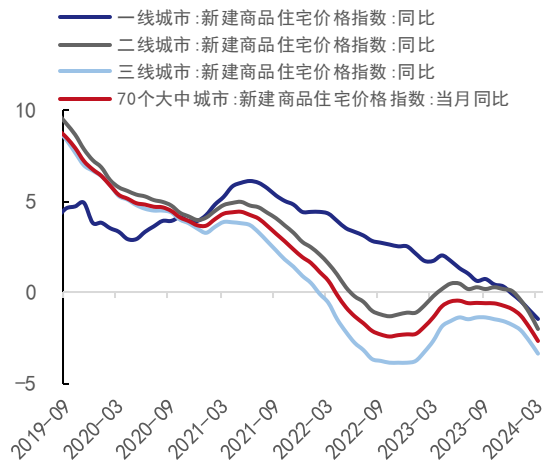
预计中央政策转向全面宽松，进一步落实金融支持政策，督导商业银行加快对名单内房地产项目的审批及放款；继续落实“优惠贷款利率、税收减免”等支持居民住房需求的措施，自上而下出台政策以支持首次购房者和满足居民改善性住房需求；长效政策方面，将继续加快保障房住房体系建设，加快构建房地产发展新模式。地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市仍将继续在限购、限贷等方面松绑；二线城市中预计将全面解除限制性政策。

**虽然政策端积极信号持续强化，但在地产行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用在边际递减。2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。**

2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。2024年1-3月，商品房销售金额累计同比下降27.6%，销售面积累计同比下降19.4%，需求信心仍然不足，市场继续承压。

价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降0.89%和下降4.07%。自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。



**图1 商品房销售再下台阶（单位：万平方米、%）**

**图2 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）**


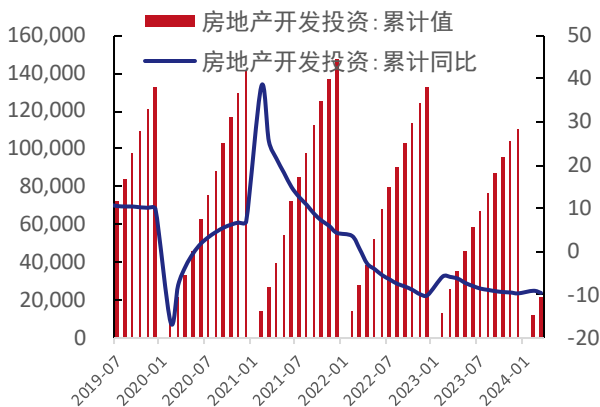
资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

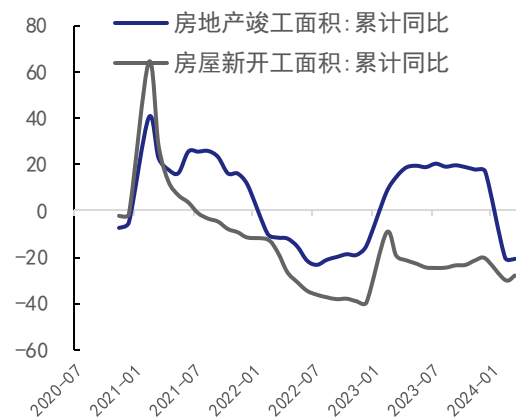
城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，预计2024年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

**预计2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会对房地产开发投资形成一定支撑；在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。**

在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心在保交付，2023年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。2024年1-3月，地产开发投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

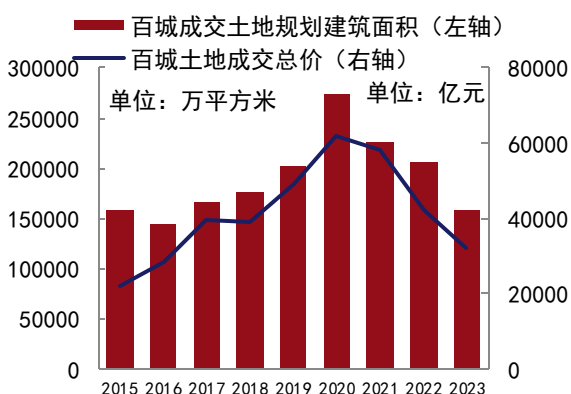
**图3 地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

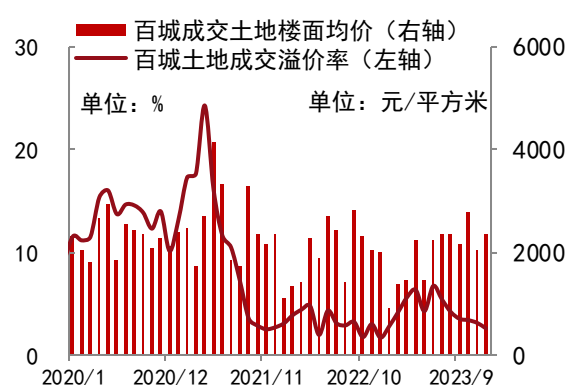
**图4 新开工持续低迷（单位：%）**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

2023年土地市场持续冷清，供需两端均走弱，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，多城已取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

**图5 土地市场冷清，百城土地成交持续下降**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

**图6 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

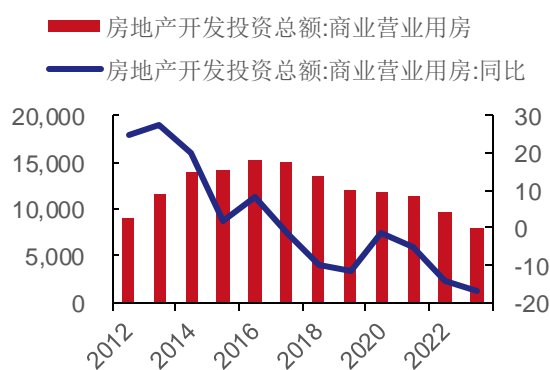
市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将对房企的运营管理能力提出更大挑战

自房地产行业发生信用危机以来，公开市场上的融资主体以经营稳健、具备股东背景优势的央、国企为主。凭借着资金优势，近年来央、国企逐步向核心城市扩张，对其销售业绩形成支撑。从当前的土拍市场结构来看，活跃的依然是头部央企及部分国企，根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企，未来房地产市场由央、国企占主导的格局仍将持续。当前的房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，从长期发展趋势来看，随着行业供求关系发生重大转变，房地产行业仍需探索和建立新的发展模式，而模式的转变也将对房地产企业运营和管理能力提出更高挑战和要求。

**2023年商业地产供需双边仍缩量，零售物业表现强于办公物业，但租售需求内生动力仍不足，库存仍在高位，预计随着我国进一步扩大内需，核心城市零售物业租售有望受益**

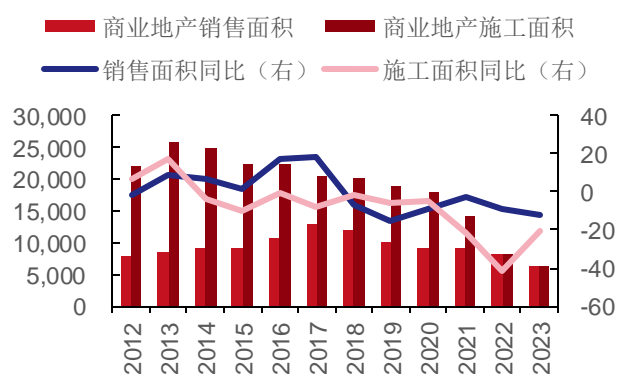
商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营用房等。从需求端来看，2017年以来受宏观经济下行、电商行业快速发展分流实体商铺消费需求等因素影响，商业地产行业需求端整体有所收缩，商业地产销售面积同比增速持续降低。2023年商业地产销售面积为6,356万平方米，同比下滑12%。从供给端来看，我国商业地产投资增速自2014年以来大幅放缓，2023年全国完成商业地产开发投资8,054.83亿元，同比下降16.93%，开发投资额持续七年下滑。受投资增速持续下滑的影响，自2014年以来新开工面积亦呈下降趋势，2022年全国商业地产新开工面积6,458.64万平方米，同比下降20.40%。在行业深度调整背景下，目前商业地产供给端整体压力较大，截至2023年末，我国商业营业用房待售面积同比增长13.32%至14,231万平方米，行业整体库存规模依然较大。

**图7 全国商业地产开发投资额情况（单位：亿元、%）**



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

**图8 全国商业地产新开工及销售情况（单位：万平方米、%）**

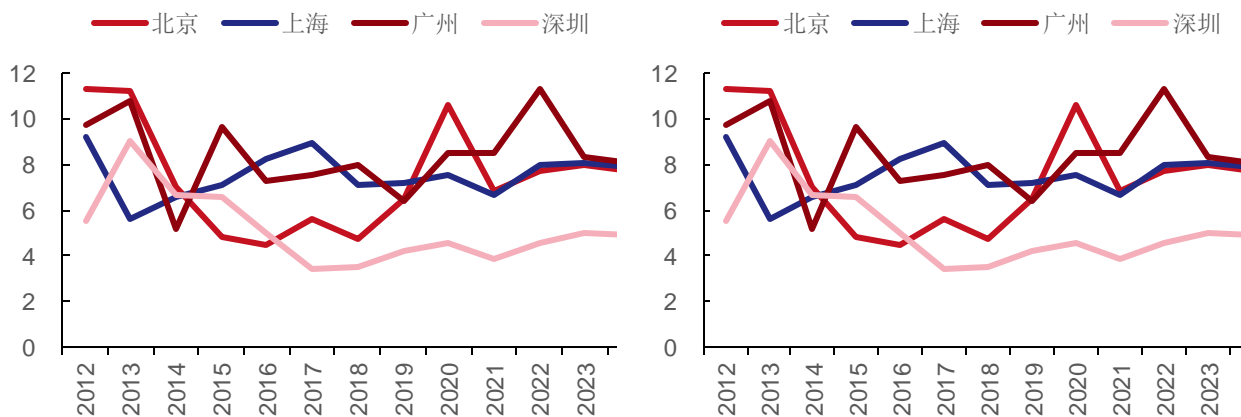


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

分类型来看，近年来优质零售物业出租情况整体好于写字楼。写字楼方面，截至2023年末，北京、上海、深圳及广州优质写字楼空置率平均水平为20.15%，空置率高位增长，以杭州、成都、武汉、重庆等为代表的重点二线城市写字楼空置率亦处于较高水平。租金水平方面，截至2023年末，北京、上海、广州及深圳优质写字楼租金分别为289.3元/平方米/月、268.5元/平方米/月、144.4元/平方米/月及176.1元/平方米/月，一线城市写字楼平均租金较2022年末有所降低，其中北京市下降幅度相对较大。

截至 2023 年末，北京、上海、深圳及广州优质零售物业空置率平均水平为 7.35%，较上年有所降低，其中深圳空置率维持较低水平。租金水平方面，截至 2023 年末，北京、上海、广州及深圳优质零售物业首层租金分别为 32.30 元/平方米/天、33.50 元/平方米/天、24.90 元/平方米/天及 19.20 元/平方米/天，一线城市优质零售物业首层平均租金较 2022 年末小幅下滑。2023 年零售行业景气度有所恢复，但消费增长内生动力仍不足，实体零售行业仍面临较大的经营压力，预计随着我国进一步扩大内需、宏观经济企稳，核心城市零售物业租售情况或进一步修复。

**图9 我国一线城市优质零售物业空置率（单位：%）**      **图10 一线城市优质写字楼空置率（单位：%）**



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

**2023年公司投资、销售均有下滑，但在手资产优质、商业物业协同优势及较高的品牌认知度仍为公司业务开展提供有力支持**

受行业环境低迷影响，跟踪期内公司房地产开发规模、销售规模均延续下滑，短期内业绩仍承压。在此背景下，公司收储策略进一步收缩放缓，投资聚焦于高能级城市，坚持区域深耕战略。公司具备较高的品牌认知度，在手项目主要分布于一二线城市，城市能级较高，区域布局分散，融资渠道通畅，仍具备一定的抗风险能力。

公司拥有丰富的购物中心、酒店、办公楼等物业投资运营经验，自持物业资产优质，管理经营的大悦城品牌的城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力及领先的招商运营能力，2023年大部分投资物业租金收入及出租率均有明显回升。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品房销售及一级土地开发	290.44	78.96%	19.56%	335.02	84.65%	20.40%

投资物业及相关服务	53.93	14.66%	61.24%	43.37	10.96%	52.95%
酒店经营	9.70	2.64%	35.27%	5.54	1.40%	14.21%
管理输出	2.66	0.72%	84.58%	2.27	0.57%	86.64%
物业及其他管理	9.33	2.54%	6.93%	8.78	2.22%	9.78%
其他业务	1.77	0.48%	67.36%	0.81	0.20%	35.71%
<b>合计</b>	<b>367.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.47%</b>	<b>395.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.06%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

**受房地产市场走弱影响，2023年公司销售额延续下降趋势，中短期业绩承压，但公司在售项目主要位于一二线城市，具备一定的区位优势且布局分散，未来业绩仍有一定弹性**

受房地产行业景气度持续降低、公司压降杠杆等因素影响，2023年公司投资节奏放缓，新开工面积较少，但仍维持一定的竣工强度。2023年公司全口径结算金额、结算均价均有小幅增长，主因当期重点结算项目位于北京市、上海市、厦门市、苏州市，一线城市结算规模较大，较上一年度重点结算项目（上海市、北京市、武汉市、苏州市、常州市），单位房价相对较高。营业收入方面，2023年销售型业务实现营业收入290.44亿元，同比下降13.31%，毛利率19.56%，同比下降0.84个百分点。截至2023年末，公司已售待结转商品房面积较大，合同负债余额316.79亿元，合同负债对2023年度收入覆盖倍数较低，需关注待结算资源对营业收入的保障程度。

**表2 公司全口径房地产开发业务主要经营指标**

指标名称	2023年	2022年	2021年
新开工面积（万平方米）	97.62	240.62	405.99
竣工面积（万平方米）	359.04	351.96	447.16
结算面积（万平方米）	287.01	331.99	347
结算金额（亿元）	651.93	615.14	815
结算均价（元/平方米）	22,714.54	18,528.87	23,487.03
合同销售面积（万平方米）	223.01	227.37	287.03
合同销售金额（亿元）	460.55	567.92	727.12
销售均价（元/平方米）	20,651.44	24,977.79	25,333.00

注：全口径项目包含公司并表及全部权益持股项目。

资料来源：公司提供

销售方面，受行业环境变化影响，2023年公司全口径商品房签约销售面积和销售额分别下降1.92%和18.91%，一线城市<sup>1</sup>及二线城市<sup>2</sup>销售额占比分别为23.97%和61.10%。受推盘节奏影响，西安、成都、北京、深圳、苏州等地对销售贡献较大。整体来看，公司项目布局仍以京津冀、长三角、粤港澳大湾区、

<sup>1</sup> 一线城市指北京、上海、广州及深圳。

<sup>2</sup> 二线城市指杭州、南京、苏州、宁波、无锡、福州、厦门、合肥、重庆、成都、武汉、西安、青岛、天津、长沙、南昌、哈尔滨、大连、沈阳、南宁、东莞、佛山、珠海、海口、贵阳、石家庄、郑州、济南、太原、昆明、长春、泉州及其他符合近三年人均国内生产总值超过8万元，且人口超过450万的非一线城市。



成渝、长江中游五大城市群为主，区域布局较为分散，2023年销售分散度较上年有所提升，抵御单一市场波动能力加强。

截至2023年末，公司主要在售项目的待售面积合计794.28万平方米，是当期销售面积的3.56倍，项目储备充沛。待售项目中位于一线城市的项目待售面积占比为8.80%，位于二线城市的项目面积占比为69.33%，主要包括成都、武汉、西安等重点二线城市，区域布局相对分散，各能级城市销售贡献更加多元化，为其后续发展和风险防御奠定了较好的基础。同时，中证鹏元关注到，受地方政策及市场行情影响，部分地区新房销售放缓及价格下行压力明显，公司部分项目去化较慢，2023年公司对武汉航天悦府、济南中粮祥云、南昌大悦城等项目计提存货跌价准备合计36.50亿元，受宏观经济下行与行业政策等因素影响，未来实际销售情况存在不确定性。

**表3 截至 2023 年末公司主要待售项目区域分布情况（单位：万平方米、亿元）**

区域	项目数量	销售面积	销售金额	可售面积	已售面积	待售面积
成都	21	22.55	51.20	314.13	222.16	91.97
南京	13	11.92	29.10	190.87	152.99	37.88
北京	12	11.15	47.53	191.87	168.92	25.84
苏州	10	13.66	36.98	160.91	137.58	23.33
上海	9	1.62	15.53	121.58	116.45	5.14
深圳	9	11.27	43.70	160.45	123.26	37.19
重庆	9	11.08	21.27	131.79	90.32	41.48
沈阳	8	10.59	10.23	176.27	154.47	21.80
武汉	7	11.65	10.21	189.40	88.20	101.20
西安	7	33.46	57.54	155.15	65.73	89.42
天津	6	9.17	16.80	73.14	69.20	3.94
杭州	4	2.12	6.35	44.04	42.13	1.90
嘉兴	4	3.50	5.04	53.62	46.05	7.57
青岛	3	3.87	3.93	43.29	34.04	9.25
三亚	3	5.88	17.34	48.16	31.19	16.96
昆明	2	2.72	2.81	60.35	14.95	45.40
厦门	2	2.76	12.46	21.13	16.76	4.36
张家口	2	10.22	8.54	74.61	24.99	49.61
长沙	2	6.47	4.40	111.90	87.00	24.89
眉山	1	3.05	3.06	78.15	25.29	52.86
南昌	1	4.62	6.36	38.39	18.49	19.90
其他	19	32.15	54.50	326.93	244.56	82.37
<b>合计</b>	<b>154</b>	<b>225.47</b>	<b>464.89</b>	<b>2,766.12</b>	<b>1,974.75</b>	<b>794.28</b>

注：上表中为全口径数据。

资料来源：公司提供

公司收储策略进一步收缩放缓，在建项目规模仍较大，项目储备仍充沛，但项目开发也面临一定



## 的资金压力，同时商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力

2023年，在土地市场遇冷、房地产行业需求不振的背景下，公司土地收储策略进一步收缩，继续向核心一、二线城市集中。2023年公司通过招拍挂方式获取南京市江宁区、西安市国际港务区地块，通过收购方式获取了上海市虹口区地块，全口径新增项目数量3个，新增土地购置总金额为63.34亿元（占当期全口径销售金额的13.75%），土地面积7.65万平方米，计容建筑面积16.80万平方米。2024年1-3月，公司新增获取3个项目，两宗位于西安市浐灞国际港、一宗位于杭州市萧山区，项目计容建筑面积合计33.61万平方米，土地价款合计29.75亿元。

拿地方式方面，为分散风险和降低资金压力，公司主要采用联合拿地策略，2023年权益对价占土地总价款的46.95%。虽然公司新增土储主要位于一二线城市，但考虑到房地产行业需求端未见明显好转趋势，新购置地块项目收益存在一定的不确定性。

**表4 公司新增土地储备情况（全口径）**

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
新增项目数量（个）	3	3	8
新增土地计容建筑面积（万平方米）	33.61	16.80	79.28
新增土地价款（亿元）	29.75	63.34	96.18
楼面均价（万元/平方米）	1.19	3.77	1.21

资料来源：公司 2023 年年度报告、关于 2024 年第一季度新增房地产项目的公告，中证鹏元整理

未来公司计划坚持区域深耕策略，重点布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游五大城市群，重点投资具备良好经济发展基础、人口持续增长、房地产市场发展好的一线、强二线及三四线城市。因公司收储节奏进一步放缓，2023年末公司土地储备剩余可开发计容建筑面积同比降低25.73%至976.49万平方米，土地储备可售货值约1,526亿元（不含一级开发旧改等土储项目），同比降低19.90%，西南区域、华中区域、南京区域、上海大区、北京大区仍是公司土储主要地区。

总体来看，公司土地储备质量较好，主要位于一线及热点二线城市，区域布局相对分散，剩余可开发规模仍能满足未来2-3年的开发需求，为未来项目销售奠定较好基础；但受开发去化节奏影响，公司仍存在部分弱二三线城市项目，西南区域和西北区域剩余可开发计容建筑面积占比被动提升，需要关注区域房地产市场波动情况。

**表5 截至2023年末公司土地储备情况（单位：万平方米）**

区域名称	总占地 面积	计容建筑 面积	计容建筑面 积占比	剩余可开发计 容建筑面积	剩余可开发计容 建筑面积占比
北京大区（含北京、张家口、廊坊、天津）	230.03	473.82	14.36%	89.40	9.15%
上海大区（含上海、嘉兴、南昌、苏州、常州）	222.45	466.71	14.14%	69.90	7.16%
华南大区（含深圳、广州、厦门、佛山、江门、惠州）	78.33	329.77	9.99%	76.17	7.80%

西南区域（含成都、重庆、眉山、昆明）	337.99	650.34	19.71%	273.30	27.99%
东北区域（含沈阳、哈尔滨）	103.06	268.46	8.13%	26.91	2.76%
南京区域（含南京、青岛、烟台、济南）	178.51	364.89	11.06%	124.66	12.77%
华中区域（含武汉、长沙、株洲）	179.36	345.84	10.48%	131.48	13.46%
浙江区域（含杭州、金华、绍兴、宁波、台州）	77.93	173.60	5.26%	40.21	4.12%
西北区域	61.75	167.88	5.09%	126.73	12.98%
海南区域	61.43	57.06	1.73%	17.73	1.82%
香港区域	0.12	2.00	0.06%	0	0.00%
<b>合计</b>	<b>1,530.96</b>	<b>3,300.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>976.49</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目共66个，计容面积1,487.19万平方米，累计竣工面积563.10万平方米，预计总投资2,246.47亿元，累计已投资1,652.24亿元，公司仍面临一定的资金压力。从区域分布看，公司主要在建项目分布在全国24个城市，以二线城市为主，其中成都、南京、昆明、沈阳、重庆等地计划总投资额较大；一线城市中仅北京、深圳在建项目共6个，其中深圳建设规模较大。整体看来，公司在建项目可开发面积有所下降，但规模仍较大，待开发项目储备充足，为公司未来收入提供了较好的保障，但也需关注部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力，同时公司持续加大合作开发力度，项目权益占比偏低，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。未来随着上述项目的顺利实施，在带来商品房销售的同时，也将增加公司可租物业面积，带动租赁收入规模增长，提升公司利润规模。

**公司在商业地产领域仍有较强的品牌优势和运营管理能力，受益于外部环境好转，2023年公司商业地产及产业地产运营收入回升，为公司贡献稳定的现金流和利润**

公司投资物业及相关服务板块主要由子公司大悦城地产负责运营，涵盖购物中心、写字楼、产业园、工业园及配套商业和长租公寓等多种业态，业务模式包括自有物业运营（重资产）和轻资产管理输出，收入主要来源于租金收入、增值服务等。截至2023年末，公司投资性房地产账面价值314.88亿元，主要位于一二线城市，以成本模式计量，资产质量较好。

公司商业项目以“大悦城”“大悦汇”为标准产品线，同时发展“春风里”、“祥云小镇”及其他非标产品。2023年公司实现五个大悦城项目开业，分别位于北京、无锡、广州、成都和天津。截至2023年末，公司商业项目全国布局45个（重资产30个+轻资产15个），在营项目34个（含轻资产和非标准化产品），总商业面积374万平方米，其中包括21个大悦城购物中心（含轻资产），总商业面积约308万平方米，2个大悦汇（轻资产），总商业面积约19万平方米；在建、筹备的项目（含轻资产）11个，总商业面积约120万平方米。租金收取方面，根据租赁客户、租赁位置不同等因素，公司租金收取分为固定租金、业绩抽成及以上两种方式综合确定的三类模式。

受益于外部因素变化，2023年公司购物中心销售额、客流量均出现了较大幅度增长，平均出租率为95%，运营水平较高。总体而言，公司旗下的“大悦城”品牌城市综合体在中国商业地产领域具有很强的品牌影响力，其中以朝阳大悦城、天津南开大悦城为代表的成熟项目基本处于满租状态，新开业的武汉大悦城出租率亦超过90%，公司招商及运营能力处于较高水平。

**表6 截至 2023 年末公司主要的购物中心租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）**

出租项目名称	权益比例	可出租面积	已出租面积	出租率	
				2023年	2022年
北京西单大悦城	30.39%	5.27	5.15	98%	95%
北京朝阳大悦城	27.35%	11.83	11.49	97%	99%
北京京西大悦城（一期）	11.92%	4.27	4.15	97%	--
北京祥云小镇	51.00%	7.55	7.33	97%	94%
北京丰台大悦春风里	25.00%	2.74	2.12	77%	92%
北京大兴大悦春风里	29.80%	5.13	4.41	86%	72%
天津南开大悦城	30.39%	8.83	8.57	97%	97%
沈阳大悦城（含沈阳大悦城 E 馆）	59.59%	13.28	12.95	98%	91%
上海静安大悦城	30.39%	6.74	6.43	95%	91%
上海长风大悦城	21.67%	5.68	5.51	97%	87%
成都大悦城	59.59%	9.09	8.91	98%	95%
天府大悦城	59.59%	7.57	7.21	95%	--
重庆大悦城	59.59%	6.94	6.25	90%	81%
武汉大悦城	30.39%	6.94	6.70	97%	91%
烟台大悦城	30.39%	7.67	7.47	97%	89%
青岛即墨大悦春风里	59.59%	2.45	1.89	77%	--
杭州大悦城	32.77%	7.57	7.38	97%	95%
苏州大悦城	29.85%	9.10	8.93	98%	94%
西安大悦城	17.33%	6.18	5.99	97%	93%
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>134.83</b>	<b>128.85</b>	<b>95.56%</b>	<b>-</b>

注：（1）部分数据因四舍五入尾差存在出入；（2）北京京西大悦城、成都天府大悦城项目于 2023 年开业。

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司出售了北京中粮置地广场<sup>3</sup>，期末自持写字楼项目由5个下降至4个，另外通过管理输出运营管理北京汇京双子座、北京中糖大厦、北京中邮保险玖安广场（原中粮置地广场）、天津津投广场等项目。公司具备一定的产业资源和管理经营，运营的写字楼维持较高出租率，轻资产项目北京汇京双子座获“2023中国城市更新优秀案例之十大资产跃升奖”。

公司产业园位于深圳市、北京市，2023年末公司在深圳运营产业园项目11个，整体平均出租率

<sup>3</sup> 2023年11月公司出售北京昆庭资产管理有限公司（以下简称“北京昆庭”）100%股权以及债权，整体成交价格42.56亿元，其中股权部分对价34.49亿元，债权部分对价8.07亿元，该笔交易实现投资收益22.90亿元。北京昆庭主要资产为写字楼北京中粮置地广场。

98.1%，其中自有产业园建筑面积约95万平方米（宝安新安片区建筑面积约28万平方米、福海片区建筑面积约67万平方米）。北京自有产业园一个，为中粮健康科技园，位于北京市房山区，目前尚处于产业培育阶段；2023年在北京获取1个轻资产管理项目中粮·达瑞兴生命健康产业园，建筑面积约13万平方米。

**表7 截至 2023 年末公司写字楼、产业地产等物业租赁业务经营情况（单位：万平方米、亿元）**

类别	项目名称	权益比例	可租面积	已租面积	平均出租率	
					2023年	2022年
写字楼	北京中粮广场	30.39%	10.12	9.18	91%	90%
	香港中粮大厦	59.59%	1.57	1.32	84%	78%
	北京西单大悦中心	30.39%	1.34	1.14	85%	85%
	深圳宝安中粮大厦	100.00%	2.43	2.17	90%	93%
产业园、工业园及配套商业	中粮创芯研发中心、中粮 031 创意园、中粮智造科技园、67 区中粮商务公园等	-	108.76	107.05	98%	99%
	中粮健康科技园	100.00%	19.10	9.56	50%	50%
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>143.32</b>	<b>130.42</b>		

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

受宏观政策利好、旅游市场复苏等多重因素影响，2023年公司酒店及长租公寓业务全年收入及利润创下历史最高。公司旗下北京华尔道夫酒店、三亚美高梅度假酒店、三亚亚龙湾瑞吉度假酒店等酒店获得多项行业奖项，市场知名度进一步提升。

公司可出租物业还包括酒店与长租公寓等。2023年公司在北京、三亚共持有运营酒店5家，出租率在46%-91%不等，较上年度有所提升。长租公寓主要布局在北京、深圳，截至2023年末大悦乐邑品牌长租公寓（含未开业项目）共运营10家门店，除大悦乐邑（中粮健康科技园店）出租率为75%以外，其余长租公寓出租率在95%-100%不等。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司以11.96亿元的现金对价取得上海耀耀禄建设发展有限公司100%的股权，该公司主要资产为上海虹口区北外滩未开发地块；11月转让北京昆庭、上海鹏利置业发展有限公司（以下简称“上海鹏利”）股权，此外另有新设、注销数家子公司。截至2023年末，公司合并范围的子公司合计288户（含结构化主体2户），其中一级子公司共38户，具体见附录四。

**表8 2023年公司重大资产处置情况（单位：亿元）**

交易标的	交易对手方	交易价格	实现投资收益
北京昆庭	中邮人寿保险股份有限公司	34.49	22.90
上海鹏利	上海邕鹏实业有限公司	41.42	33.85
<b>合计</b>		<b>75.91</b>	<b>56.75</b>

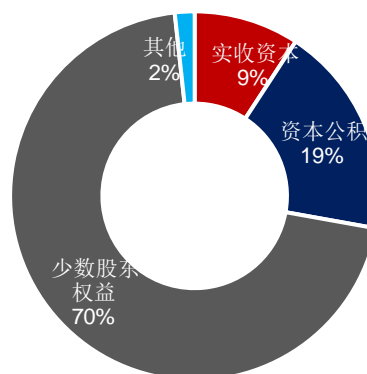
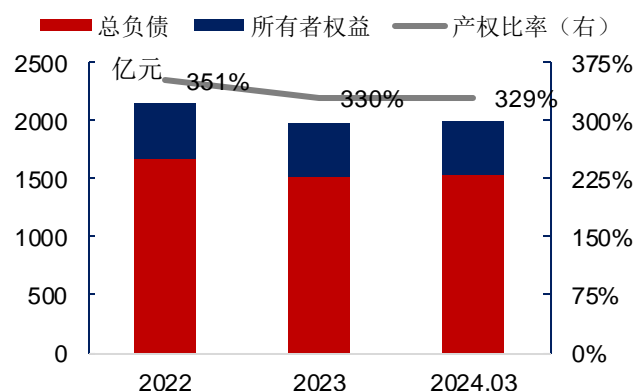
注：北京昆庭主要资产为北京中粮置地广场，上海鹏利的资产主要为公寓中粮海景壹号5号楼、6号楼、7号楼。

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

## 资本实力与资产质量

受房地产行业调整影响，2023年公司资产规模仍有下降，仍以房地产项目和自持物业为主，需关注存货跌价及应收款项回收风险

随着房地产行业深度调整，2023年公司归属于母公司所有者的净利润仍呈亏损状态，期末所有者权益规模同比下降2.97%至460.95亿元，其中少数股东权益322.52亿元，占比69.97%。2023年公司压降融资规模，产权比率降低至329%，但所有者权益对总负债的保障程度仍很弱。

**图11 公司资本结构**
**图12 2024年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受债务压降、地产行业深度调整等多重因素影响，2023年公司总资产仍在减少，截至2024年3月末，公司总资产1,995.65亿元。

随着公司偿还有息债务及关联方借款，2023年末公司货币资金余额小幅降低，其中使用权受限的货币资金合计10.12亿元，主要为法院冻结资金及履约保证金。

公司其他应收款主要是公司与项目合作单位的往来款、保证金及押金，2023年往来款余额有所降低，同时计提坏账准备增加，期末其他应收款账面价值降低至168.46亿元。2023年末其他应收款前五大应收对象包括昆明螺蛳湾国悦置地有限公司（以下简称“昆明国悦”）、深圳中益长昌投资有限公司、重庆葆悦房地产开发有限公司、深圳汇金壹号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇金壹号”）、北京



新润致远房地产开发有限公司，均为公司联营或合营企业，账龄主要为3-5年。截至2024年5月22日，昆明国悦、汇金壹号存在被执行记录，2023年末公司对上述两家企业应收款项余额为35.59亿元，在房地产行业景气度不佳情况下，款项回收进度存在不确定性。

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括在建开发成本、完工开发产品和出租开发产品等，2023年末账面价值分别为661.29亿元、254.04亿元和3.93亿元。存货规模延续下降，受项目销售降低影响，仍有一定的去化压力。从账面价值看，2023年末开发产品共80个，其中义乌桂语兰庭、深圳福田大悦中心、深圳宝安25区账面价值较高；开发成本共52项，预计总投资1,895.15亿元，年末余额696.80亿元，其中南京天悦锦麟、深圳宝安25区、上海北外滩116项目投入成本较高。坏账准备方面，受房地产市场持续下行影响，2023年末公司存货跌价准备计提59.72亿元，较上年末增长67.28%，未来需持续关注项目的存货跌价风险。截至2023年末，公司存货中账面价值196.33亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的比重为21.35%。

长期股权投资主要为公司合作开发模式项目产生的对合营及联营企业的投资，采取权益法计量，2022-2023年公司权益法下的长期股权投资损益分别为-21.69亿元、-12.63亿元。投资性房地产主要为大悦城地产持有的大悦城购物中心及写字楼等投资物业、土地使用权等，以成本模式计量，2023年末账面价值为314.88亿元，较上年末有所降低，主因处置子公司减少房屋、建筑物账面余额27.19亿元。公司持有项目地理位置优越、资产质量良好，期末已用于借款抵押的部分账面价值合计135.90亿元。固定资产主要为公司日常经营所需的房屋建筑物、机器设备、运输设备等，因折旧账面价值有所降低，其中20.34亿元用于借款抵押。

总体来看，受房地产市场波动影响，近年来公司资产总额有所降低，以在建、拟建、在售房地产项目以及投资性房地产为主。截至2023年末，使用权受限的资产账面价值合计397.17亿元，主要为借款抵押受限的存货、投资性房地产、固定资产、无形资产、长期股权投资，受限资产占总资产比重为20.05%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	289.39	14.50%	300.85	15.19%	365.30	17.04%
其他应收款	172.71	8.65%	168.46	8.51%	196.74	9.17%
存货	923.67	46.28%	919.41	46.42%	957.05	44.63%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,454.81</b>	<b>72.90%</b>	<b>1,449.76</b>	<b>73.20%</b>	<b>1,577.07</b>	<b>73.55%</b>
长期股权投资	137.89	6.91%	128.77	6.50%	140.44	6.55%
投资性房地产	314.61	15.76%	314.88	15.90%	338.13	15.77%
固定资产	32.48	1.63%	33.01	1.67%	35.20	1.64%
<b>非流动资产合计</b>	<b>540.84</b>	<b>27.10%</b>	<b>530.85</b>	<b>26.80%</b>	<b>567.25</b>	<b>26.45%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,995.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,980.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,144.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理



## 盈利能力

公司通过资产处置实现扭亏为盈，但在资产跌价、业绩承压背景下，盈利能力未见显著改善，需持续关注房地产市场变化及公司销售情况

公司主营业务包括商品房销售、投资物业租赁、酒店经营、资产管理及物业服务等，2023年公司营业收入规模同比减少7.06%。商品房销售及一级土地开发收入系公司最主要的收入来源，受结算规模降低和结算项目变动影响，2023年收入同比下降13.31%，考虑到房地产市场仍在探底，销售持续降低，短期内收入仍将承压。随着消费市场及商业客流平稳恢复，投资物业及相关服务收入、酒店经营收入均有所增长。物业及其他、管理输出包括公司物业管理收入、购物中心/写字楼管理输出取得的管理费收入及品牌使用费等。随着交付商品房和物业服务对象范围增加，公司物业管理面积随之增加，叠加轻资产管理项目增多，2023年公司物业及其他、管理输出收入较为稳定。

毛利率方面，2023年公司毛利率小幅增长，主因收入结构调整，投资物业及相关服务、酒店经营等业务修复带来的毛利率提升。期间费用方面，2023年公司期间费用合计54.16亿元，其中管理费用、财务费用同比分别增长9.81%和16.25%，主因已完工未清盘项目数量增加，项目管理成本持续发生，其贷款利息亦无法资本化，控费能力有待改善。

2023年公司处置长期股权投资实现收益56.75亿元，权益法核算的长期股权投资收益较上年减亏10.81亿元，但期间费用、坏账损失及跌价准备有所增长。综合影响下，2023年公司净利润转正，但归属于母公司所有者净利润仍为负值，且主要依赖资产处置提升利润水平，盈利能力有待提升。

**表10 公司利润表主要数据（单位：亿元）**

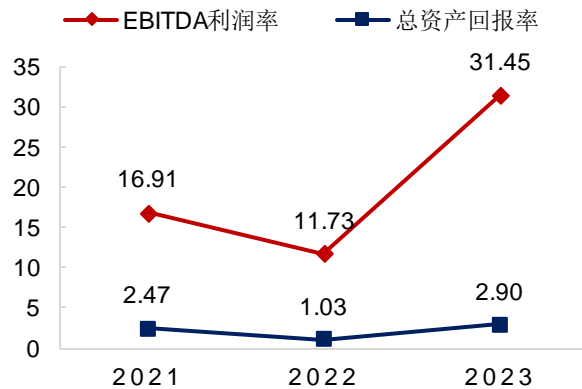
科目明细	2023年	2022年	变化
毛利润	97.36	95.22	2.14
期间费用	54.16	49.53	4.63
权益法核算的长期股权投资收益	-10.87	-21.69	10.81
处置长期股权投资产生的投资收益	56.75	0.10	56.65
其他应收款坏账损失	-7.66	0.06	-7.72
存货跌价损失	-35.98	-15.27	-20.71

注：亏损、损失以负值列示。

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

2024年1-3月，公司实现营业收入38.67亿元，同比下滑36.45%，销售毛利率40.95%，同比提高10.66个百分点。

整体而言，2023年资产处置有效改善公司利润表现，但业绩仍承压，盈利能力未见显著改善；房地产市场仍在探底，需关注房地产市场变化及公司销售情况。

**图 13 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

### 公司债务规模较大且有所扩张，杠杆水平仍偏高，面临一定的债务偿还压力

经营性债务方面，公司应付账款主要系应付工程款、土地款及保证金、销售佣金；合同负债主要包括预收售房款、物业服务费及酒店房费等，实际偿付压力可控。其他应付款主要为与相关单位往来款、诚意金、保证金及押金等，2023年归还中粮集团及其关联方、合营公司借款，其他应付款同比减少44.70%。

2023年公司压降债务，期末总债务规模下降，但短期债务占比有所提升。从融资方式上看，银行贷款仍是公司最重要的融资方式，债券受发行节奏影响规模波动，资产支持专项计划融资规模较为稳定。截至2023年末，公司短期借款随着还款节奏影响下降；长期借款规模563.30亿元（其中一年内到期长期借款158.27亿元），主要为保证借款和信用借款，利率区间为2.35%-6.91%。公司应付债券包括公司内部发行的中期票据及控股子公司中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”）发行的公司债券等，公司长期应付款主要系购房尾款ABS及沈阳大悦城CMBS，规模较为稳定。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.04	1.31%	9.60	0.63%	38.11	2.28%
应付账款	132.39	8.65%	159.81	10.52%	156.90	9.40%
合同负债	344.21	22.48%	316.79	20.85%	304.54	18.24%
其他应付款	185.20	12.10%	187.72	12.35%	339.49	20.34%
一年内到期的非流动负债	220.71	14.42%	205.89	13.55%	121.14	7.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>970.79</b>	<b>63.41%</b>	<b>957.85</b>	<b>63.03%</b>	<b>1,036.18</b>	<b>62.07%</b>
长期借款	390.02	25.47%	405.03	26.65%	474.21	28.41%

应付债券	113.46	7.41%	102.48	6.74%	114.69	6.87%
长期应付款	17.14	1.12%	17.14	1.13%	17.48	1.05%
<b>非流动负债合计</b>	<b>560.22</b>	<b>36.59%</b>	<b>561.81</b>	<b>36.97%</b>	<b>633.10</b>	<b>37.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,531.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,519.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,669.28</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	<b>760.20</b>	<b>49.65%</b>	<b>738.95</b>	<b>48.63%</b>	<b>764.23</b>	<b>45.78%</b>
其中：短期债务	239.59	15.65%	214.30	14.10%	157.85	9.46%
长期债务	520.61	34.00%	524.65	34.52%	606.38	36.33%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司投资物业业务回暖，经营回款情况好转，叠加拿地及项目投入力度降低，经营活动现金净流入106.42亿元；同期公司处置商业物业资产实现资金回收，投资活动现金净流入64.45亿元；筹资活动方面，2023年公司压降债务，并加大关联方借款偿还力度，筹资活动现金流为大额净流出态势。

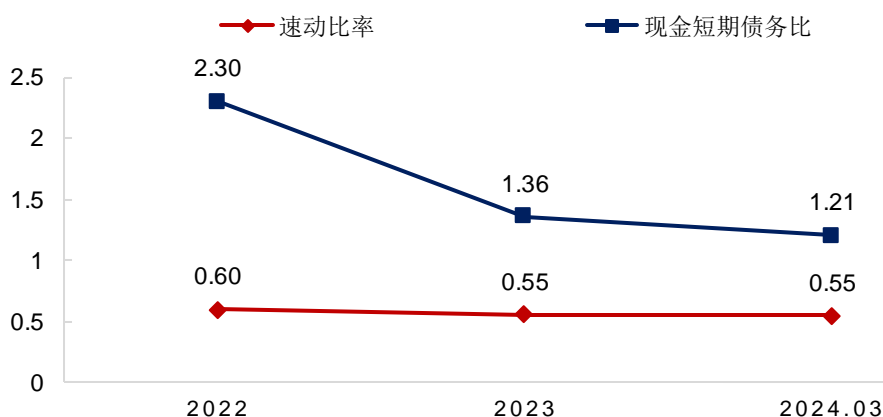
偿债能力指标方面，因公司压降债务现金流出，期末现金类资产有所降低，同期末所有者权益因亏损下降，虽然剔除预收款项的资产负债率下降，但净负债率、现金短期债务比指标表现不佳。考虑到公司的业务情况，中证鹏元采用OCF/净债务指标衡量公司杠杆情况，受益于2023年经营活动现金净流入，2023年OCF对净债务覆盖程度提升。

整体来看，公司债务规模较大，整体负债经营水平偏高，受房地产行业深度调整影响，公司偿债能力指标仍需改善，考虑到后续债务偿还和项目开发建设使得公司融资需求持续增长，未来公司仍面临一定的债务偿还压力。截至2023年末，公司尚未使用的银行授信额度1,279.52亿元，授信额度较为充足；另外作为A股上市公司，公司直接融资渠道通畅，且控股股东中粮集团必要时可在融资方面给予公司一定的支持，公司具备较好的财务弹性。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
剔除预收款项的资产负债率	71.81%	72.24%	74.13%
净负债率	101.62%	99.21%	86.53%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18
总债务/总资本	62.06%	61.58%	61.67%
OCF/净债务	-3.03%	23.27%	6.59%
自由现金流/净债务	-4.22%	19.36%	2.77%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图14 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营及信用水平基本无负面影响，但需关注下属子公司众多可能带来的管理压力、合联营企业众多可能带来的相关诉讼纠纷

#### 环境因素

根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司不存在因环境问题受到重大行政处罚的情况。公司作为大型房地产开发企业，下属子公司众多，随着国家环保政策趋严，如公司本部及子公司未能及时适应相关环保要求，将面临环保处罚风险。

#### 社会因素

2015 年，汇金壹号与中粮地产集团深圳房地产开发有限公司（以下简称“深圳公司”）合作开发深圳市龙岗区龙城街道办事处爱联社区 A1 区地块项目。汇金壹号以 4.42 亿元向深圳市锦峰城房地产开发有限公司（以下简称“锦峰城公司”）进行增资，取得项目公司 49% 的股权，深圳公司持有项目公司其余 51% 股权。2022 年 7 月，汇金壹号因股权退出定价纠纷起诉公司、深圳公司及锦峰城公司，诉请三位被告配合汇金壹号退出锦峰城公司，并支付包括股权回购款、资金占用费和利息损失、保函开具费并承担全部诉讼费用，涉案金额 21.37 亿元。截至 2023 年 9 月，该案件以汇金壹号撤诉结案。同期，锦峰城公司起诉要求汇金壹号返还其按股权比例向锦峰城公司调用的 8 亿元资金及相关利息，2023 年 7 月该案件二审结案，公司胜诉，截至 2024 年 3 月末，仍处于执行阶段。

总的来说，公司合联营企业较多，投资规模较大，在房地产行业持续下行阶段，需关注合联营企业可能带来的诉讼纠纷。

### 公司治理

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较大，系正常人事变动，对公司经营无重大影响。2024年4月，公司组织架构进行了调整，原组织架构为“10个区域公司+4个城市公司+4个事业部”，现整合为“7个区域公司+4个城市公司+1个事业部”，原东北区域公司相关业务调整至北方大区公司负责管理；浙江区域公司相关业务调整至华东大区公司负责管理；长沙地区相关业务调整至华南大区公司负责管理、武汉地区相关业务调整至西南大区公司负责管理。同时，上述被调整的区域公司仍保留城市公司或事业部建制，确保项目交付等工作顺利开展，但组织机构得到精简。本次调整重点集中在优势地区，部分区域划归资源更集中的大区管理。

**表13 2023年公司董事、监事、高级管理人员变动情况**

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
姚长林	总经理	聘任	2023-12-11	
黄艳霞	监事会主席	被选举	2023-8-14	
吴国防	职工监事	被选举	2023-2-8	
郭锋锐	董事会秘书	聘任	2023-11-10	
曹荣根	董事、总经理	离任	2023-12-11	年龄原因
石勃	监事会主席	任期满离任	2023-8-14	任期满离任
吕京倩	职工监事	离任	2023-2-8	工作变动原因
李晋扬	总建筑师	任期满离任	2023-8-14	任期满离任
宋冰心	总法律顾问、董事会秘书	任期满离任	2023-8-14	任期满离任
曹洪	资深技术专家	任期满离任	2023-8-14	任期满离任

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### （三）或有事项分析

近年来公司合作开发项目增多，公司对参股及合作开发公司的担保金额有所增加。截至2023年末，公司对合营联营企业实际担保金额合计101.59亿元，其中未设置反担保措施的担保金额44.61亿元，担保规模有所扩大。根据公司2024年6月14日发布的公告，公司在50%的股权范围内为佛山市新纪元置业有限公司（以下简称“佛山新纪元”）代偿4.6亿元本金及对应利息，公司已提起追偿权诉讼。中证鹏元关注到，近年来对联营合营企业投资持续亏损，公司对关联房企的担保规模较大，若被担保方财务状况不佳，公司可能面临一定的代偿风险。

**表14 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

担保对象名称	实际发生日期	实际担保金额	反担保情况	担保期
佛山市新纪元置业有限公司	2019.5.21	6.00	有	18年
北京恒合悦兴置业有限公司	2020.6.9	17.15	有	6年
江门侨新置业有限公司	2020.7.3	3.00	无	5年
昆明螺蛳湾国悦置地有限公司	2020.7.30	3.00	有	6年
固安裕坤房地产开发有限公司	2020.11.4	3.92	有	6年
苏州金悦璨房地产开发有限公司	2021.6.30	1.99	有	6年
北京金色时枫房地产开发有限公司	2021.7.9	8.65	有	16年
沈阳和慧房地产开发有限公司	2021.7.13	3.92	有	7年
苏州吴江锐泽置业有限公司	2022.1.26	2.40	有	8年
南京联锦悦房地产开发有限公司	2022.3.17	1.88	无	6年
北京悦恒置业有限公司	2022.4.18	9.95	有	6年
青岛东耀房地产开发有限公司	2022.6.29	1.96	无	5年
深圳中益长昌投资有限公司	2022.11.29	6.00	无	7年
佛山市淦盈置业有限公司	2022.12.14	1.50	无	5年
武汉地悦小镇房地产开发有限公司	2023.3.11	1.93	无	3.5年
北京新润致远房地产开发有限公司	2023.3.27	5.00	无	7.5年
北京恒合悦兴置业有限公司	2023.6.14	17.15	无	23年
佛山市淦盈置业有限公司	2023.6.30	1.50	无	4.5年
<b>合计</b>	-	<b>101.59</b>	-	-

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

此外，公司按房地产经营惯例为商品房承购人就按揭贷款债务提供阶段性连带责任保证担保，保证期间从借款合同签订之日起至借款人（购房人）办妥以商业银行为抵押权人的正式抵押手续并向商业银行交付他项权证之日止。截至2023年末，公司承担阶段性担保尚未结清的金额为125.56亿元。

## 八、外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至2024年3月末，中粮集团及其全资子公司明毅有限公司合计持有公司69.28%股权。中粮集团作为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，资本实力雄厚，且在行业地位、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具有显著优势。

中证鹏元认为公司对中粮集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）中粮集团是国资委首批确定的16家以房地产为主业的中央企业之一，公司业务范围覆盖商业、



住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域，是中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，业务重要性很高。

(2) 公司在资产及利润方面对中粮集团的贡献较大。2023年中粮集团实现营业收入6726.65亿元、利润总额211.71亿元，同期公司营业收入和利润总额分别占中粮集团的比重为5.47%、14.65%，公司经营的房地产开发经营业务有效提升中粮集团收入及利润水平。截至2023年末，中粮集团总资产规模为7,306.54亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达27.11%。

(3) 公司为中粮集团旗下综合地产开发业务经营主体，亦为中粮集团旗下重要的境内债券发行主体，公司违约会对中粮集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

## 九、结论

公司作为中粮集团旗下综合地产开发平台，旗下“大悦城”品牌在国内商业地产领域具有很强的品牌影响力。尽管2023年公司开发业务规模有所下降，短期偿债能力指标有所下滑，但考虑到公司2023年资产处置带来一定的资金流入，房地产开发储备项目资源丰富，区域布局较好；公司投资持有的购物中心、写字楼等地理位置优越、运营情况良好，可为公司提供相对稳定的现金流入；公司股东实力雄厚，公司融资渠道仍较为通畅，整体抗风险能力很强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“20大悦01”信用等级为AAA。

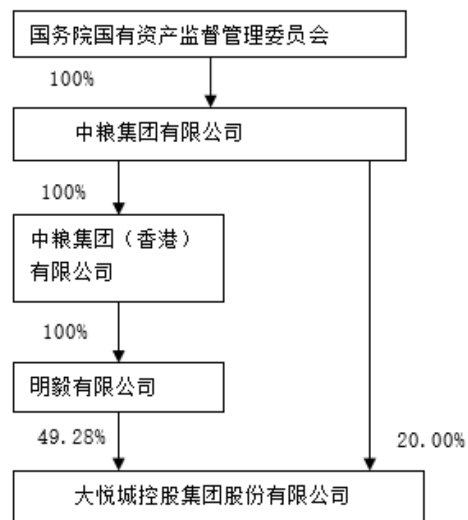
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	289.39	300.85	365.30	248.86
其他应收款	172.71	168.46	196.74	243.10
存货	923.67	919.41	957.05	1,020.03
流动资产合计	1,454.81	1,449.76	1,577.07	1,575.62
长期股权投资	137.89	128.77	140.44	140.39
投资性房地产	314.61	314.88	338.13	319.10
非流动资产合计	540.84	530.85	567.25	551.65
资产总计	1,995.65	1,980.61	2,144.32	2,127.27
短期借款	20.04	9.60	38.11	34.50
应付账款	132.39	159.81	156.90	147.22
合同负债	344.21	316.79	304.54	369.36
其他应付款	185.20	187.72	339.49	234.52
一年内到期的非流动负债	220.71	205.89	121.14	139.47
流动负债合计	970.79	957.85	1,036.18	1,033.03
长期借款	390.02	405.03	474.21	429.79
应付债券	113.46	102.48	114.69	78.77
长期应付款	17.14	17.14	17.48	36.73
非流动负债合计	560.22	561.81	633.10	573.33
负债合计	1,531.01	1,519.66	1,669.28	1,606.36
总债务	760.20	738.95	764.23	717.98
所有者权益	464.65	460.95	475.04	520.91
营业收入	38.67	367.83	395.79	426.14
净利润	1.83	1.21	-22.23	7.67
经营活动产生的现金流量净额	-14.33	106.42	27.10	-84.64
投资活动产生的现金流量净额	-13.01	64.45	-2.61	-54.96
筹资活动产生的现金流量净额	13.62	-243.29	91.39	72.63
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	40.95%	26.47%	24.06%	27.44%
EBITDA 利润率	--	31.45%	11.73%	16.91%
总资产回报率	--	2.90%	1.03%	2.47%
产权比率	329.50%	329.68%	351.40%	308.37%
剔除预收款项的资产负债率	71.81%	72.24%	74.13%	70.31%
净负债率	101.62%	99.21%	86.53%	92.47%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.84	1.18	1.91
总债务/总资本	62.06%	61.58%	61.67%	57.95%
OCF/净债务	-3.03%	23.27%	6.59%	-17.57%
经营活动现金流/净债务	-3.03%	23.27%	6.59%	-17.57%

自由现金流/净债务	-4.22%	19.36%	2.77%	-23.56%
速动比率	0.55	0.55	0.60	0.54
现金短期债务比	1.21	1.36	2.30	1.43

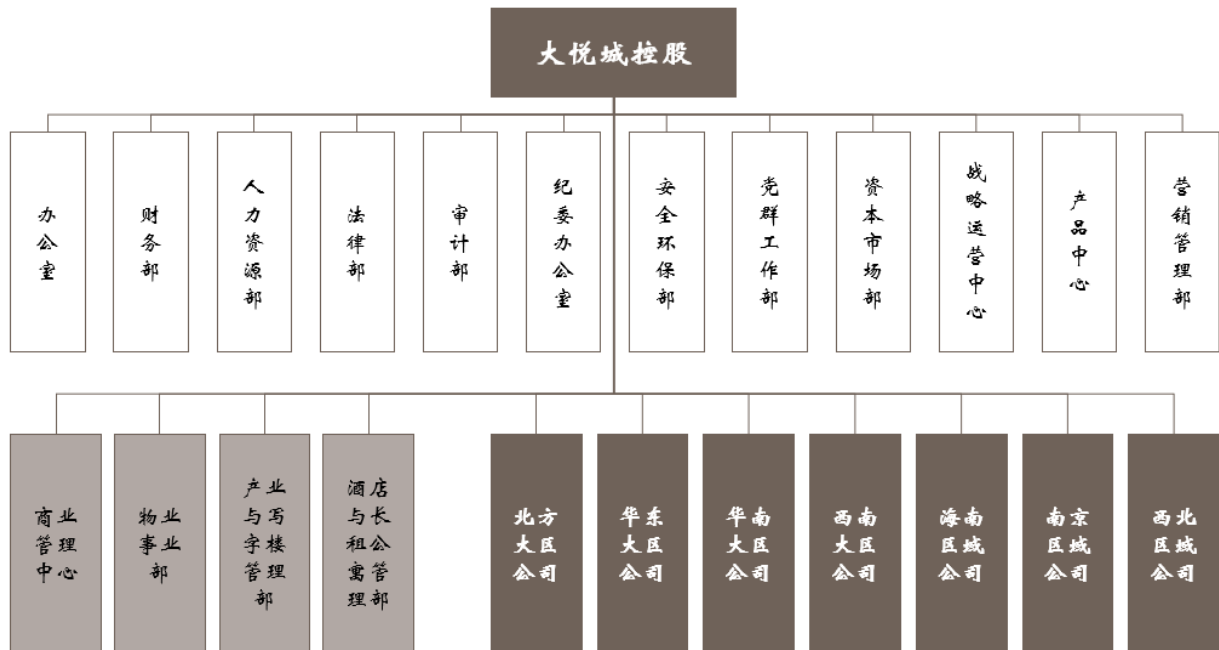
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权架构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 公司合并报表范围的一级子公司情况（截至 2023 年末）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
中粮地产集团深圳工人服务有限公司	工业地产租赁	90.09	9.91	设立
深圳市宝安三联有限公司	工业地产租赁	77.54	0	设立
深圳市宝安福安实业有限公司	工业地产租赁	56.52	0	设立
华高置业有限公司	商业贸易及投资	100	0	设立
大悦城控股集团物业服务有限公司	物业管理	100	0	设立
中粮地产集团深圳房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产发展（深圳）有限公司	房地产开发	100	0	设立
长沙中粮地产投资有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团（成都）有限公司	房地产开发	100	0	设立
成都天泉置业有限责任公司	房地产开发	100	0	同一控制下企业合并
大悦城控股集团南京有限公司	房地产开发	100	0	设立
苏源集团江苏房地产开发有限公司	房地产开发	90	0	同一控制下企业合并
杭州易筑房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团（浙江）有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（上海）有限公司	房地产开发	100	0	设立
上海加来房地产开发有限公司	房地产开发	51	0	同一控制下企业合并
中粮地产（北京）有限公司	房地产开发	100	0	设立
天津粮滨投资有限公司	房地产开发	90	0	设立
中耀房地产开发（沈阳）有限公司	房地产开发	65	0	设立
大悦城控股集团苏南有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（天津）有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮房地产开发（杭州）有限公司	房地产开发	100	0	设立
烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	同一控制下企业合并
中粮天悦地产（苏州）有限公司	房地产开发	100	0	设立
太仓悦祥房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
中粮地产（武汉）有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城控股集团东北有限公司	房地产开发	100	0	设立
沈阳和悦投资有限公司	房地产开发	51	0	设立
大悦城控股集团西北有限公司	房地产开发	100	0	设立
西安悦鼎房地产开发有限公司	房地产开发	100	0	设立
大悦城地产有限公司	商业开发、管理	59.59	0	同一控制下企业合并
深圳市创智产业运营管理有限公司	商务服务业	100	0	设立
西安国际陆港文盛置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文汇置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并
西安国际陆港文兴置业有限公司	房地产建设开发	70	0	非同一控制下企业合并



大悦城控股集团（海南）有限公司	商业综合体管理服务	100	0	设立
大悦城产业管理（天津）有限公司	商务服务业	100	0	设立
深圳市创芯产业管理有限公司	房地产咨询	100	0	设立

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净负债率	净负债/所有者权益

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

#### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。