



中粮置业投资有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0732 号

声明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	中粮置业投资有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 中粮置业 MTN001”、“22 中粮置业 MTN001”、“19 中粮 01”、“19 中粮 02”、“20 中粮 02”、“22 中粮 01”、“22 中粮 02”、“23 中粮 01”	AAA
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中粮置业投资有限公司（以下简称“中粮置业”或“公司”）股东背景雄厚且对公司支持力度较强、公司持有物业组合具有显著的区域市场地位和品牌优势、运营管理能力保持较好水平、财务杠杆及偿债指标有所优化等方面的优势。同时，中诚信国际关注到上海静安大悦城运营情况可能对其经营及整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	<p>中诚信国际认为，中粮置业投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：股东背景或支持力度发生明显不利变化，购物中心客流量或租金超预期下降，公司盈利能力大幅下滑，财务杠杆快速上升，经营获现能力对债务本息的保障显著减弱。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司最终控股股东中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）是大型中央企业，间接控股股东大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：HK00207）为中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台，公司作为大悦城地产境内最主要投资运营平台可获得一定股东支持 ■ 公司持有物业组合保持极强的品牌及区域优势，运营管理维持较好水平 ■ 财务杠杆下降，偿债指标优化 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 上海静安大悦城单位租金水平及出租率的持续提升情况。 		

项目负责人：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中粮置业（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	399.09	408.00	377.61	371.23
所有者权益合计（亿元）	240.74	244.85	250.16	252.46
负债合计（亿元）	158.36	163.16	127.45	118.78
总债务（亿元）	86.39	81.77	58.00	48.99
营业总收入（亿元）	21.55	27.66	80.46	6.14
净利润（亿元）	7.73	10.30	7.87	2.94
EBIT（亿元）	14.50	17.03	14.44	--
EBITDA（亿元）	14.95	17.45	14.84	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	23.32	15.69	32.67	7.54
营业毛利率（%）	91.11	82.64	25.82	92.79
总资产收益率（%）	3.63	4.22	3.68	--
EBIT 利润率（%）	67.27	61.59	17.95	--
资产负债率（%）	39.68	39.99	33.75	32.00
总资本化比率（%）	26.41	25.04	18.82	16.25
总债务/EBITDA（X）	5.78	4.69	3.91	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.27	2.89	3.89	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.10	0.17	0.62*

注：1、中诚信国际根据中粮置业提供的经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及公司提供未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款中的带息债务。

评级历史关键信息

中粮置业投资有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 中粮置业 MTN001（AAA）	2022/11/23	吴艳名、李佳荫	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2022_03	阅读全文
AAA/稳定	20 中粮置业 MTN001（AAA）	2022/06/27	吴艳名、李佳荫	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 中粮置业 MTN001（AAA）	2020/05/27	王超凡、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2019_02	阅读全文

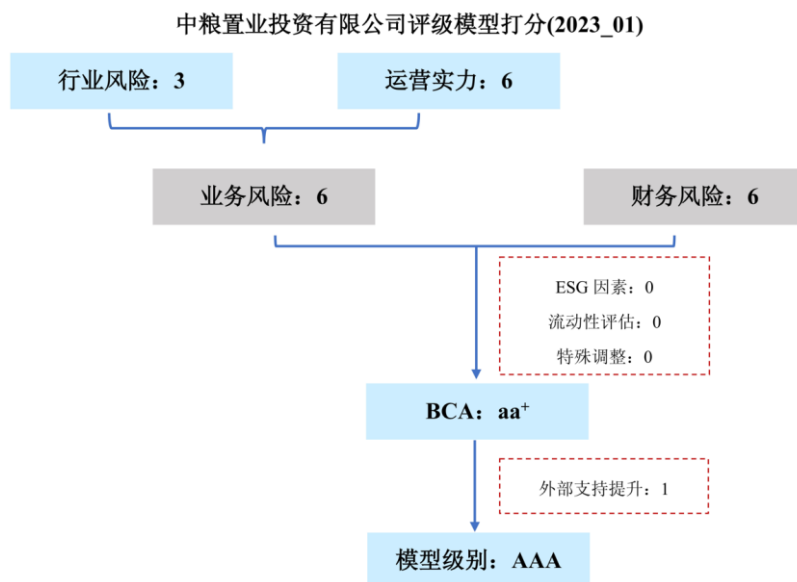
注：中诚信国际口径

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 中粮置业 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	15.00	15.00	起息日 2020/11/06 (3+N)	公司续期选择权，票面利率选择权，赎回
22 中粮置业 MTN001	AAA	AAA	2022/11/23	15.00	15.00	起息日 2022/12/29 (2+N)	公司续期选择权，票面利率选择权，赎回
19 中粮 01	AAA	AAA	2022/06/27	16.60	1.6895	2019/1/9~2025/1/9 (3+3)	回售、票面利率选择权
19 中粮 02	AAA	AAA	2022/06/27	7.00	7.00	2019/1/9~2026/1/9 (5+2)	回售、票面利率选择权
20 中粮 02	AAA	AAA	2022/06/27	6.00	6.00	2020/3/27~2025/3/27	--

22 中粮 01	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2022/1/19~2027/1/19 (3+2)	回售、票面利率选择权
22 中粮 02	AAA	AAA	2022/06/27	5.00	5.00	2022/1/19~2029/1/19 (5+2)	回售、票面利率选择权
23 中粮 01	AAA	AAA	2023/04/12	10.00	10.00	2023/4/17~2028/4/17 (3+2)	回售、票面利率选择权

评级模型



方法论

中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2022_03

■ 业务风险:

中粮置业属于持有型物业行业，持有型物业行业风险评估为中等；中粮置业自持物业区位优势，品牌知名度极高，运营管理能力和品牌效应强，具有一定的规模优势，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

中粮置业资产盈利能力较强，杠杆水平很低，经营获现能力较好，随债务规模下降整体偿债指标优化，经营获现能力对债务覆盖程度较好，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中粮置业个体基础信用等级无影响，中粮置业具有 aa+ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

公司最终控股股东中粮集团是大型中央企业，间接控股股东大悦城地产是中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台；公司作为大悦城地产境内最主要投资运营平台，具有重要的定位，可获得一定股东支持，受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

中粮置业投资有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）分为两个品种（品种一债券简称“19 中粮 01”、债券代码“155123”；品种二债券简称“19 中粮 02”、债券代码“155124”），品种一 6 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于 2019 年 1 月 9 日起息，品种一发行规模 16.6 亿元，票面利率 3.94%；品种二发行规模 7 亿元，票面利率 4.10%。截至 2022 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

中粮置业投资有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）债券简称“20 中粮 02”、债券代码“149073”，发行期限为 5 年期，于 2020 年 3 月 27 日起息，发行规模 6 亿元，票面利率 3.60%。截至 2022 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

中粮置业投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）分为两个品种（品种一债券简称“22 中粮 01”、债券代码“149782”；品种二债券简称“22 中粮 02”、债券代码“149783”），品种一 5 年期；品种二 7 年期。本期债券于 2022 年 1 月 19 日起息，品种一发行规模 10 亿元，票面利率 3.08%；品种二发行规模 5 亿元，票面利率 3.49%。截至 2022 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

中粮置业投资有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）债券简称“23 中粮 01”，债券代码“148228”，于 2023 年 4 月 17 日起息，发行规模 10 亿元，期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 3.34%，截至 2022 年末，本期债券已按照募集说明书上列明的用途使用 9 亿元，未使用金额 1 亿元。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来商业地产投资规模整体放缓，供需两端均缩量，租赁市场继续承压，但随着经济复苏和促进消费举措提振预期，2023 年消费市场或将迎来复苏，实体商业客流量初显回暖迹象，租赁市场或将企稳，后续市场恢复进程有待进一步观察。

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，近年来商业营业用房投资呈逐年下滑态势，2022 年全年同比下降 14.4%，办公楼投资近年来呈波动下行态势，2022 年全年同比下降 11.4%。需求端来看，2022 年全国商业营业用房和办公楼销售面积分别同比下降 8.9% 和 18.9%。总体来看，商业地产存在供需双边缩量的压力，投资节奏整体放缓。

线下零售行业方面，2022 年以来，经济下行压力、居民收入预期不确定性提升等因素冲击社会消费需求，实体零售行业景气度下行。从租金水平来看，根据全国 100 个重点城市典型购物中心商铺样本调查数据，2022 年下半年样本购物中心平均租金同比止涨转跌，商铺租金整体承压；分城市来看，一线城市和二线城市中分别有 50.0% 和 62.7% 的商圈租金环比下跌。2022 年实体零售行业增长乏力，购物中心空置率和租金水平均受到负面影响，部分经营不善的商户退租现象频现。但进入 2023 年以来，国内消费市场初显回暖迹象，全国购物中心日均客流较上年同期明显回升，其中餐饮消费、百货零售等业态均有不同程度业绩提升。**中诚信国际认为**，随着中央及各地陆续出台促进消费等一系列扶持政策，有望加速经济复苏进程和提振消费预期，同时随着经营环境好转，实体商业客流量预期回暖，购物中心业态有望展现出较好的业绩恢复弹性，但其恢复程度有待持续观察。

中诚信国际认为，跟踪期内公司持有物业组合未发生改变，仍具有显著的品牌及区域优势；虽然公司仍保持很强的运营管理能力，但受消费需求下降及减租影响，租金收入同比下降。

跟踪期内公司持有物业组合未发生改变，但受外部环境变化影响，租金收入同比下滑。

公司间接控股股东大悦城地产为中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台，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，截至 2022 年末，大悦城地产在北京、上海、广州、天津等 24 个城市拥有或管理 27 个大悦城和其他商业项目，积累了丰富的商业地产运营经验，并

建立了一定行业地位和规模优势。2022 年，大悦城地产投资物业租金及相关服务收入为 34.93 亿元，同比下降约 14%，其中购物中心贡献收入占比为 79%。

大悦城地产中 4 家经营成熟度高、市场认可度高且区位稀缺性强的购物中心，包括西单大悦城、朝阳大悦城、上海静安大悦城和天津大悦城由公司持有，截至 2022 年末，四家购物中心合计可出租面积为 33.6 万平方米。跟踪期内，因经济活动减弱，加之减免租金¹，当期公司旗下购物中心租金收入同比下降 24.82% 至 14.75 亿元，占大悦城地产购物中心租金收入的 68.35%。细分来看，得益于优越的地理位置，西单大悦城受到市场波动的影响最小，租金规模仍超 2020 年同期；天津大悦城租金下滑幅度相对较大。

表 1：近年来公司运营中的大悦城购物中心租金收入情况（单位：亿元）

物业	2020	2021	2022	2023.1~3
西单大悦城	5.72	6.40	5.73	1.47
朝阳大悦城	5.55	6.74	4.87	1.68
天津大悦城	3.97	4.64	2.96	1.15
上海静安大悦城	1.64	1.84	1.19	0.44
合计	16.88	19.62	14.75	4.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司保持极强的品牌和区域优势，公司商业运营能力较强，购物中心出租率保持在较高水平；上海静安大悦城单位租金水平及出租率仍有提升空间。

公司股东大悦城地产以开发、经营和管理“大悦城”为品牌的城市综合体为主营业务之一，同时，通过成功打造西单大悦城、朝阳大悦城等标杆项目，亦形成了较强的品牌影响力。

公司持有大悦城的 4 家核心物业，分别位于北京西城区、朝阳区、天津内环核心区和上海静安区，区位优势显著。具体来看，西单大悦城凭借其稀缺的地理位置，坪效保持在全国中端商场前列；朝阳大悦城的丰富业态和优质内容获得了大量年轻消费者的青睐；天津大悦城通过打造主题街区和首店经济已成为当地地标式购物商场；上海静安大悦城亦具有突出的区域市场地位，公司旗下 4 家大悦城已形成极强的品牌效应。从运营能力来看，2022 年受消费环境疲软及减租影响，四家大悦城单位租金均明显下滑，但 2023 年一季度均随市场环境转暖显著回升。具体来看，西单大悦城、朝阳大悦城和天津大悦城单位租金和出租率处于良好水平，上海静安大悦城单位租金水平和出租率仍有进一步提升空间。

表 2：近年来公司运营中的大悦城购物中心运营情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米/天）

物业	2023 年 3 月末 可出租面积	单位租金				出租率			
		2020	2021	2022	2023.1~3	2020	2021	2022	2023.1~3
西单大悦城	5.3	30.73	33.08	29.62	30.82	97%	98%	95%	96%
朝阳大悦城	12.8	13.07	14.43	10.42	14.58	97%	99%	99%	98%
天津大悦城	8.8	12.87	14.45	9.22	14.52	97%	98%	97%	97%
上海静安大悦城	6.7	7.97	7.52	4.87	7.30	86%	89%	91%	90%
合计	33.6	15.00	15.95	12.03	15.67	95%	96%	96%	96%

资料来源：企业提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司运营中的大悦城购物中心销售额情况（单位：亿元）

物业	2020	2021	2022	2023.1~3
西单大悦城	29.5	38.01	34.9	10.22

¹ 2022 年大悦城地产累计减免租金约 8.20 亿元

朝阳大悦城	30.64	43.77	38.18	11.73
天津大悦城	8.43	10.32	8.79	2.79
上海静安大悦城	24.65	35.17	31.2	8.9
合计	93.22	127.27	113.07	33.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

写字楼方面，公司对外出租的写字楼物业中粮置地广场可出租面积为 5.63 万平方米，2022 年及 2023 年 1~3 月分别实现租金收入 1.49 亿元、0.38 亿元，分别同比减少 15.82% 和 10.92%，2022 年平均出租率为 89%，较上年有所下滑。

公司持有西单大悦城酒店公寓和北京中粮广场物业部分股权，项目均拥有良好的区位优势。

除上述投资物业及相关业务外，公司还从事酒店公寓业务。公司持有的西单大悦城酒店公寓为西单大悦城商业综合体的一部分，2022 年平均入住率为 79%，2022 年及 2023 年 1~3 月实现收入 0.60 亿元和 0.19 亿元，分别同比减少 12% 和增长 35%。

商业地产股权投资方面，2023 年 3 月末，公司持有北京中粮广场发展有限公司（以下简称“中粮广场发展”）40% 股权。中粮广场发展主要负责北京中粮广场物业²的运营。2022 年及 2023 年 1~3 月中粮广场实现租金收入 2.76 亿元和 0.71 亿元，2022 年出租率为 90.53%。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司资产负债规模随销售物业出售结转有所收缩，杠杆水平随债务规模缩减降至低位；公司所持优质商业物业可带来持续现金流入和利润补充，但需关注公允价值变动对公司利润水平的影响。

跟踪期内商业整售使得公司营业收入阶段性大幅增长，公司仍以投资物业为主营业务，投资物业毛利率仍保持在较好水平；2022 年受消费环境低迷及减租影响，投资物业收入减少，带动经营性业务利润下滑，总资产收益率亦有所下降；随着经济活动恢复，2023 年一季度盈利能力明显回升。

2022 年公司出售新梅太古城大悦商务中心并确认收入 60.45 亿元，使得营业收入结构发生阶段性变化，房地产开发销售业务占比达到 75%；同期投资物业收入受消费环境低迷及减租影响同比减少 21.11%，2023 年一季度，投资物业收入降幅收窄但仍呈下滑趋势。受商业整售毛利率偏低影响，跟踪期内公司营业毛利率明显下滑，但投资物业板块毛利率仍保持在较好水平，2023 年一季度公司营业毛利率恢复至 92.79%。

跟踪期内受高毛利率的持有物业收入规模及占比下降影响，2022 年公司经营性业务利润同比下滑。由于营业收入大幅增长，公司期间费用率同比下滑。此外，由于 2022 年租金收入下滑导致物业重估收益为负，在上述因素共同作用下，公司利润总额和净利润分别同比下滑 24.39% 和 23.55%，净利润率和总资产收益率亦受毛利下降影响阶段性下降，2023 年一季度回升至较好水平。

²北京中粮广场是位于北京市核心区域的办公购物中心一体化综合体项目，面朝长安街，临近北京地铁建国门站及北京站，可出租面积 9.99 万平方米，涵盖写字楼及商铺。

表 4：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
投资物业租金及相关收入	20.24	23.97	18.91	5.86
房地产销售	0.01	2.59	60.45	0.01
酒店公寓	0.41	0.63	0.57	0.19
其他	0.90	0.47	0.53	0.09
营业总收入	21.55	27.66	80.46	6.14
营业毛利率	2020	2021	2022	2023.1~3
投资物业租金及相关收入	94.30	93.56	93.15	95.00
房地产销售	-1,098.78	-9.49	4.06	-91.00
酒店公寓	27.20	88.45	87.81	64.00
其他	27.74	24.20	39.62	9.00
营业毛利率	91.11	82.64	25.82	92.79

表 5：近年来公司主要财务指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
期间费用率	34.59	23.43	8.53	21.94
经营性业务利润	10.05	13.74	11.62	3.75
投资收益	0.66	0.67	0.37	0.16
公允价值变动收益	-0.30	-0.10	-1.61	0.00
利润总额	10.80	14.27	10.79	3.94
净利润	7.73	10.30	7.87	2.94
净利润率	35.88	37.24	9.79	47.89
总资产收益率	3.63	4.22	3.68	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随房地产开发业务清盘和商业物业出售结算，公司资产及负债规模有所收缩，债务规模下降使得杠杆水平持续优化。

2022 年以来随房地产项目逐渐清盘、商业项目出售结算，公司资产负债规模均呈收缩态势。从资产结构来看，2023 年 3 月末，以投资性房地产为主的非流动资产占公司总资产的比重为 81.59%，是资产主要构成。公司投资性房地产规模较为稳定，2022 年因重估亏损小幅下降；公司长期股权投资主要为对联营企业北京中粮广场发展有限公司的投资，跟踪期内亦变化不大。公司流动资产中存货和其他应收款占比最高，受大悦商务中心出售结算影响，2022 年末公司存货规模大幅下降至 2.11 亿元。公司其他应收款主要为出于资金统筹管理要求被归集至大悦城地产子公司的相应款项，2022 年末因出售项目回款归集大幅增长。截至 2022 年末，公司应收大悦城商业管理（北京）有限公司和大悦城商业管理（天津）有限公司的应收款规模合计 56.33 亿元，占年末其他应收款的比重达到 99.29%。

跟踪期内公司负债规模随房地产开发业务收缩、融资需求降低呈下降态势，从构成来看，存续负债中有息债务、应付账款和其他应付款占比较高。公司应付账款以应付地价款、应付工程款为主，其他应付款主要由押金及保证金和关联方往来款构成，2022 年末均同比变化不大。2022 年以来公司预收房款减少，预收款项以预收租金款为主，较上年同期规模缩减。

跟踪期内公司所有者权益在未分配利润带动下稳步提升，财务杠杆在债务规模缩减和所有者权益

增加的影响下持续优化，2023 年 3 月末总资本化率下降至 18.82%。若将永续债计入债务计算，公司总资本化率将升高至 21.93%，仍处于较优水平。

表 6: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	4.95	6.14	10.57	10.05
存货	57.62	63.12	2.11	2.08
其他应收款	27.07	29.05	56.69	53.08
投资性房地产	281.55	281.71	279.99	280.15
长期股权投资	17.66	18.33	16.72	16.88
资产总计	399.09	408.00	377.61	371.23
预收款项	1.68	5.16	1.54	1.23
应付账款	14.62	18.87	10.04	8.79
其他应付款	14.87	12.00	11.24	12.45
负债合计	158.36	163.16	127.45	118.78
少数股东权益	16.68	14.21	14.80	15.08
未分配利润	129.74	136.32	141.04	143.06
其他权益工具	43.68	43.68	43.68	43.68
所有者权益合计	240.74	244.85	250.16	252.46
总债务	86.39	81.77	58.00	48.99
资产负债率 (%)	39.68	39.99	33.75	32.00
总资本化比率 (%)	26.41	25.04	18.82	16.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力较强，融资需求缩减带动债务规模持续下降，经营获现能力对总债务覆盖能力处于较优水平。

2022 年公司销售商品提供劳务收到的现金因大宗物业整售显著增长，若不考虑整售带来的现金流入，公司商业物业产生的现金流同比收缩；公司将商办整售项目回款偿付存量债务，跟踪期内偿还债务支付的现金大幅增长，筹资活动呈大额净流出态势。债务方面，跟踪期内公司债务规模随房开业务清盘收缩，债务结构以长期债务为主，2023 年 3 月末短期债务占比降至 21.78%，债务期限结构合理。从债务构成来看，公司债务主要为公开市场信用债、财务公司借款和银行借款，截至 2023 年 3 月末，占公司总债务的比重分别为 60.58%、21.92%和 17.50%。2022 年公司融资成本为 3.61%，保持在较低水平。受债务规模收缩影响，跟踪期内 FFO 和 EBITDA 对债务本息覆盖倍数提升至较好水平，对利息的覆盖能力亦持续提升。

表 7: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元)

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	23.32	15.69	32.67	7.54
销售商品、提供劳务收到的现金	18.98	21.94	76.68	4.46
投资活动净现金流	-3.12	-0.88	-0.43	2.46
筹资活动净现金流	-26.27	-14.08	-27.79	-10.52
短期债务	10.42	25.88	12.69	10.67
总债务	86.39	81.77	58.00	48.99
短期债务占比	12.07%	31.65%	21.88%	21.78%
FFO/总债务(X)	0.07	0.10	0.17	0.62*
总债务/EBITDA(X)	5.78	4.69	3.91	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.27	2.89	3.89	--

注：带*指标已经年化

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 62.31 亿元，其中尚未使用额度为 16.24 亿元。

截至 2022 年末，公司受限资产合计 189.03 亿元，主要为受限货币资金 0.45 亿元，受限投资性房地产 184.91 亿元，受限固定资产 2.61 亿元；受限资产合计占当期末总资产的 50.06%。

截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保事项，无重大诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及相关资料，2020 年~2023 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

——2023 年中粮置业全年租金收入规模预计同比小幅回升。

——2023 年，中粮置业无新增项目，运营等支出保持稳定。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	25.04	18.82	17.06~18.8
总债务/EBITDA	4.69	3.91	3.17~3.50

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，中粮置业具备一定流动性来源，未来一年可对流动性需求形成充足覆盖。

公司持有型物业经营获现能力强，回款规模保持在较好水平，但近年来消费疲弱和租金减免对租金流入形成扰动，此外 2022 年整售商业带来阶段性大规模流入，形成短期流动性补充；筹资方面，公司公开市场融资渠道顺畅，财务公司及金融结构借款可接续性较强。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、营运支出和税费支出等，公司短期债务规模很低，未来一年到期兑付压力很小，经营收入可良好满足经营支出需求。综上所述，公司具有较强流动性，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成充足覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司持续探索开发运营领域绿色发展的可行路径，积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

³中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，公司坚持绿色低碳高质量发展的理念，以“绿色大悦城”为目标，响应国家战略，将碳达峰、碳中和纳入公司整体布局，总结出了“能效目标全过程管理”的绿色开发模式。

社会方面，公司设置了合理培养体系，人员稳定性尚可；近三年未发生一般事故以上的安全事故。

公司治理方面，公司设董事会，由 3 名董事组成，全部由股东委派，其中董事长 1 名，董事每届任期 3 年，可以连任。同时，公司设监事 1 名，由股东委派，任期三年。公司在董事会下设管理层，包括总经理 1 名，财务负责人 1 名，由董事会决定聘任，经理层主管公司日常运营工作的管理，并对董事会负责。公司形成了比较健全、有效的内部控制和管理制度。在资金管理、预算管理、投资管理、对外担保以及关联交易等方面设立了相应制度，现有的内部控制制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。

在战略布局方面，面对商业物业租赁行业发展形势的深刻调整以及公司经营现状，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。

外部支持

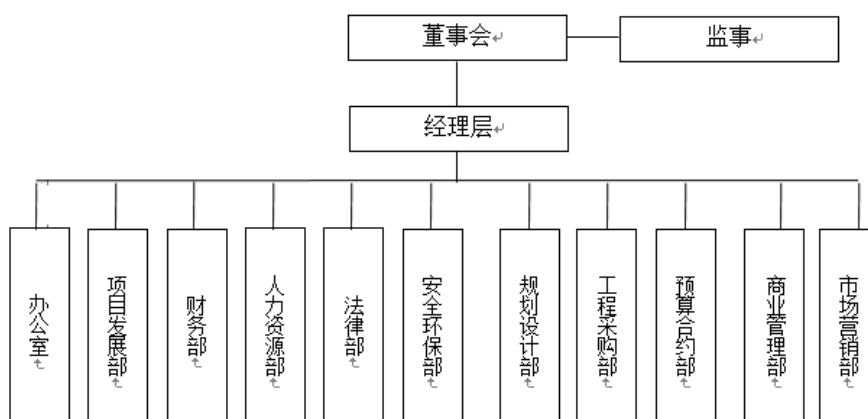
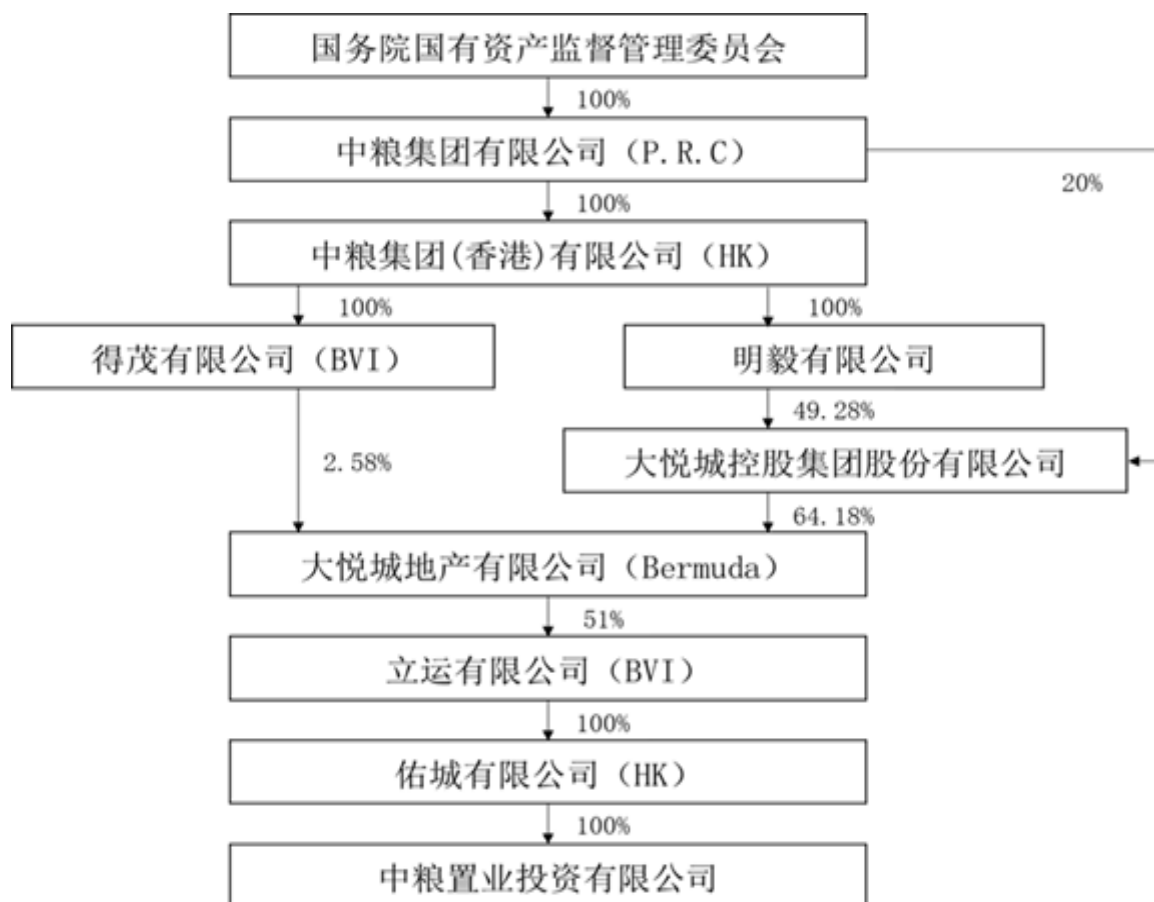
实际控制人中粮集团实力雄厚，公司为中粮集团商业地产板块港股上市公司大悦城地产境内主要投资运营平台，可获得一定股东支持

公司最终控股股东中粮集团成立于 1994 年，是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一。经过多年的发展，中粮集团已从最初的粮油食品贸易公司逐步发展成为中国农产品和食品领域领先的多元化产品和服务供应商，旗下拥有 13 家上市公司。公司间接控股股东大悦城地产为中粮集团旗下商业地产板块主要运营平台，2022 年实现投资物业租金及相关服务收入 34.93 亿元，当期公司租金收入占大悦城地产租金收入比例为 54.14%。公司作为大悦城地产境内的最主要投资运营平台，具有重要的定位，可获得一定股东支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中粮置业投资有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 中粮置业 MTN001”、“22 中粮置业 MTN001”、“19 中粮 01”、“19 中粮 02”、“20 中粮 02”、“22 中粮 01”、“22 中粮 02”和“23 中粮 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中粮置业投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中粮置业投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	49,461.09	61,405.81	105,736.62	100,527.98
应收账款	9,709.18	7,151.20	5,925.18	6,039.87
其他应收款	270,707.99	290,548.29	566,854.76	530,769.92
存货	576,203.17	631,189.65	21,076.77	20,846.38
长期投资	176,596.26	183,327.45	167,211.26	168,811.01
固定资产	49,161.56	46,541.22	43,864.98	43,054.34
无形资产	15,720.66	14,795.22	13,950.69	13,672.09
资产总计	3,990,947.58	4,080,022.06	3,776,122.90	3,712,339.74
其他应付款	148,723.15	119,993.21	112,360.88	124,503.29
短期债务	104,240.31	258,813.12	126,887.17	106,713.35
长期债务	759,642.10	558,899.13	453,150.54	383,224.94
总债务	863,882.41	817,712.25	580,037.71	489,938.29
净债务	814,421.32	760,969.71	478,809.70	393,918.92
负债合计	1,583,588.10	1,631,564.52	1,274,537.66	1,187,770.84
所有者权益合计	2,407,359.49	2,448,457.54	2,501,585.25	2,524,568.90
利息支出	65,871.24	60,360.49	38,189.45	--
营业总收入	215,544.77	276,579.51	804,647.38	61,447.50
经营性业务利润	100,508.62	137,363.20	116,180.77	37,501.71
投资收益	6,602.14	6,731.19	3,708.42	1,599.75
净利润	77,347.09	103,006.93	78,743.82	29,429.54
EBIT	144,990.20	170,331.89	144,423.50	--
EBITDA	149,465.14	174,512.61	148,378.07	--
经营活动产生的现金流量净额	233,166.45	156,925.56	326,687.32	75,415.56
投资活动产生的现金流量净额	-31,245.01	-8,811.53	-4,282.65	24,602.06
筹资活动产生的现金流量净额	-262,702.36	-140,832.58	-277,919.20	-105,226.26
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率 (%)	91.11	82.64	25.82	92.79
期间费用率 (%)	34.59	23.43	8.53	21.94
EBIT 利润率 (%)	67.27	61.59	17.95	--
总资产收益率 (%)	3.63	4.22	3.68	--
流动比率 (X)	2.17	1.53	1.85	1.77
速动比率 (X)	0.83	0.58	1.80	1.72
存货周转率 (X)	0.03	0.08	1.83	0.84*
应收账款周转率 (X)	22.20	32.81	123.07	41.08
资产负债率 (%)	39.68	39.99	33.75	32.00
总资本化比率 (%)	26.41	25.04	18.82	16.25
短期债务/总债务 (%)	12.07	31.65	21.88	21.78
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.17	0.12	0.51	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	1.38	0.38	2.35	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	3.54	2.60	8.55	--
总债务/EBITDA (X)	5.78	4.69	3.91	--
EBITDA/短期债务 (X)	1.43	0.67	1.17	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.27	2.89	3.89	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.20	2.82	3.78	--
FFO/总债务 (X)	0.07	0.10	0.17	0.62*

注：1、2023 年一季报未经审计；2、为计算公司的有息债务，中诚信国际将其他应付款中有息债务调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn