

中粮地产（集团）股份有限公司公司债券 2009 年跟踪评级报告

发行主体	中粮地产（集团）股份有限公司		
担保主体	中国建设银行股份有限公司深圳市分行		
发行规模	12 亿元		
存续期限	2008.8.25~2018.8.25		
首次评级时间	2008.5.26		
首次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA ⁻	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA ⁻	评级展望：稳定

概况数据

中粮地产	2006	2007	2008	2009.Q1
所有者权益（亿元）	19.19	36.56	32.77	33.06
总资产（亿元）	31.52	60.09	90.48	90.87
总债务（亿元）	7.51	14.90	49.22	48.67
营业总收入（亿元）	3.67	8.24	10.87	1.16
营业毛利率（%）	56.39	62.91	55.48	41.42
EBITDA（亿元）	2.95	7.08	3.51	-
所有者权益收益（%）	8.89	12.83	4.22	-
资产负债率（%）	39.12	39.16	63.78	63.62
总债务/EBITDA（X）	2.54	2.10	14.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.07	9.74	1.63	-
中国建设银行	2006	2007	2008	
资产总额（亿元）	54,485.11	65,981.77	75,554.52	
净利润（亿元）	463.22	690.53	925.99	
平均资本回报率（%）	14.99	18.35	20.81	
平均资产回报率（%）	0.92	1.15	1.31	
不良贷款率（%）	3.29	2.60	2.21	
资本充足率（%）	12.11	12.58	12.16	

注 1：中粮地产 2006 年数据根据《企业会计准则（2006）》进行了调整

2：中粮地产 2009 年一季度数据未经审计

分析师

杨柳 lyang@ccxr.com.cn

王娟 jwang@ccxr.com.cn

Tel：(010)66428855

Fax：(010)66420866

2009 年 5 月 20 日

基本观点

2008 年，在全球金融危机不断加深，中国房地产市场深幅调整的背景下，中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）获得了大股东中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”或“集团”）在资金方面的大力支持，资金获取优势明显。并且，在集团资金的支持下，公司增加了土地储备、优化了项目区域布局；另一方面集团承诺的资产注入将大幅提升公司的资产实力和行业地位。另外工业地产相对稳定的经营也为公司提供了一定现金流。但是，我们认为尽管 2009 年初房地产行业出现回暖迹象，但宏观经济增速下滑，消费者信心仍然不足，行业短期内发展趋势仍不明朗。受房地产深幅调整影响，公司 2008 年和 2009 年一季度业绩明显下滑，未来随着房地产市场调整和结算项目成本上升，公司营业毛利率回到 2008 年以前的水平存在一定难度。且从收支计划来看，公司面临较大资金压力，杠杆比率上行风险较大。这些因素都对公司信用水平带来挑战。并且，截至目前集团的资产注入仍没有明确的时间表，我们将对此保持持续关注。

中诚信评估维“持中粮地产（集团）股份有限公司 2008 年公司债券”信用等级为 AAA，维持中粮地产主体信用等级 AA⁻，评级展望稳定。该债项级别考虑了中国建设银行股份有限公司提供的无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 有力的股东支持。公司大股东中粮集团的品牌优势、资金支持和资产注入将有助于公司度过房地产行业的调整期。2008 年公司已从集团获得 20.67 亿元一年期委托贷款，今后，集团房地产资产有望进一步注入公司，对此我们将持续关注。
- 土地储备较充分，项目地区分布更趋均衡。以公司目前的项目开发速度来看，现有土地储备比较充足。同时 2008 年公司新进入北京市场使

得项目地区分布更加均衡，有利于防范区域性市场风险。

- 担保实力。中国建设银行作为四大国有商业银行之一，资产规模雄厚，该行的担保为本次债券的按期偿还提供了强有力的保障。

关 注

- 行业运行环境仍不乐观。尽管近期房地产行业政策有所转暖，市场交易量在 2009 年前三个月有所回升，但行业短期的发展趋势仍不明朗，全球金融危机下的消费者信心仍旧低迷，行业整体运行环境仍不容乐观。
- 业绩明显下滑。受房地产深幅调整、期间费用上升和结算项目减少影响，2008 年和 2009 年一季度公司净利润和毛利率均明显下滑，且公司预计 2009 年上半年归属母公司净利润亏损 2,800 万元。同时，随着房地产价格调整和结算项目土地成本的上升，未来公司营业毛利率回到 2008 年以前的水平存在一定困难。
- 资金压力较大，杠杆比率面临上行风险。公司预计 2009 年房地产土地和建安支出约 32 亿元，其中尚不包括可能的新增土地支出，以公司现有货币资金和预计各项业务收入来看存在较大资金缺口，公司面临较大资金压力。截至 2008 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 63.78% 和 60.03%，较 2007 年增长了 24.63 和 31.08 个百分点，较大的资金压力可能进一步推升杠杆比率。

募集资金使用情况

根据《中粮地产（集团）股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》披露，本次债券募集资金拟用2.4亿元偿还商业银行贷款，调整债务结构；拟用剩余募集资金补充公司流动资金，并将之全部用于公司联营公司——广州市鹏万房地产有限公司的“中粮万科·金域蓝湾”项目的项目开发。

本次债券扣除发行费用后募集资金总额11.87亿元，截至2008年末已累计使用7.1亿元，尚未使用4.77亿元将继续投资于“中粮万科·金域蓝湾”项目开发。“中粮万科·金域蓝湾”项目由公司与深圳市万科房地产有限公司联合开发，各占50%份额，项目可售建筑面积43.40万平方米，目前项目一期13.7万平方米已按期完工。2008年签约销售面积3.72万平方米，签约销售金额4.08亿元（均按公司权益计）。

表 1：本次公司债券募集资金使用情况

单位：万元				
承诺项目	是否变更项目	拟投入金额	实际投入金额	是否符合计划进度
归还银行贷款	否	24,000	24,000	是
广州鹏万房地产开发有限公司中粮万科·金域蓝湾项目	否	94,650	47,000	是
合计	--	118,650	71,000	--

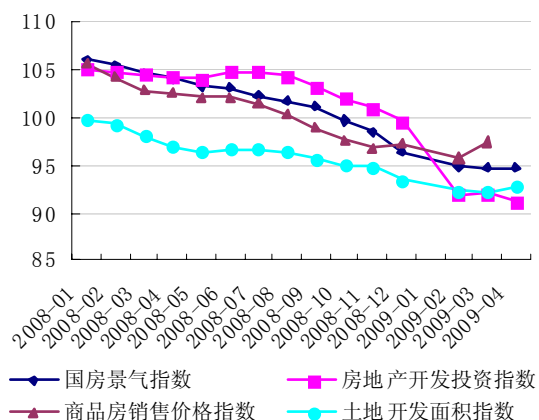
资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

行业关注

2008 年房地产市场深幅调整，行业景气度明显下行，行业短期前景仍不明朗

2008 年中国房地产市场经历了深度调整，下半年愈演愈烈的经济危机更加速了调整的力度。房价下跌，市场交易量大幅下滑，国房景气指数持续回落，2009 年 3 月国房景气指数为 94.74，已下滑至近五年最低水平，2009 年 4 月该指数较上月仅回升了 0.02。同时全国各项房地产景气指标也呈逐月下滑态势（图 1）。

图 1：2008 年以来国房景气指数变化

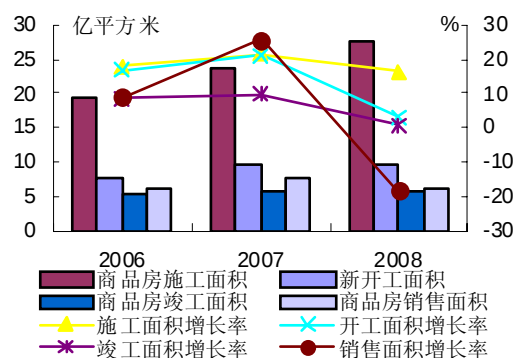


注：2009 年 1 月国房景气指数为空。

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

从具体的运行指标来看，2008 年各指标增速下滑明显，有些甚至出现绝对值的下降（图 2）。2008 年中国房地产市场的施工面积、开工面积、竣工面积分别为 27.14 亿平方米、9.76 亿平方米、5.85 亿平方米，同比分别实现增长 16.19%、3.17%、6.21%。增速同比分别下滑了 5.34、17.9、9.32 个百分点。2008 年全国商品房销售面积 6.21 亿平方米，同比下降 18.51%；销售额 2.41 万亿元，同比下降 18.69%。

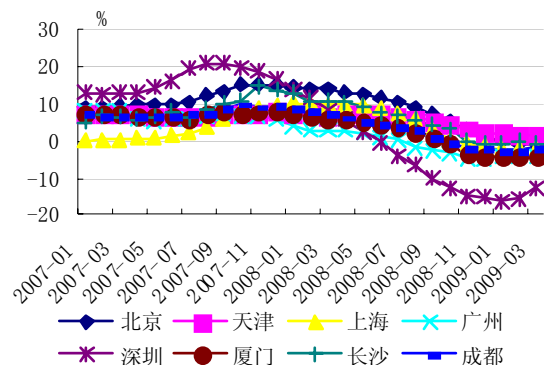
图 2：2006~2008 年中国房地产运行情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

分城市来看，2008 年下半年各大城市房地产市场“价量齐跌”的现象比较普遍。其中，深圳、广州、上海房屋销售价格指数跌幅较大。在此轮价格下跌中，珠三角地区开始时间早、下跌幅度大（图 3）。

图 3：2007~2009.3 全国主要城市房屋销售价格指数



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

2009 年一季度，部分一、二线城市房价止跌，交易量回升，市场出现回暖迹象。同时，住房与城乡建设部近期在 30 个大中城市实地调研显示 2009 年前两个月全国住房成交量同比增长 6.1%。但中诚信评估认为，房地产市场短期内难以回暖。长期看，房市能否真正回暖在很大程度上取决于房价能否调整到位，从而使居住性需求能够转化成为有效需求，推动交易量回升。

长期来看，中国经济的持续较快发展，城市化进程加快、可支配收入增长以及居民住房消费升级的趋势仍将长期存在，推动房地产行业发展的刚性需求以及潜在需求将会为房地产行业的长期发展提供支撑。

行业政策有所转暖，保障居住性需求是政策指向，对房企利好有限

中诚信评估认为，房地产行业具有明显的政策导向特点。过去数年中，由于投资过热，投机需求旺盛，房地产市场泡沫不断累积。同时，政府出台了一系列调控措施，对房地产市场进行调整和规范，抑制投机性需求，稳定住房价格。2007 年底房地产市场的非理性繁荣得到遏制，而 2008 年的金融风暴和随之而来的世界范围内的经济衰退使得中国经济增速放缓，房地产行业进入深度调整。政府随即又出台了多项政策刺激房地产行业的复苏。

表 2：近一年来政府对房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2008.1	《关于促进节约集约用地的通知》	对闲置用地征缴增值地价；金融机构审慎贷款；
2008.8	《关于金融促进节约集约用地	禁止发放用于缴交土地价款的贷款；贷款抵押率不得超过抵押

	地的通知》	物估值的 70%，贷款期限不超过 2 年；审慎发放贷款，从严控制展期贷款或滚动授信
2008.10	《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度支持居民首次购买普通住房》	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008.10	财政部《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	个人首次购买 90 平米及以下普通住房的，契税率下调到 1%；个人销售、购买住房免征印花税；个人销售住房免征土地增值税。
2008.12	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	一、加大保障性住房建设力度。 二、鼓励普通商品住房消费 三、支持房地产开发企业积极应对市场变化。 四、强化政府稳定市场的职责 五、加强房地产市场监测
2009.1	四大行关于存量房贷利率优惠措施	只要 2008 年 10 月 27 日前执行基准利率 0.85 倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请七折优惠利率。

资料来源：中诚信评估整理

表 3：近一年来影响房地产行业的利率政策

时间	主要内容
2008.9.16	下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点；中小存款类金融机构准备金率下调 1%。
2008.10.8	下调存款类金融机构准备金率 0.5%；下调一年期存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次基准利率作相应调整。
2008.10.22	个人首次购买 90 平米及以下普通住房，契税税率下调到 1%；个人销售或购买住房暂免征收印花税；个人销售住房暂免征收土地增值税。
2008.10.22	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008.10.30	下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27%；其他各档次相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008.11.4	央行不再硬约束商业银行信贷规划。下调金融机构存贷款基准利率各 1.08%，其他档次作相应调整。下调中央银行再贷款、再贴现等利率。下调工、农、中、建设等大型存款类金融机构准备金率 1%，下调中小型存款类金融机构准备金率 2%。继续对汶川地震灾区和农村金融机构执行优惠的准备金率。下调个人住房公积金贷款各档次利率 0.54%。
2008.12.17	廉租住房保障建设贷款利率较基准利率下浮 10%。新建廉租住房项目资本金不低于总投资的 20%；改建廉租房项目资本金不低于总投资的 30%。廉租住房保障建设贷款期限最长不超过 5 年。廉租住房保障建设贷款利率较基准利率下浮 10%。
2008.12.23	下调存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次作相应调整；下调中央银行再贷款、再贴现利率；下调金融机构准备金率 0.5%；下调个人住房公积金贷款利率 0.18%。

资料来源：中诚信评估整理

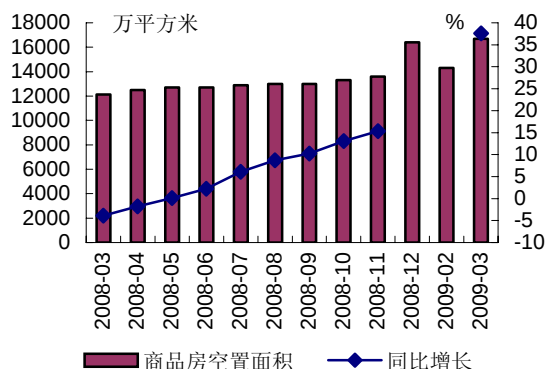
2008 年政府通过减免商品房交易税费,下调房贷利率等实际措施刺激消费者购买商品房的积极性。同时,政府政策开始指向住房保障,加大保障性住房建设力度。2008 年 11 月住房和城乡建设部宣布计划用三年多时间投资近 9,000 亿元,增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用住房,进行 220 多万户棚户区的改造。2008 年 12 月中央银行和银监会发布了廉租住房建设贷款利率优惠政策,贷款利率较同期同档次贷款基准利率下浮 10%。保障性住房建设的全面启动成为行业深入调整的情况下房地产企业获得稳定收入和现金流入的较好机会。但整体来看对房企利好有限,保障住房的利润较低,房企获利有限,且保障房入市对接近保障房的商品房价格和销售有一定的冲击。

中诚信评估认为,近期政府针对房地产市场的“新政”在短期内难以见效,行业景气度不会明显回升,2009 年对中国房地产公司来说仍将是艰难的一年。中期来看,上述政策的效果尚待关注,而宏观经济的前景和消费者信心将在相当程度上影响到政策的实施效果。

消化库存、改善流动性仍是行业面临的主要挑战

2008 年以来,随着房地产市场进入调整期,商品房销售压力加大,空置面积逐月增多,截至 2009 年 3 月末,商品房空置面积升至 1.67 亿平方米,比上年同期增加了 37.59%。

图 4: 2008~2009.3 中国商品房空置面积及变化



资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估研究

从房地产上市公司的情况来看,截至 2008 年末,上市公司的流动性没有明显改善。截至 2008 年末行业平均存货周转率降至 0.32,2008 年行业经营活动净现金流总计小幅降至-372.67 亿元。

表 4: 近年中国 A 股上市房地产公司部分流动性指标

	平均存货 周转率(次)	经营活动净现 金流总计(亿元)
2006	0.49	-133.80
2007	0.43	-328.82
2008	0.32	-372.67

注: 此表的上市房地产公司归类采用申银万国行业分类中的房地产开发类别。

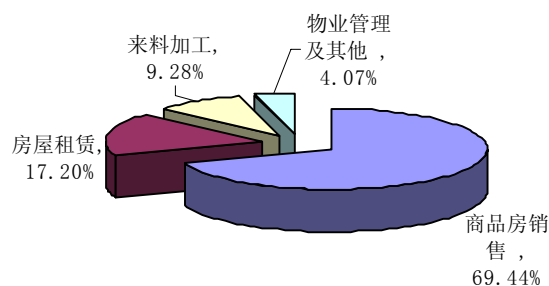
资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估整理

总体看,整个房地产行业面临较大的库存消化压力,行业流动性仍待改善。

业务运营

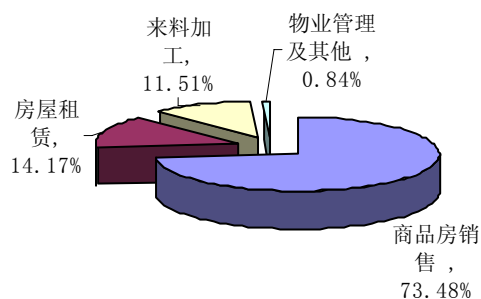
公司主营业务包括商品房开发业务和工业地产业务。其中工业地产业务包括来料加工¹和物业租赁两部分。从 2007 年开始商品房销售成为公司主要的收入和利润来源,2008 年公司商品房开发业务收入和利润占比均升至 70%左右,而来料加工业务收入和利润贡献均较上年下降了约 6 个百分点。

图 5: 公司 2008 年各业务板块收入占比



资料来源: 公司定期报告

图 6: 公司 2008 年各业务板块利润占比



资料来源: 公司定期报告

商品房开发业务

从房地产销售情况来看,2008 年公司商品房结算收入和结算面积同比增长较多,但受房地产行业

¹来料加工是公司 and 外方合作经营模式,公司提供厂房,负责招聘员工,获得工缴费收入,外方提供设备,组织生产,并负责相关材料的进口及产品的出口销售。

深度调整影响，其销售面积和销售金额同比下降。

表 5：2007~2008 年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2007	2008	同比变化
新开工面积	14.9	12.76	-14.36%
结算面积	3.7	8.81	138.11%
结算金额	4.90	7.55	54.08%
销售面积	11	9.10	-17.27%
销售金额	12.86	9.18	-28.62%

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从 2009 年计划情况看，公司对房地产市场保持了较好的预期，计划新开工面积更是在大部分房企缩减开工的情况下较 2008 年增长了 69.20%。2009 年新开工集中在北京和成都的两个项目上，其中北京后沙峪项目占比较大。同时，我们注意到，短期内房地产市场走势仍不明朗，公司计划目标的实现仍取决于房地产市场的后续调整情况。

表 6：2009 年公司住宅开工及进度计划

单位：万平方米

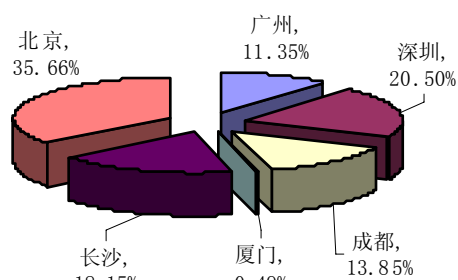
项 目	新开工面积	工程形象进度
北京后沙峪	17.30	一期达到预售条件
成都御岭湾	4.29	二期完成竣工备案及入伙
深圳宝安 115 区 深圳中粮澜山	--	完成竣工备案及入伙
合 计	21.59	--

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

在项目资源方面，截至 2008 年末，公司在在建拟建项目共 8 个，按权益计占地面积 213.35 万平方米，按权益计规划总建筑面积 165.41 万平方米。从 2009 年的新开工面积看，公司目前的土地储备能够满足未来 3~5 年的需要，土地储备较充足。

2008 年公司新增北京后沙峪项目，规划总建筑面积 52.08 万平米，总价款约 26 亿并全部支付，该项目是近年来公司取得的建筑面积最大、价款最高的项目。该项目的取得增加了公司的土地储备规模，同时公司成功进入北京市场，优化了项目区域布局。

图 7：截至 2008 年末公司项目资源区域分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

在发展战略方面，公司将在北京、上海、深圳、成都等中心城市专注于高档住宅和城市综合体开发。该战略将在一定程度上影响资金和产品的周转速度，但长期来看该战略将使公司的项目具有较大的盈利空间。

总体看，2008 年的公司的商品房销售业绩受到房地产市场深幅调整影响而有所下滑，商品房开发销售和土地储备的规模较一流房地产企业存在较大差距。但我们认为中粮集团资产注入的承诺一旦实现将对公司的业务实力和行业地位有很大提升。截至目前，集团的资产注入仍没有明确的时间表，我们将对此保持持续关注。

工业地产业务

公司的工业地产业务包括来料加工和物业租赁两部分，主要集中在深圳市宝安区，是国内最大的工业地产企业之一。2008 年该业务实现收入 2.88 亿元，较上年增长了 2.42%，其中物业租赁收入约占 65%。

物业租赁方面，2008 年在金融危机的影响下，公司依然实现了租赁收入、租赁面积和出租率的增长。2009 年公司计划实现物业出租率 92.11%，较前两年下降的原因主要是部分客户到期解约或提前解约而尚无新签客户。2009 年公司拟新建两个租赁项目，建筑面积共 8.8 万平方米，项目建成后将有助于提升租赁业务收入。

表 7：2007~2008 公司房屋租赁情况

	2007	2008	同比增减
可出租面积（万平米）	92.30	95.80	3.5
出租率（%）	94.39	99.00	4.61 个百分点
租金收取率（%）	99.08	99.00	--
租赁收入（亿元）	1.53	1.87	22.46%
毛利率（%）	46.66	45.70	-0.96 个百分点

资料来源：公司定期报告

来料加工方面，截至 2009 年 4 月末，公司来料加工物业（厂房及宿舍）共四个来料加工厂，可供出租面积 21.07 万平方米。2008 年该业务实现收入 1.01 亿元，同比下降 21.40%，主要原因是 2008 年 9 月宝深厂和宝信厂（以下简称“宝深信”）合同期满结业，宝深信的结业对公司来料加工业务收入的影响将在 2009 年有更明显的体现。来料加工厂作为特定历史时期的产物，随着我国经济政策的转变正逐渐消失，未来公司的来料加工业务将全部变为物业租赁，整体看对工业地产收入影响有限。

总体看，全球经济衰退尚未见底，公司工业地产业务仍面临金融危机的考验，同时，我们注意到，公司客户 50%以上为东芝、万宝至、艾默生等世界 500 强企业，相对于国内沿海小型企业其对金融危机的承受力更强，公司工业地产运营具有相对稳定性，依然能够为公司发展房地产业务提供良好的现金流支持。

财务分析

资本结构

截至 2008 年末，公司总资产为 90.48 亿元，同比上升了 50.57%，资产的增长主要缘于存货的大规模增加。而公司资产增加形成资金缺口主要通过集团 20.67 亿元的委托贷款和 12 亿元的公司债券发行补充，因此公司负债规模显著增加，加之权益小幅下降，公司杠杆比率大幅上升，截至 2008 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 63.78%和 60.03%，同比分别增长了 24.63 和 31.08 个百分点。2009 年一季末公司债务结构基本维持年初水平。公司的资产负债率处于行业平均水平，而总资本化率处于行业较高水平，付息债务压力较大。同时，从资金收支计划来看，公司 2009 年存在较大的资金缺口，公司杠杆比率仍有上行压力。

图 8：2006~2009.Q1 公司资本结构示意图

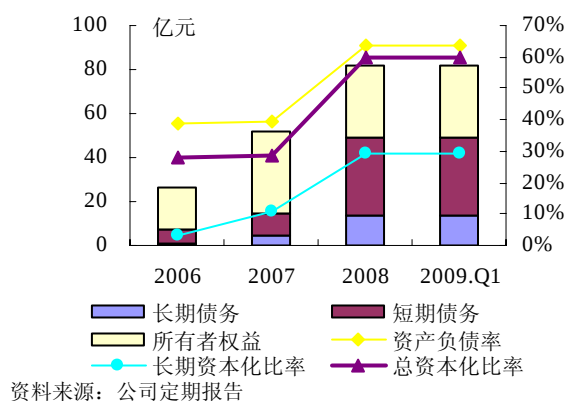


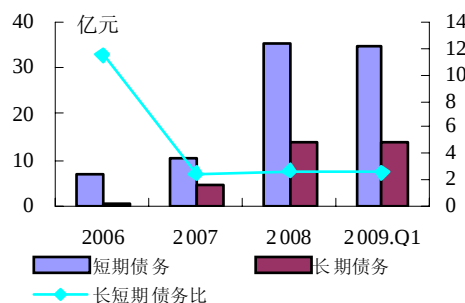
表 8：截至 2008 年末部分上市公司资本结构指标

公 司	资产负债率	总资本化比率	短期债务/长期债务
万科 A	67.44%	45.81%	1.20
保利地产	70.78%	59.07%	0.24
金地集团	70.34%	55.29%	0.43
新湖中宝	63.28%	52.26%	0.90
华发股份	64.49%	48.55%	0.35
滨江集团	75.21%	49.64%	0.68
中华企业	63.67%	54.86%	1.46
中粮地产	63.78%	60.03%	2.61
行业均值	63.42%	47.85%	-

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

从债务结构来看，2008 年公司向集团借入一年期委托贷款 20.67 亿元，使公司短期债务升至 35.57 亿元，同比增长了 235.57%。而长期债务由于 12 亿元公司债券发行，也升至 13.65 亿元。截至 2008 年末公司短期债务/长期债务为 2.61，2009 年一季末该比例为 2.57。但我们注意到，短期债务中大部分为集团委托贷款，较银行短期借款相对灵活和稳定。

图 9：2006~2009.Q1 公司债务结构示意图



流动性

从资产的流动性来看，2008 年公司流动资产占总资产的比重为 79.83%，流动资产中存货占比

69.37%，货币资金占比 17.91%，其他应收款占比 11.97%，其他应收款主要为公司向合营公司广州市鹏万房地产有限公司提供的借款本金和利息。

截至 2008 年末，公司的货币资金总额为 12.93 亿元，同比下降了 19.12%，占总资产的比重下降了 12.31 个百分点。截至 2009 年 3 月末，公司拥有货币资金 12.16 亿元，货币资金/短期债务降至 0.35。货币资金无法覆盖短期债务，公司面临较大的现金流压力。

存货方面，截至 2008 年末公司存货余额为 50.11 亿元，同比增加了 284.46%，其中拟开发产品占存货总额的 75.37%，主要原因为本期新增了北京后沙峪项目和天津六纬路项目一期（一级开发）等。总体看，公司存货增长较多，但主要集中于未开发土地方面，开发资金需求较大。同时，我们注意到，2008 年公司计提了存货跌价准备 2,869.63 万元，对净利润有一定影响。由于公司大部分项目为集团注入且在土地价格较高的 2007 年没有购买土地，因此公司现有项目资源的平均土地成本较低，我们认为未来公司计提存货跌价准备的可能性较小。

表 9：2007~2008 年公司存货明细

单位：亿元			
项 目	2007	2008	同比增减
在建开发产品	8.31	10.17	22.30%
拟开发产品	1.42	37.77	2559.06%
已完工开发产品	3.08	2.10	-31.92%
其他存货	0.22	0.07	-68.31%
合 计	13.03	50.11	284.46%

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 10：公司 2008 年计提存货跌价准备明细

单位：万元	
项目名称	计提数
深圳宝安 78 区幸福花园	2,784.77
宝河大厦 C-606 房	24.87
海滨广场一期九栋 210 房	59.99
合 计	2,869.63

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2008 年由于存货中拟开发产品大幅增加，公司的存货周转率和总资产周转率分别降至 0.15 和 0.14，均为同行业较低水平。

另外，在现金获取能力上，2008 年公司经营性净现金流为-34.70 亿元，经营现金流出较上年增加了 31.15 亿元，处于行业较低水平。主要受 2008 年金融危机影响公司收入下降，同时又购买土地支出

约 26 亿元，大大增加了公司的现金流出。

表 11：2008 年部分上市公司运营指标

	存货周 转率	总资产 周转率	经营性净现金 流（亿元）
万科 A	0.33	0.37	-0.34
保利地产	0.27	0.33	-75.90
金地集团	0.24	0.32	-17.51
新湖中宝	0.34	0.29	-13.19
华发股份	0.29	0.31	4.36
滨江集团	0.23	0.21	-18.02
中华企业	0.41	0.37	3.49
中粮地产	0.15	0.14	-34.70
行业均值	0.32	0.30	-3.76

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

总体看，公司的货币资金不足，存货大幅增加，存货周转率和经营性净现金流指标均有所弱化，且未来项目开发资金需求也较大。公司预计 2009 年房地产土地和建安支出约 32 亿元，其中尚不包括可能的新增土地支出，从公司自有资金和各项业务收入来看存在较大资金缺口，公司资金压力较大。但我们认为，在资金方面公司有望获得大股东的有力支持，资金压力可能在一定程度上得到缓解。

盈利能力

2008 年公司实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 31.94%，主要由于商品房结转收入增加。2008 年公司毛利率为 55.48%，较 2007 年下降 7.42 个百分点。2008 年珠三角商品房价格下降幅度较大，而公司结转了部分当年销售的项目，直接导致公司商品房销售业务毛利率下降了 10.37 个百分点，进而拉低公司整体毛利率水平。

2009 年一季度，由于结转商品房收入较上年同期下滑较多，本期公司营业收入为 1.16 亿元，较上年同期下降了 47.14%。由于结转项目毛利率较低，2009 年一季度公司营业毛利率为 41.42%。

图 10：2006-2009.Q1 公司营业毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 12：2007~2009.Q1 公司主要业务板块毛利率情况

	2007 调整前	2007 调整后	2008	单位：% 同比增减 (百分点)
商品房销售	69.03	69.08	58.71	-10.37
房屋租赁	48.51	46.66	45.70	-0.96
来料加工	75.38	68.61	68.77	0.16
物业管理及其他	18.26	38.93	11.45	-27.48
公司毛利率	62.91	62.91	55.48	-7.43

注：公司 2008 年报审计单位利安达会计事务所有限公司对公司主营业务各板块的收入构成进行了调整，因此 2007 年的毛利率分调整前和调整后的两列，调整前为 2007 年报披露数，调整后为 2008 年报披露数。

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

期间费用方面，公司一直维持高期间费用的运营模式。2008 年和 2009 年一季度公司期间费用合计分别为 2.74 亿元和 0.49 亿元，占营业总收入比率分别为 25.20%和 42.38%。其中 2009 年第一季度三费收入占比较大的原因主要是当期确认的营业收入较少所致。而鉴于销售费用及管理费用均与房地产销售情况有关，我们认为两项费用与当年销售收入的比率能够更好的说明公司的费用控制情况。2008 年，公司的销售费用和管理费用合计占销售收入的比率合计较上年大幅增加 7.29 个百分点，公司的费用控制能力有待提高。

表 13：2007~2009.Q1 公司三费分析

	2007	2008	2009.Q1
销售费用(亿元)	0.26	0.57	0.06
管理费用(亿元)	1.45	1.66	0.29
财务费用(亿元)	0.14	0.51	0.15
三费合计(亿元)	1.85	2.74	0.49
营业总收入(亿元)	8.24	10.87	1.16
三费收入占比(%)	22.50	25.20	42.38
销售收入*(亿元)	16.20	12.50	--
销售费用收入占比*(%)	1.60	4.56	--
管理费用收入占比*(%)	8.95	13.28	--

注：销售收入*为当年房地产销售合同收入与其它业务收入之和

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2008 年公司实现净利润 1.38 亿元，同比下降了 70.54%。一方面公司计提了部分存货跌价准备，而销售费用和财务费用均有较大增幅；另一方面，2007 年公司转让股权获得投资收益 2.85 亿元，从而加大了 2008 年净利润的降幅。

2009 年一季度，公司净亏损 1,194.64 万元，比上年同期下降了 137.80%，主要由于一季度商品房结算收入大幅减少的同时财务费用同比大幅增加

且管理费用也具有一定刚性。

同时我们注意到，公司预计 2009 年上半年归属母公司净利润亏损 2,800 万元，较上年同期下降 127.62%。原因在于 2009 年上半年公司商品房结转收入减少，来料加工业务受宝深信合同到期影响收入也将有所下降，而结算项目的毛利率较低，且各项成本和期间费用具有相对刚性。根据公司 2009 年的竣工计划和 2008 年末的已售未结转情况预计，2009 年下半年将有较多结算收入，业绩亦将有所好转。

总体看，受房地产深幅调整和结算项目差异影响，2008 年和 2009 年一季度公司净利润和毛利率明显下滑，费用控制能力也有待加强。预计 2009 年下半年随着高附加值项目的结转增加及费用控制能力的增强，公司各项盈利能力指标将有所好转。同时，我们注意到，公司近年结算项目取得时间较早，成本较低，未来随着这些项目结算完毕，公司整体的项目成本将有所上升，加之未来房地产行业走势较不确定，公司的营业毛利率恢复到 2008 年以前的水平存在一定困难。

偿债能力

截至 2008 年末，公司总债务升至 49.22 亿元，同比上升了 230.31%。2009 年一季度末总债务为 48.67 亿元，与年初基本持平。

表 14：2006~2008 年公司长期偿债能力指标

	2006	2007	2008
总债务（亿元）	7.51	14.90	49.22
长期债务（亿元）	0.60	4.30	13.65
EBITDA（亿元）	2.95	7.08	3.51
EBITDA 利息倍数（X）	12.07	9.74	1.63
长期债务/EBITDA（X）	0.20	0.61	3.89
总债务/EBITDA（X）	2.54	2.10	14.03

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从偿债指标来看，2008 年公司 EBITDA 大幅下降 50.46%，而债务规模增幅较大，使得各项偿债指标较 2007 年明显弱化，偿债能力有所下降。截至 2008 年末，公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 1.63、3.89 和 14.03，EBITDA 对利息及总债务的保障能力不足。

在债务偿还期限方面，截至 2008 年末公司长期借款仅 1.80 亿元，均在 2010 年到期，到期还款

压力较小。同时我们注意到，公司短期借款金额较大，考虑到主要为中粮集团的委托贷款，偿还期限具有一定灵活性，一定程度缓解了偿债压力。

银行授信方面，截至 2009 年 3 月末，公司共获得商业银行授信 55.2 亿元，其中未使用额度 20.18 亿元，具备一定财务弹性。

或有负债方面，截至 2008 年 12 月 31 日，公司仅为控股子公司提供担保 3.00 亿元，占净资产的 9.15%，对公司影响较小。

总体来看，受房地产市场深幅调整影响，2008 年下半年以来，公司杠杆比率大幅上升，净利润和营业毛利率等盈利指标下滑，流动性和偿债能力明显弱化。但是，我们注意到，公司的银行融资渠道较通畅，且拥有大股东中粮集团在资金方面的大力支持，这些有助于缓解财务指标弱化对公司信用水平的影响。

担保实力

本次债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2005 年 10 月，中国建设银行在香港联合交易所上市，成为中国国有四大银行中首家实现境外上市的银行。2007 年 9 月 25 日，建行在上海证券交易所挂牌上市。公开上市使得建行的资本状况、盈利能力、资产质量显著改善，财务素质显著提升，而公司治理结构、内部控制和风险管理也有望进一步完善。

近年来，中国建设银行是中国第二大商业银行，拥有整个银行体系资产约 12.11% 的市场份额。截至 2008 年末，建行资产总额、存款总额和贷款总额分别为 7.55 万亿元、6.38 万亿元和 3.79 万亿元，其中，投向基础设施行业的贷款同比增长 19.52% 至 1.19 万亿元。建行在中长期项目融资和不动产融资领域内拥有比较明显的市场优势，同时在个人住房贷款领域也拥有领先的市场地位。

2008 年，建行实现净利润 926.42 亿元，同比增长 33.99%；平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.31% 和 20.81%，在全球大型银行中处于领先水平。同时，建行的不良贷款率降至 2.21%，拨备

覆盖率提高至 131.58%，同比提高 27.17 个百分点，是国有银行中不良贷款拨备覆盖率最高的银行，表明了建行在应对金融危机和经济周期下行方面的审慎态度。

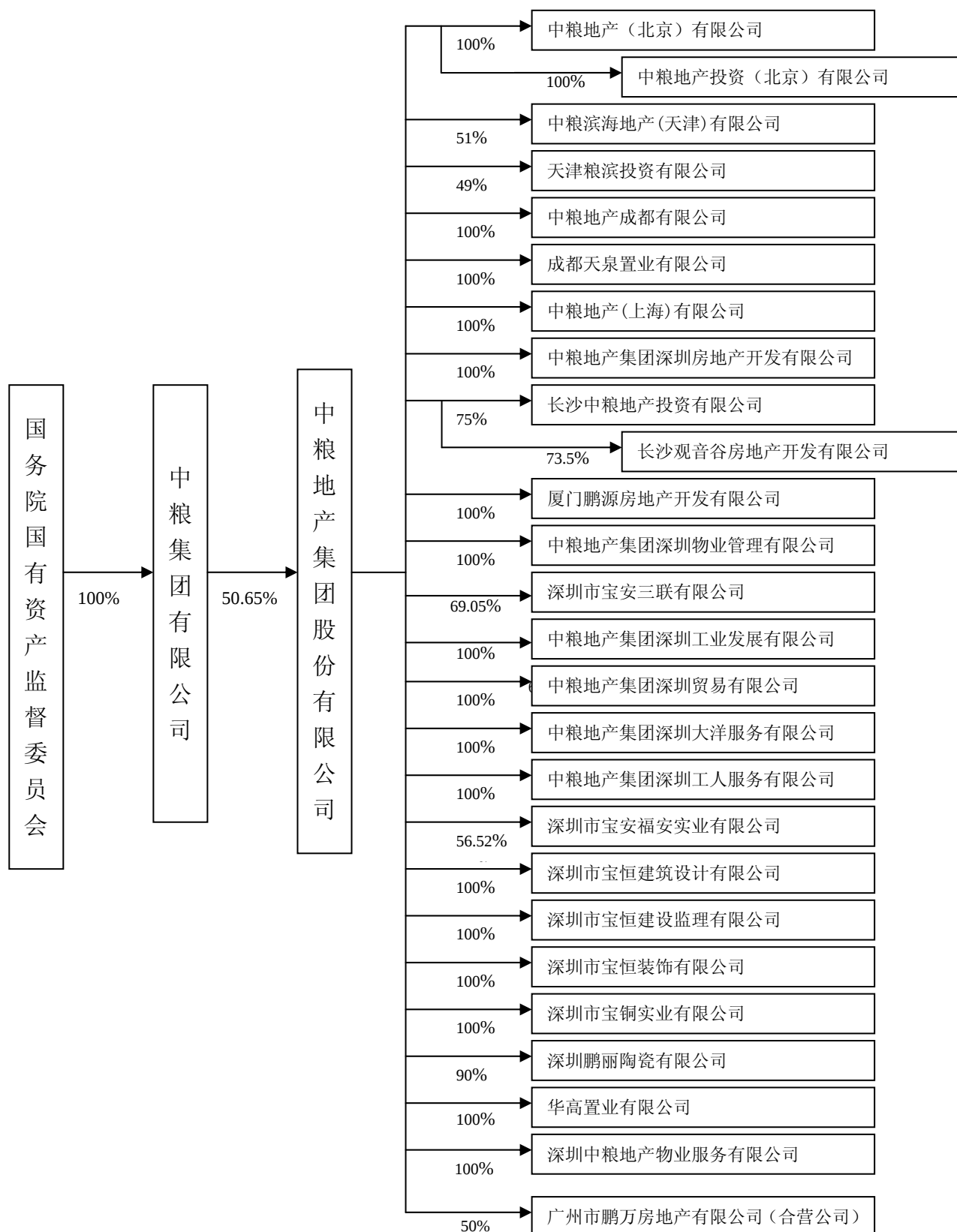
随着风险资产的快速增长，截至 2008 年末，建行的资本充足率与核心资本充足率分别同比下降至 12.16% 和 10.17%。2009 年，建行于 2 月 26 日在全国银行间债券市场公开发行总额为 400 亿元的次级债券，用于充足附属资本，提高资本充足率水平。

截至 2008 年末，中央汇金投资有限责任公司直接持有建行 48.22% 的股份，并通过其全资子公司中国建银投资有限责任公司间接持有该行 8.85% 的股份，是该行的控股股东。建行在中国金融体系中仍然具有重要的地位，因此，政府对建行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信评估认为，建行综合财务实力极强，能够为“中粮地产（集团）股份有限公司 2008 年公司债券”的本息偿付提供强有力的保障。

结 论

综上所述，中诚信评估维持发行主体中粮地产主体级别 **AA⁻**，本次债券级别 **AAA**，评级展望稳定。

附一：中粮地产(集团)股份有限公司股权结构图（截至 2008 年 12 月 31 日）



附二：中粮地产(集团)股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008	2009.Q1
货币资金	22,743.34	159,910.71	129,338.90	121,616.52
应收账款净额	1,862.62	3,094.12	2,820.30	1,541.33
存货净额	77,632.88	130,333.39	501,079.25	508,039.56
流动资产	126,525.01	387,487.44	722,278.25	722,669.01
长期投资	56,650.82	82,482.71	53,953.62	59,024.31
固定资产合计	126,465.42	124,023.35	123,532.90	122,070.93
总资产	315,175.68	600,900.59	904,760.68	908,733.66
短期债务	69,100.00	106,000.00	355,700.00	350,200.00
长期债务	6,000.00	43,000.00	136,465.37	136,494.90
总债务（短期债务+长期债务）	75,100.00	149,000.00	492,165.37	486,694.90
总负债	123,295.42	235,293.97	577,092.09	578,118.27
所有者权益（含少数股东权益）	191,880.26	365,606.62	327,668.59	330,615.39
营业总收入	36,703.45	82,376.98	108,684.63	11,609.24
三费前利润	19,469.79	37,736.54	43,228.70	3,902.21
投资收益	11,899.87	36,728.23	8,622.64	-117.23
净利润	17,058.03	46,906.75	13,818.00	-1,194.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	29,541.56	70,825.92	35,088.81	-
经营活动产生现金净流量	-7,593.49	-35,504.73	-346,971.03	5,393.96
投资活动产生现金净流量	-10,491.86	-27,616.14	-2,800.37	-1,311.58
筹资活动产生现金净流量	32,549.93	200,297.54	319,229.01	-11,804.76
现金及现金等价物净增加额	14,453.98	137,167.37	-30,571.81	-7,722.38
财务指标	2006	2007	2008	2009Q1
营业毛利率（%）	56.39	62.91	55.48	41.42
所有者权益收益率（%）	8.89	12.83	4.22	-
EBITDA/营业总收入（%）	80.49	85.98	32.28	3.78
速动比率（X）	0.44	1.41	0.51	0.49
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	-0.24	-0.70	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	-0.33	-0.98	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.10	-4.88	-56.48	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.07	9.74	5.71	-
总债务/EBITDA（X）	2.54	2.10	14.03	-
资产负债率（%）	39.12	39.16	63.78	63.62
总债务/总资本（%）	28.13	28.95	60.03	59.55
长期资本化比率（%）	3.03	10.52	29.40	29.22

附三：中国建设银行主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万元）	2006	2007	2008
贷款总额	2,873,516.00	3,272,157.00	3,793,943.00
贷款损失准备	-77,633.00	-88,928.00	-110,368.00
关注贷款	265,888.00	227,434.00	217,100.00
不良贷款（五级分类）	94,399.00	85,170.00	83,882.00
总资产	5,448,511.00	6,598,177.00	7,555,452.00
风险加权资产	3,091,089.00	3,683,123.00	4,196,493.00
存款总额	4,721,256.00	5,340,316.00	6,375,915.00
总负债	5,118,307.00	6,175,896.00	7,087,890.00
总资本	330,204.00	422,281.00	467,562.00
净利息收入	140,368.00	192,775.00	224,920.00
手续费及佣金净收入	13,571.00	31,313.00	38,446.00
汇兑净损益	-6,068.00	-7,820.00	2,642.00
证券交易净收入	349.00	659.00	1,977.00
投资净收益	1,706.00	2,200.00	-850.00
其他净收入	286.00	332.00	372.00
非利息净收入	9,844.00	26,684.00	42,587.00
净营业收入合计	150,212.00	219,459.00	267,507.00
业务及管理费用（含折旧）	-57,217.00	-78,992.00	82,278.00
拨备前利润	83,801.00	120,641.00	154,853.00
贷款损失准备支出	-18,997.00	-20,106.00	-36,246.00
税前利润	65,717.00	100,816.00	119,741.00
净利润	46,322.00	69,053.00	92,599.00
财务指标	2006	2007	2008
核心资本充足率	9.92	10.37	10.17
资本充足率	12.11	12.58	12.16
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	3.29	2.60	2.21
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	12.54	9.55	7.93
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	82.24	104.41	131.58
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	23.15	16.66	14.51
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.83	3.23	3.20
拨备前利润/平均总资产	1.67	2.00	2.19
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	14.99	18.35	20.81
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.92	1.15	1.31
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	6.55	12.16	15.92
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	44.21	45.03	42.11
总贷款/总存款	60.86	61.27	59.50

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (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)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。