

# 大悦城控股集团股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告（22 大悦 02、23 大悦 01、22 大悦 01）

中鹏信评【2025】跟踪第【415】号 01

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，但不对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。

# 大悦城控股集团股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（22大悦02、23大悦01、22大悦01）

## 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
22大悦02	AAA	AAA
23大悦01	AAA	AAA
22大悦01	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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）房地产开发销售规模仍位于行业前列，在售及储备项目质量较优，商业地产品牌影响力和运营能力较强，仍可为公司贡献一定的现金流和利润，公司融资渠道通畅，积极压降债务并调整结构，抗风险能力稳定。同时中证鹏元也关注到，公司销售依然承压，盈利能力指标弱化，仍面临一定的资金压力，存在一定的或有负债风险。

## 评级日期

2025年06月23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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	1,775.00	1,785.75	1,980.61	2,144.32
归母所有者权益	103.54	105.96	138.43	154.02
总债务	675.62	674.34	738.95	764.23
营业收入	51.13	357.91	367.83	395.79
净利润	0.65	-25.59	1.21	-22.23
经营活动现金流净额	6.43	66.17	106.42	27.10
销售毛利率	34.60%	21.76%	26.47%	24.06%
EBITDA 利润率	--	16.21%	31.45%	11.73%
总资产回报率	--	1.35%	2.90%	1.03%
剔除预收款项的资产负债率	72.55%	72.88%	72.24%	74.13%
净负债率	97.68%	99.85%	99.21%	86.53%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.73	2.84	1.18
总债务/总资本	61.87%	61.87%	61.58%	61.67%
OCF/净债务	1.58%	15.95%	23.27%	6.59%
速动比率	0.64	0.59	0.55	0.60
现金短期债务比	--	1.50	1.36	2.30

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **公司仍具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**2024 年公司房地产销售规模虽然下滑，但仍位居行业前列；商业地产仍维持较强的品牌影响力和运营能力，跟踪期内投资物业及相关服务业务表现优于市场，仍为公司贡献一定的现金流和利润。
- **融资渠道通畅，资产质量尚可，抗风险能力稳定。**公司银行融资、公开市场债券融资、ABS、CMBS、REIT 等多样化融资渠道通畅，2024 年首单消费 REIT 发行成功，资本市场认可度持续提升。公司资产以一二线城市房地产开发项目及土地储备、自持商业物业等为主，资产价值整体质量尚可。

## 关注

- **预计公司销售仍承压。**2024 年公司全口径销售额同比下降 19.88%，房地产市场仍在筑底回稳阶段，需持续关注公司重点项目入市节奏及去化情况。
- **公司盈利能力指标弱化。**因结算项目差异，公司经营性业务利润持续收窄，存货跌价损失、合作项目投资损失侵蚀利润，2024 年公司归属于母公司的亏损额扩大。
- **公司仍面临一定的资金压力。**截至 2024 年末，公司在建项目预计尚需投资 542.03 亿元（剔除累计已投资大于预计总投资的项目），整体规模仍较大。
- **需关注公司或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额 36.63 亿元，主要为对参股及合作开发公司的担保。同期末公司重大未决诉讼事项三笔，主要由项目合作开发方的资金纠纷、债务纠纷引起，部分合作方存在负面舆情，或对公司产生一定影响。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在售项目质量较好，商业地产运营能力较强，融资渠道通畅，抗风险能力稳定。

## 同业比较

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（亿元）	982.55	<b>369.00</b>	1,116.30	194.51
总资产（亿元）	3,634.42	<b>1,785.75</b>	2,590.83	1,216.33
营业收入（亿元）	530.83	<b>357.91</b>	691.52	190.75
净利润（亿元）	14.84	<b>-25.59</b>	37.91	-115.56
销售毛利率（%）	14.00	<b>21.76</b>	12.54	3.00
剔除预收款项的资产负债率（%）	69.92	<b>72.88</b>	61.42	76.41
流动资产周转率（次）	0.20	<b>0.27</b>	0.28	0.23
总资产周转率（次）	0.15	<b>0.19</b>	0.25	0.14

注：（1）金茂投资为上海金茂投资管理集团有限公司的简称（2）以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，各企业公开资料，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

[cspy\\_ffmx\\_2023V1.0](#)

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy\\_ffmx\\_2022V1.0](#)

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	7/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	7/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		7/7	财务状况评估结果		7/9
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					<b>aa+</b>
外部特殊支持					1
主体信用等级					<b>AAA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 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
22 大悦 01	15.00	15.00	2024/6/26	2027/10/27
22 大悦 02	15.00	15.00	2024/6/26	2027/12/19
23 大悦 01	20.00	20.00	2024/6/26	2028/1/19

注：债券余额为 2025 年 6 月 23 日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

22大悦01募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2024年12月31日，“22大悦01”募集资金专项账户余额为0.00元。

22大悦02募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2024年12月31日，“22大悦02”募集资金专项账户余额为0.00元。

23大悦01募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2024年12月31日，“23大悦01”募集资金专项账户余额为200.41万元。

## 二、 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2025年3月末，中粮集团有限公司（以下简称“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，2025年3月末公司产权及控制结构关系如附录二所示。

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2024年末，大悦城地产有限公司（证券简称“大悦城地产”，代码：0207.HK）仍是公司重要子公司，负责商业地产建设及运营业务。

**表1 2024年末大悦城地产主要财务数据（单位：亿元）**

公司简称	持股比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
大悦城地产	64.18%	1,352.25	553.97	198.31	-2.94

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季

度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

## 行业环境

### （一）房地产行业

房地产市场销售端呈现止跌回稳趋势，高能级核心城市率先修复，供给端复苏仍需时间，土地投资及新开工仍在低位，在融资支持和去库存政策落地催化下，房企资金面有望改善。2025年房地产市场仍承压，但跌幅有望收窄，行业进入磨底修复阶段。

2024年“924新政”有效提振市场信心，房地产行业单边下行趋势有所缓解。截至2025年5月，30大中城市成交面积同比已连续改善接近8个月，高能级核心城市一、二手房成交量快速修复，一线城市房价趋于稳定。受库存高企、战略收缩影响，房企聚焦高能级城市土拍市场，全国土地市场短期仍承压，新开工面积、房地产开发投资增速仍处于低位，整体投资意愿未明显改善。行业融资政策持续宽松，专项债收地加快，房企到位资金有所好转，但需关注弱资质房企的政策落地效果。整体来看，2025年中国经济内外部压力仍存，居民收入预期较弱，市场仍在磨底状态，但供需两端政策持续发力，行业基本面有望逐步修复。

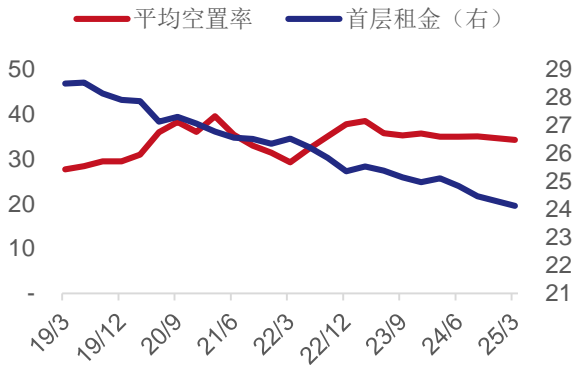
[详见《信用展望2025 | 房地产行业：“止跌”基础仍待夯实，房企收缩过冬》。](#)

### （二）商业地产

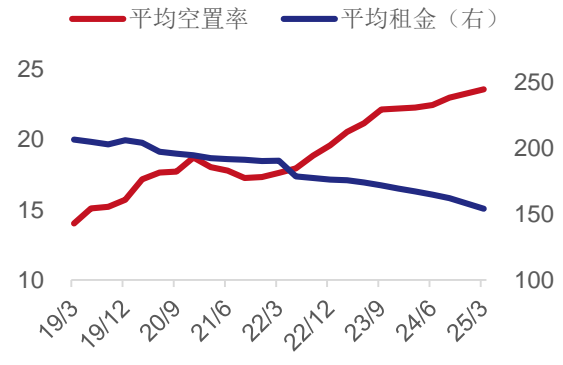
商业地产“以价换量”应对需求下滑，行业逐步转向存量竞争，零售物业表现优于办公物业，但均面临一定的下行压力，头部运营商具备先发优势，行业向头部集中

我国商业营业用房、写字楼投资均于2017年下降，年投资额较高点接近腰斩，新开工面积持续下滑，行业整体库存压力较大。需求方面，租赁需求不足，市场普遍以价换量，优质零售物业出租情况整体优于办公物业。预计2025年扩内需、促消费政策将继续发力，消费市场有望逐步复苏，但在短期内居民预期偏弱的背景下，商铺及办公市场仍有压力。

图1 一二线城市优质零售物业租赁情况（单位：%、元/平方米/天） 图2 一二线优质写字楼租赁情况（单位：%、元/平方米/月）



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

头部运营商维持积极态度，行业向头部集中。我国商业地产开发运营商主要为内资房地产开发企业，如万达商管、华润万象、龙湖集团等，部分港资专业运营商亦在内地零售物业布局，包括太古地产、恒隆地产、嘉里建设。近年房地产开发市场持续调整，内资运营商对商业地产业务重视程度明显提升，通过加大轻资产拓展力度、存量项目优化运营、细分赛道布局，多数企业商业板块营业收入增速普遍超过整体营收增速。仲量联行数据显示，2024年前十大运营商新增规模占重点21城新增规模的51.1%，头部企业强化高能级城市核心地段布局，行业进一步向头部集中。

商业地产融资渠道通畅，或成为房地产开发企业重要融资途径。商业地产的退出途径包括大宗交易、CMBS、CMBN、经营性物业贷、类REIT、REIT。根据中指研究院数据，2024年共有260宗商业地产大宗交易，交易金额1,338亿元，平均单笔5.8亿元，买家以机构投资人、地方国资为主，卖家以房企为主。2024年1月，央行放松经营性物业贷管理，允许发放经营性物业贷用于偿还该企业及集团控股公司存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券，可有效补充房地产企业融资渠道。截至2025年5月22日，我国共发行消费基础设施REIT八支，合计发行规模213.26亿元，消费基础设施REIT的发行，打通商业物业“投融管退”全生命周期。

整体看，当前商业地产市场正向高质量发展转型，行业发展模式向增量运营转变，头部运营商维持扩张步伐，依托先发优势构建核心竞争力。但短期内商业物业存量竞争加剧，宏观环境复杂多变，需求持续承压，商业地产仍有承压。

#### 四、经营与竞争

公司主要从事房地产开发、商业地产开发及运营业务，跟踪期内房地产开发销售持续承压，结算收入及利润进一步下滑；依托品牌效应和良好的运营管理能力，商业地产运营较为稳健，仍可为公司贡献现金流和利润，业务重要性提升。

酒店运营方面，2024年公司旗下酒店入住率同比有所下滑，当年营业收入有所下降。



**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2024年			2023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	283.86	79.31%	14.26%	290.44	78.96%	19.56%
投资物业及相关服务	52.43	14.65%	59.53%	53.93	14.66%	61.24%
酒店经营	8.69	2.43%	31.49%	9.70	2.64%	35.27%
管理输出	2.07	0.58%	80.32%	2.66	0.72%	84.58%
物业及其他管理	9.74	2.72%	11.60%	9.33	2.54%	6.93%
其他业务	1.11	0.31%	59.03%	1.77	0.48%	67.36%
<b>合计</b>	<b>357.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.76%</b>	<b>367.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.47%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

### （一）房地产开发业务

公司仍具备规模优势，但销售业绩有所下滑；公司投资进一步收缩，优质新增项目对当期销售提振作用较强，项目储备充裕，但需关注部分项目去化情况

跟踪期内公司销售面积与销售额均大幅下降，但仍处于行业前列，仍具备一定的规模优势。

2024年公司投资仍较为谨慎，开发进度有所放缓，竣工面积亦有下降。2024年新增地块5宗，分别位于西安市浐灞生态区（2宗）、西安市长安区、杭州市萧山区、三亚市；2024年公司在杭州市、西安市分别实现销售额93.73亿元、60.69亿元，新增项目对当期销售额提振作用明显，需持续关注公司项目投资情况及其销售去化进展。

房地产开发销售收入仍承压。2024年公司主要结算项目位于南京市、深圳市、成都市、金华市，与上年度销售区域基本匹配。但2022年以来房地产市场价格有所下行，公司商品房销售及一级土地开发毛利率有所下滑。2024年末，公司合同负债余额249.96亿元，合同负债对收入覆盖倍数较低。

**表3 公司全口径房地产开发业务主要经营指标**

指标名称	2024年	2023年
新开工面积（万平方米）	30.54	97.62
竣工面积（万平方米）	230.06	359.04
结算面积（万平方米）	198.24	287.01
结算金额（亿元）	392.72	651.93
结算均价（元/平方米）	19,810.33	22,714.54
合同销售面积（万平方米）	166.91	223.01
合同销售金额（亿元）	369.00	460.55
销售均价（元/平方米）	22,107.72	20,651.44

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 2023-2024 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**表4 公司新增项目情况**

项目	2024年	2023年
----	-------	-------

新增项目数量（个）	5	3
新增土地计容建筑面积（万平方米）	55.86	16.80
新增土地总价款（亿元）	84.26	63.34
权益对价（亿元）	33.16	29.74
楼面均价（万元/平方米）	1.51	3.77
新增项目所处区域	杭州、西安、三亚	上海、西安、南京

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司在售项目所处区位优良，土储规模大，但仍需关注部分项目去化情况。截至2024年末，公司主要在售项目的待售面积合计703.49万平方米；公司待售面积中一线城市、二线城市、三四线城市占比分别为9%、69%、22%，其中成都、武汉、西安、昆明等重点二线城市占比较高。2024年末公司土地储备规模剩余可开发计容建筑面积821.58万平方米，土储规模小幅下降，但仍较为充沛，土地储备以北方大区和西南大区为主。公司待售项目区域布局相对分散，一二线城市占比较高，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。中证鹏元关注到，房地产市场处于筑底回稳阶段，公司部分项目去化较慢，未来实际销售情况存在不确定性。

截至2024年末，公司在建项目预计尚需投资542.03亿元（剔除累计已投资大于预计总投资的项目），以西安、武汉、南京项目为主，公司仍面临一定的资金压力。公司在建项目以住宅项目为主，商办亦有较大体量，部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力。

## （二）地产运营业务

**公司在商业地产领域具备较强的品牌优势和运营管理能力，出租率仍维持较强韧性；首单消费REIT落地，拓宽公司商业资产退出渠道，市场认可度持续提升**

商业板块战略重要性提升，品牌价值仍较强。跟踪期内，公司战略更新为“卓越的城市运营与美好生活服务商”，提升商业引领地位，立足于“大悦城”“大悦汇”两大标准产品线，持续扩大经营业务版图。2024年，公司开业三家购物中心，新开业购物中心出租率均处于较高水平；2024年末，公司在营项目36个（含轻资产和非标准化产品），总商业面积375万平方米。虽然跟踪期内公司运营的购物中心出租率略有下滑，但整体出租率仍维持较高水平（2024年平均出租率95.1%），销售量和客流量同比均有增长，仍具有较强的品牌优势。

公司首单消费REIT落地，拓宽公司商业资产退出渠道，减轻资金压力。2024年9月，华夏大悦城购物中心封闭式基础设施证券投资基金（180603.SZ，简称“华夏大悦城商业REIT”）上市，募集规模33.23亿元（其中公司子公司卓远地产（成都）有限公司认购40%），基金底层资产为成都大悦城。

公司写字楼、产业地产整体经营较为稳健。公司办公及产业物业位于北京、深圳、香港，所处区位优良，2024年写字楼平均出租率91.1%，深圳产业园区平均出租率98.2%，出租率维持较强韧性。

## 五、 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）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

跟踪期内公司盈利能力有所下滑，公司主动压降债务规模并调整债务结构，叠加资产减值，公司资产规模仍有降低，在手资产质量尚可，再融资渠道通畅，偿债压力可控

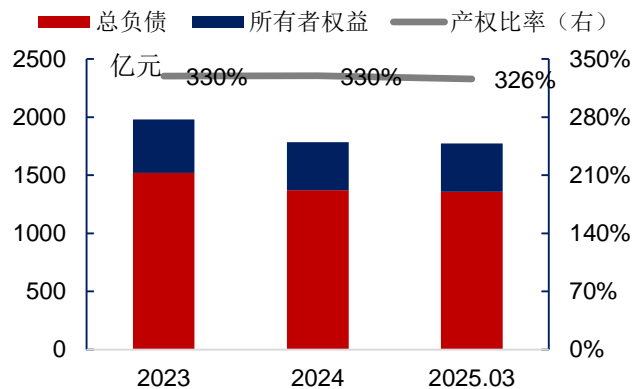
## 资本实力与资产质量

受公司主动压降债务、资产减值、项目结转等因素影响，跟踪期内公司总资产仍有下降。存货仍是公司资产的主要构成，跟踪期内主要对南京天悦锦麟、深圳中粮悦章凤凰里、南京天悦风华、杭州悦著云轩项目投入建设，项目所处区位较好，资产质量尚可；同期较大规模的项目结转，公司存货有所减少。长期股权投资规模小幅增长，主因对杭州一联合开发项目追加投资、新增持有华夏大悦城商业REIT的权益（原始权益人认购40%）。

截至2024年末，公司受限资产账面价值363.00亿元，主要为因借款抵押的存货和投资性房地产，其中因法院冻结资金及履约保证金受限的货币资金2.16亿元。公司另有使用范围受限的货币资金99.87亿元，主因预售监管、贷款监管、募集资金专用账户监管，使用受限资金规模同比扩大。

跟踪期内，公司购买深圳市锦峰城房地产开发有限公司少数股东股权，叠加2024年公司存在一定亏损，期末所有者权益规模有所下降。综合作用下，公司产权比率有所降低，但仍较弱。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	270.00	15.21%	270.89	15.17%	300.85	15.19%
存货	756.40	42.61%	767.85	43.00%	919.41	46.42%
流动资产合计	1,245.97	70.20%	1,251.73	70.10%	1,449.76	73.20%

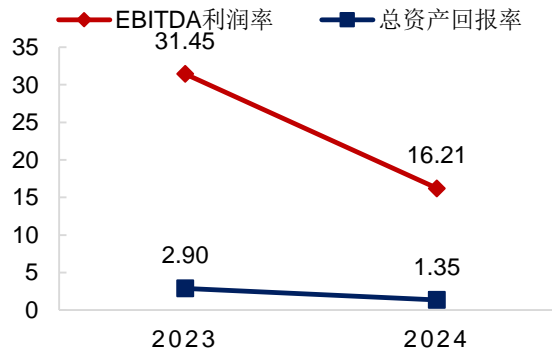
长期股权投资	139.94	7.88%	140.70	7.88%	128.77	6.50%
投资性房地产	306.61	17.27%	308.55	17.28%	314.88	15.90%
<b>非流动资产合计</b>	<b>529.03</b>	<b>29.80%</b>	<b>534.02</b>	<b>29.90%</b>	<b>530.85</b>	<b>26.80%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,775.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,785.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,980.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

公司经营性业务利润持续收窄，2024年发行华夏大悦城商业REIT实现一定规模的资产处置收益，但存货跌价损失、合作项目投资损失侵蚀利润，公司盈利能力指标有所弱化。虽然房地产行业出现筑底回稳迹象，但趋势有待进一步明确，且向公司经营端传导仍需时日，需持续关注房地产行业周期波动对公司盈利情况的影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

跟踪期内，公司压降债务规模，优化债务结构，非标融资占比及债务成本均有所下降。2024年公司获批“白名单”项目12个，经营性物业贷款项目7个，银行贷款融资有所增长；发行中期票据50亿元，公开市场融资滚续渠道通畅。跟踪期内，中信建投-沈阳大悦城资产支持专项计划终止并完成清算；公司发行华夏大悦城商业REIT，实现资产出表融资。2025年3月末公司总债务675.62亿元，债务规模仍较大。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.45	0.48%	23.90	1.74%	9.60	0.63%
应付账款	116.24	8.56%	131.69	9.61%	159.81	10.52%
合同负债	254.70	18.75%	249.96	18.24%	316.79	20.85%
其他应付款	200.27	14.74%	200.26	14.62%	187.72	12.35%
一年内到期的非流动负债	135.03	9.94%	155.07	11.32%	205.89	13.55%

流动负债合计	766.03	56.39%	814.06	59.41%	957.85	63.03%
长期借款	425.90	31.35%	403.55	29.45%	405.03	26.65%
应付债券	108.23	7.97%	91.82	6.70%	102.48	6.74%
非流动负债合计	592.52	43.61%	556.14	40.59%	561.81	36.97%
负债合计	1,358.55	100.00%	1,370.20	100.00%	1,519.66	100.00%
总债务	675.62	49.73%	674.34	49.21%	738.95	48.63%
其中：短期债务	141.48	20.94%	178.97	26.54%	214.30	29.00%
长期债务	534.13	79.06%	495.37	73.46%	524.65	71.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

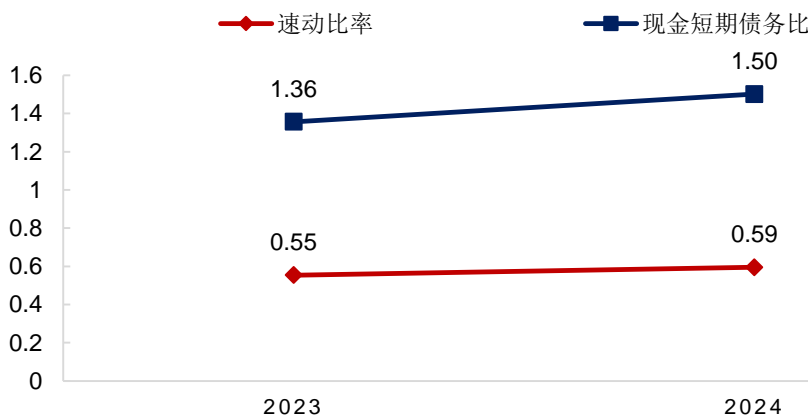
跟踪期内公司销售承压、盈利弱化，EBITDA利息保障倍数下滑、OCF对净债务的覆盖程度有所下降。受益于债务规模的压降，公司速动比率、现金短期债务比均有修复。截至2024年末，公司未使用授信额度1,618.62亿元；截至2025年5月末，子公司中粮置业投资有限公司15亿元中期票据；公司ABS、CMBS、REIT等多元化融资渠道通畅。

表7 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
剔除预收款项的资产负债率	72.55%	72.88%	72.24%
净负债率	97.68%	99.85%	99.21%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.73	2.84
总债务/总资本	61.87%	61.87%	61.58%
OCF/净债务	1.58%	15.95%	23.27%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月12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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月11日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额36.63亿元，主要为对合联营企业的担保。同期末公司重大未决诉讼事项三笔，主要由项目合作开发方的资金纠纷、债务纠纷引起。公司部分项目采用合作开发模式，个别合作方存在债务逾期、诉讼纠纷等负面事项，或对公司合作开发项目及其融资产生影响，需关注公司合作项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。

## 七、外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至2025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有资产监督管理委员会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）公司对中粮集团总资产规模贡献较大。截至2024年末，中粮集团总资产规模为6,999.86亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达25.51%。2024年中粮集团实现营业收入6,101.57亿元，同期公司营业收入占中粮集团的比重为5.87%，营业收入占比提升。

（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。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

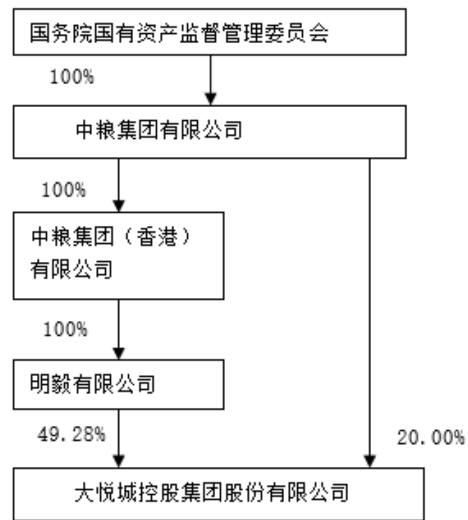
财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	270.00	270.89	300.85	365.30
存货	756.40	767.85	919.41	957.05
流动资产合计	1,245.97	1,251.73	1,449.76	1,577.07
投资性房地产	306.61	308.55	314.88	338.13
非流动资产合计	529.03	534.02	530.85	567.25
资产总计	1,775.00	1,785.75	1,980.61	2,144.32
短期借款	6.45	23.90	9.60	38.11
合同负债	254.70	249.96	316.79	304.54
其他应付款	200.27	200.26	187.72	339.49
一年内到期的非流动负债	135.03	155.07	205.89	121.14
流动负债合计	766.03	814.06	957.85	1,036.18
长期借款	425.90	403.55	405.03	474.21
应付债券	108.23	91.82	102.48	114.69
长期应付款	0.00	0.00	17.14	17.48
非流动负债合计	592.52	556.14	561.81	633.10
负债合计	1,358.55	1,370.20	1,519.66	1,669.28
总债务	675.62	674.34	738.95	764.23
短期有息债务	141.48	178.97	214.30	157.85
长期债务	534.13	495.37	524.65	606.38
总债务	675.62	674.34	738.95	764.23
所有者权益	416.45	415.54	460.95	475.04
营业收入	51.13	357.91	367.83	395.79
净利润	0.65	-25.59	1.21	-22.23
经营活动产生的现金流量净额	6.43	66.17	106.42	27.10
投资活动产生的现金流量净额	-1.55	4.91	64.45	-2.61
筹资活动产生的现金流量净额	-6.24	-93.14	-243.29	91.39
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
销售毛利率	34.60%	21.76%	26.47%	24.06%
EBITDA 利润率	--	16.21%	31.45%	11.73%
总资产回报率	--	1.35%	2.90%	1.03%
产权比率	326.22%	329.74%	329.68%	351.40%
剔除预收款项的资产负债率	72.55%	72.88%	72.24%	74.13%
净负债率	97.68%	99.85%	99.21%	86.53%
EBITDA 利息保障倍数	--	1.73	2.84	1.18
总债务/总资本	61.87%	61.87%	61.58%	61.67%
OCF/净债务	1.58%	15.95%	23.27%	6.59%

经营活动现金流/净债务	1.58%	15.95%	23.27%	6.59%
速动比率	0.64	0.59	0.55	0.60
现金短期债务比	--	1.50	1.36	2.30

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 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+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
剔除预收款项的资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) *100%
净负债率	净债务/所有者权益

## 附录四 信用等级符号及定义

### 债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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。

### 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号