



信用等级通知书

信评委函字[2010] 跟踪003号

中粮地产（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2008年中粮地产（集团）股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一零年四月二十三日

中粮地产（集团）股份有限公司公司债券 2010 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	2008/08/25~2018/08/25		
上次评级时间	2009/05/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁻	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁻	

概况数据

中粮地产	2007	2008	2009
所有者权益（亿元）	36.56	32.77	64.63
总资产（亿元）	60.09	90.48	132.87
总债务（亿元）	14.90	49.22	47.26
营业总收入（亿元）	8.24	10.87	20.14
营业毛利率（%）	62.91	55.48	35.98
EBITDA（亿元）	7.08	3.51	6.03
所有者权益收益（%）	12.83	4.22	5.82
资产负债率（%）	39.16	63.78	51.36
总债务/EBITDA（X）	2.10	14.03	7.84
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	2.18	2.19
中国建设银行	2007	2008	2009
资产总额（亿元）	65,981.77	75,554.52	96,233.55
净利润（亿元）	690.53	925.99	1,068.36
平均资本回报率（%）	18.35	20.81	20.80
平均资产回报率（%）	1.15	1.31	1.24
不良贷款率（%）	2.60	2.21	1.50
资本充足率（%）	12.58	12.16	11.70

分析师

王 娟 jwang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (010)66427788 (021)51019090

Fax: (010)66420866 (021)51019030

2010 年 4 月 23 日

基本观点

2009 年，在中国房地产市场强劲复苏的背景下，中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）业务运营改善，财务实力提升；通过参股招商证券使公司分享了金融资产升值带来的资本溢价，降低了公司的杠杆水平；大股东资产注入承诺进入实施阶段，有利于公司业务规模的扩大和行业地位提升，而以低密度项目和中高端住宅为主的项目资源有利于公司未来盈利能力的提升。虽然短期政策波动对房地产市场有所影响，但公司作为股东背景强大的央企，具有较强的抗风险能力。同时，我们注意到，公司工业地产业务转型过程中现金流入贡献有所下降，开发规模增大使公司仍面临一定资金压力。这些因素可能对公司信用水平带来挑战。

中诚信评估维持中粮地产主体信用等级 AA⁻，维持本次公司债券信用等级 AAA，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

- 行业长期看好，行业整合有加速趋势。在城市化进程加快、居民自住及投资需求增长等因素的推动下，中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持；土地成本波动、金融财税政策调整短期内虽可能对市场预期和行业盈利水平产生影响，但同时也相应地提高了行业进入门槛和持续经营的难度，这将为综合实力强、品牌影响力和股东支持力度大的房地产企业提供市场整合机会，优势房地产企业的综合竞争力将得到加强。
- 营业收入大幅增长。2009 年市场的快速复苏使公司的经营业绩大幅好转，销售金额较上年同比增幅达 239.32%。同时公司以低密度项目和高端住宅为主的产品类型具有较大的获利空间，有助于未来盈利能力的提升。
- 大股东资产注入承诺进入实施阶段。2009 年

11 月公司股东大会通过配股收购大股东下属 5 家房地产开发公司股权的议案，随着资产注入的逐步推进，公司的业务实力和财务实力都将快速提升。

- 成功的股权投资增强了资本实力。2009 年，因公司参股的招商证券成功实现 IPO，该项投资为公司带来约 31 亿元的溢价，增强了资本实力，并使公司资产负债率大幅下降至 51.36%，资本结构得到改善。

关 注

- 由于住房需求具有民生保障和投资的双重属性，加之房地产行业的关联产业众多，容易成为宏观调控的着力点，因此需注意短期内政策波动对房地产市场的影响。
- 工业地产业务面临转型，收入和利润贡献下降。在金融危机和产业转型的背景下，2009 年公司工业地产业务收入下降，对公司现金流入有一定影响。
- 资金需求大。公司拟建在建项目较多，未来购买土地或接受大股东的股权转让都需要较多的资金，以公司目前的资金和获现能力来看，面临一定的资金压力。

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。截至2009年末，公司债券的募集资金全部按上述用途专款专用。

表 1：截至 2009 年末本次公司债券募集资金使用情况

单位：万元

承诺项目	拟投入金额	2008投入金额	2009投入金额	累计投入金额
归还银行贷款	24,000	24,000	-	24,000
中粮万科·金域蓝湾项目	94,650	47,000	47,650	94,650
合 计	118,650	71,000	47,650	118,650

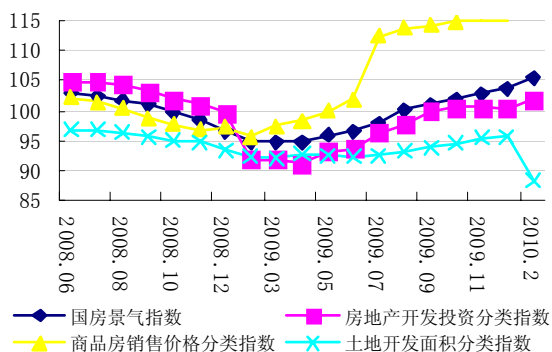
资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

行业关注

2009年刺激政策释放刚性及投资需求，房地产市场供需失衡推涨房价，未来供应提速将一定程度缓解供不应求的局面

2009年，在积极的财政政策、宽松的信贷政策及行业优惠政策共同推动下，中国房地产市场快速回暖，商品房销售价格、成交量和土地价格均实现了全面上涨并创历史新高。2010年2月，国房景气指数升至105.47，已经回复到2008年初的水平。价格方面，国家统计局公布2010年2月全国70个大中城市房屋销售价格指数同比上涨10.70%，同时2009年商品房销售均价同比增长21.09%，增幅大于2007年14.86%的增长水平。我们认为供需失衡是房价上涨的直接原因。

图 1：2008 年 6 月以来部分国房景气指数

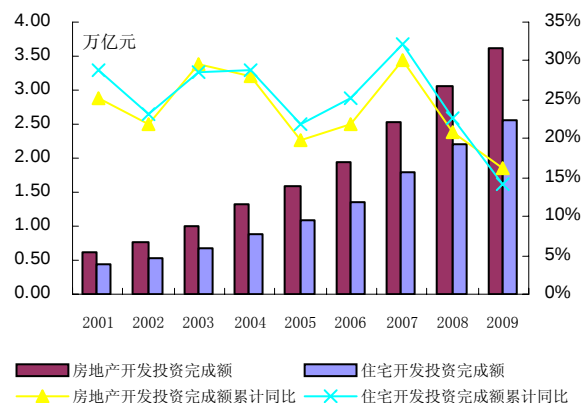


数据来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

需求方面，2009年全国商品房销售面积达到9.37亿平方米，同比增长42.10%，商品房销售额达到4.40万亿元，同比增长75.50%，绝对值和增速均创历史新高。宽松的信贷环境、优惠的购房政策和对房价持续上涨的预期使得房地产市场的投资需求旺盛。

供应方面，从全国房地产市场的供应情况看，2009年全国房地产开发投资增速从一季度开始稳步回升，但全年增速仍处于近9年来的最低点，全年房地产开发投资完成额为3.62万亿元，增速仅为16.10%，远低于近9年来23.76%的平均水平。

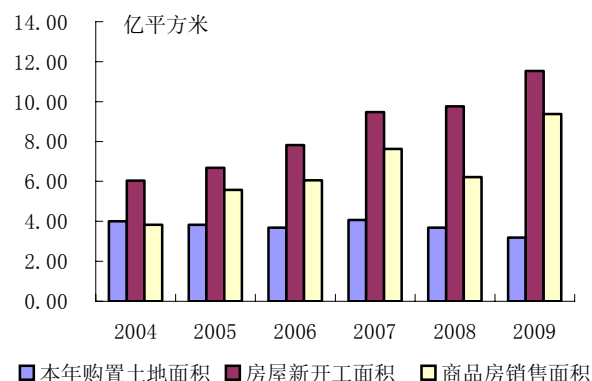
图 2：2001~2009 年全国房地产开发投资情况



数据来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

从具体开发运营情况看，土地供应的速度落后于消耗的速度导致了房屋供应短缺。根据国家统计局的统计，2004~2009年间，全国商品房销售面积增长了145.12%，新开工面积增长了90.99%，而土地购置面积反而下降了20.20%。相对于开发规模，开发商持有的土地存量资源不断减少。

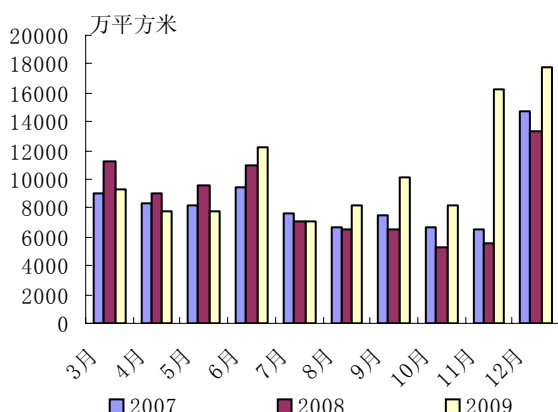
图 3：2004~2009 年全国土地购置面积和房屋开发、销售面积比较



数据来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

此外，近三年房地产行业的大幅波动加深了需求与供应之间的缺口。新开工方面，2008 年下半年至 2009 年初市场的深幅调整使开发商纷纷调低了新开工面积，这直接导致 2009 年出现新房供应较往年不足的情况。2009 年反映市场中期供求水平的商品房新开工面积/销售面积为 1.23，是 2006 年以来最低水平，导致可售面积大幅下降。

图 4：2007~2009 年房屋单月新开工面积比较



数据来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

其他供需指标方面，2009 年，商品房市场竣工面积/销售面积降为 0.75，低于 2007 年水平；反映市场短期供求水平的商品房施工面积/销售面积由 2008 年的 4.42 降为 3.41。

表 2：2005~2009 年全国商品房供需相关指标

	竣工面积/ 销售面积	施工面积/ 销售面积	新开工面积/ 销售面积
2005	0.87	2.95	1.20
2006	0.87	3.20	1.29
2007	0.76	3.10	1.24
2008	0.94	4.42	1.57
2009	0.75	3.41	1.23

数据来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

总体看，2009 年房地产市场高涨的投资性需求和减少的新房供应，导致了房地产市场供求差距在经历 2008 年的短暂缓和后又再次拉大，直接推动了房价的持续上涨。我们预计，受供需失衡影响 2010 年上半年房价还将在高位徘徊。

同时，我们注意到，市场的快速回暖刺激了房地产投资和新开工的增长，市场供应将提速。投资方面，2009 年投资增速逐月显著回升并将在 2010 年得以延续；新开工方面，基于市场需求和良好预期，2009 年 6 月份以来市场新开工面积和各房地产企业 2010 年计划新开工面积均大幅增长，这部分

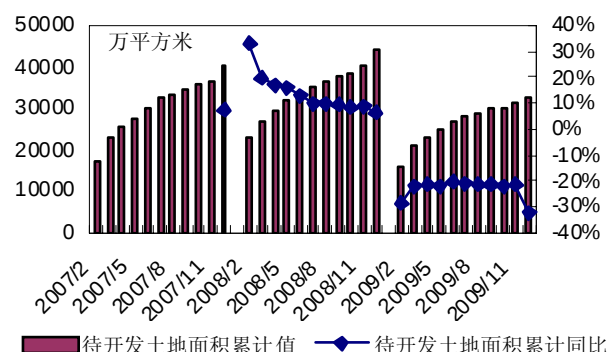
将在 2010 年下半年开始陆续上市(见图 3)。另外，2010 年以来国土部门加大打击囤地、炒地行为，加强闲置土地的清查工作，这一措施也将促使房地产企业加快开工和项目运转。未来市场上新房供应的增多将有利于缓解供求紧张局面。

房地产企业流动性改善，抵御风险能力有所提升

在行业快速回暖的背景下，房地产企业流动性得到改善。

2009 年房地产行业呈现出较为明显的去库存特征，房企消化存货的压力减小。一方面，2009 年商品房销售大幅增长，竣工比达到近年来最低水平；另一方面，房地产开发投资增速达到历史低位，而且待开发土地面积大幅下降，2009 年末全国待开发土地面积为 32,560.66 万平方米，为近四年来最低值，且较上年同期大幅下降 32.40%。总体看，房地产市场存货的消化速度快于增速，2010 年房地产企业面临的消化库存压力明显减小。

图 5：2007~2009 年全国待开发土地面积情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

同时，2009 年销售回款的大幅增加使房地产企业的资金充足性和流动性得到了较大的改善。从房地产行业 50 家上市公司业绩表现来看，2009 年预收账款合计和货币资金合计较上年分别大幅增长 105.38%和 97.60%；经营活动净现金流由负转正，合计现金流入较上年增加 517.01 亿元；良好的经营业绩也降低了付息债务的相对规模，总资本化率较上年下降了 2.15 个百分点。

表 3：2007~2009 年行业部分指标比较

单位：亿元

	货币资金	总资本化率	经营活动 净现金流	预收账款
2007	582.49	46.00%	-244.49	771.98
2008	595.95	50.52%	-272.49	682.94
2009	1,177.60	48.37%	244.52	1,402.61

注：上述行业资料来源于 2009 年报已公布的申万分类的 50 家房地产上市公司合计数

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

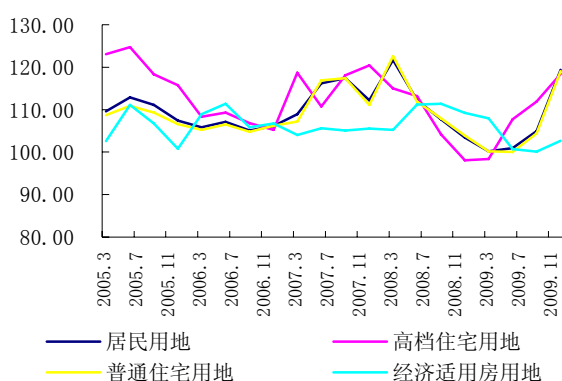
总体来看，房地产开发企业目前较为充裕的资金和较低的库存消化压力一定程度提升了其抗风险能力。

土地价格攀升，土地成本在房屋开发成本中的占比不断增大，提升房价上涨预期

在充裕的市场流动性的推动下，2009 年全国土地市场收入创历史新高，全年土地出让总收入达到 1.59 万亿元，同比增加 63.4%，约占全国财政总收入的 23%，其中房地产用地出让价款 1.34 万亿元，占出让总价款的 84.2%；2009 年土地出让总面积 20.9 万公顷，同比增加 38.3%。

随着经济的发展和房地产市场土地需求的增长，土地价格不断上涨。国家统计局数据显示，全国居民用地交易价格指数自 2000 年开始均为同比正增长，在 2009 年 12 月达到 119.40 的历史高位。土地价格的攀升进一步推涨了未来房地产销售价格，土地收益已成为财政收入的重要来源，土地成本已成为房屋开发成本的重要组成部分，土地储备的成本、规模及其区位价值直接关系着房地产企业未来的业务发展。房价的节节攀升推升了地价，而地价的不断高涨也强化了房价的增长预期。

图6：2005~2009年中国土地交易价格指数



数据来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

行业政策面由“扶持”转为抑制房价过快上涨，融资环境趋紧，行业整合加速

房地产行业具有明显的政策导向性，随着政策和市场的相互作用，房地产调控政策将更加复杂多变。2008 年房地产市场深度调整，政府随之出台了一系列鼓励政策，加之较为宽松的信贷环境，2009 年房地产市场迎来了强劲反弹。被压抑的刚性及投资需求得到释放，房地产市场成交量和成交价格均创历史新高，同时 2009 年下半年部分热点城市土地成交价格屡创历史新高，地王现象引起关注。在通货膨胀及房价迅速高企的压力下，政府于 2009 年末调整政策导向，取消了已到期的购房税费优惠政策，强化行业政策的执行和监督力度，打击投机投资性需求，力争使市场回归理性，平稳健康发展。

表 4：2009 年以来房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
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。
2009.5	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。
2009.6	银监会下发《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》	一、加强房地产行业形势研判；二、严格贷前检查和按揭贷款发放标准；三、进一步完善按揭贷款风险防控制度；四、进一步加强按揭贷款风险状况动态防控；五、加大监督力度和对违法违规行为的查处力度。
2009.9	房企融资门槛	证监会有关部门在房地产企业融资审核之前设了一道程序，即征求国土部、住建部等主管部门的意见。
2009.12	国务院要求遏制部分城市房价过快上涨势头	一、要增加普通商品住房的有效供给；二、是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三、要加强市场监管；四、要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009.12	《进一步加强土地出让收支管理的通知》	明确开发商“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。
2009.12	二手房交易营业税调整	自 2010 年 1 月 1 日起，个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过 5 年（含 5 年）的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的，按照其

销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年（含 5 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

2010.1 国务院办公厅《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》

“国十一条”一、增加保障性住房和普通商品住房有效供给；二、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求；三、加强风险防范和市场监管；四、加快推进保障性安居工程建设；五、落实地方各级人民政府责任。

2010.2 银监会下发《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》

要求信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。

2010.3 国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》

确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。土地出让最低价不得低于出让地块所在地级别基准地价的 70%，竞买保证金不得低于出让最低价 20%。土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。从 2010 年 4 月 1 日起，市、县国土资源管理部门要建立房地产用地开竣工申报制度。

资料来源：中诚信评估整理

另外，从上述房地产政策和 2010 年初以来国家对货币政策、信贷政策的调整来看，2010 年房地产企业通过银行、信托、资本市场（股权融资）等渠道融资整体有所收紧。

同时我们注意到，政策调控、紧缩的银行信贷和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业整合将提速，行业集中度将逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。资本实力较强且具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将得到进一步提升。

综上，中诚信评估认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内调控政策对行业影响主要体现在引导市场预期，压制非理性市场行为上。中长期来看，中国持续的城市化进程、居民财富的快速增长、国民经济支柱产业的地位等都有利

于房地产行业长期向好。而行业整合加速更有利于规模大、资金实力雄厚、品牌影响力强的大中型地产企业和具有强大股东支持的地产公司。

业务运营

公司主营业务以高端房地产开发和工业地产为主，其中工业地产业务包括来料加工¹和物业租赁两部分。2009 年随着住宅地产市场的快速回暖和工业地产的调整转型，公司房地产开发业务的营业收入达 17.16 亿元，同比大幅增长了 127.38%，该业务的营业收入和毛利在全部业务中的占比显著提升，分别达到 85.23%和 83.49%，核心地位进一步明确，而工业地产占比继续呈下降趋势。

表 5：2009 年公司按行业分营业收入构成

单位：亿元、%

业务分类	营业收入	同比变化	收入占比	利润占比
商品房销售	17.16	127.38	85.23	83.49
房屋租赁	1.74	-6.86	8.65	10.14
来料加工	0.63	-37.34	3.14	4.68
物业管理及其他	0.60	35.69	2.98	1.68
合计	20.13	85.26	100	100

资料来源：公司定期报告

房地产开发业务

从房地产销售和结算情况来看，2009 年，在房地产市场快速回暖的背景下，公司的商品房结算和销售均实现了大幅增长，销售面积和销售金额分别为 20.94 万平方米和 31.15 亿元，较上年同期分别大幅增长 130.11%和 239.32%。其中，由于公司主要产品线为低密度项目和中高端住宅，2009 年房价的攀升使公司产品的销售单价达到 14,876 元/平方米，较上年增长 47.46%，项目结算收入和盈利能力显著提升。

表 6：2007~2009 年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2007	2008	2009	同比变化
结算面积	3.7	8.81	16.42	86.38%
结算金额	4.90	7.55	17.16	127.28%
销售面积	11	9.10	20.94	130.11%
销售金额	12.86	9.18	31.15	239.32%

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

¹来料加工系指公司和外方合作经营，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。

基于对未来市场发展的良好预期,2010 年公司计划新开工面积 65.35 万平方米,是 2009 年计划新开工面积的 3.03 倍。大幅增长的新开工面积和快速的项目周转将成为公司业绩持续增长的前提和保障。

新增土地储备方面,2009 年初至 2010 年 2 月末,由于土地价格的上涨公司在公开市场上保持了比较谨慎的拿地策略,其间仅新增 3 块土地储备,分别位于成都和南京,合计可售建筑面积 32.23 万平方米,购地款 15.34 亿元,较 2008 年新增规模下降约 40%。

表 7: 2009~2010 年 2 月末公司新增土地情况

单位: 万平方米、亿元、元/平方米

项目名称	取得时间	土地面积	可售规划建筑面积	土地款	楼面地价
成都祥云国际	2009.9	8.88	24.75	12.99	5,248
南京 G47 地块	2009.10	4.39	7.48	2.35	3,142
成都核桃村项目	2010.1	2.1	5.88	3.34	5,680
合 计	--	13.27	32.23	15.34	4,760

资料来源: 公司公告, 中诚信评估整理

此外,公司正积极开拓股权收购等方式和渠道获取项目。2009 年 11 月,公司股东大会通过配股方案,计划募集资金 35.37 亿元并用其中的 24.04 亿元收购公司大股东中粮集团拥有的 5 家住宅开发房地产公司的股权,这 5 家公司拥有的 5 个在建项目合计建筑面积 131.42 万平方米,可售面积 113.28 万平方米,且其中 3 个项目是利润率高且未来较为稀缺的低密度项目。因而,若此次配股成功实施将有利于扩大公司的项目规模并相应提高盈利能力。

表 8: 公司计划配股收购项目情况

单位: 万平方米

项目名称	占地面积	建筑面积	可售面积	交易后权益
上海浦江镇	30.48	25.09	18.27	51%
南京颐和南园三、四期	16.5	9.67	9.06	90%
苏州中粮本源	63.26	28.60	28.32	90%
北京假日风景	23.47	50.68	44.50	50%
苏州本岸	15.57	17.38	13.13	49%
合 计	149.28	131.42	113.28	--

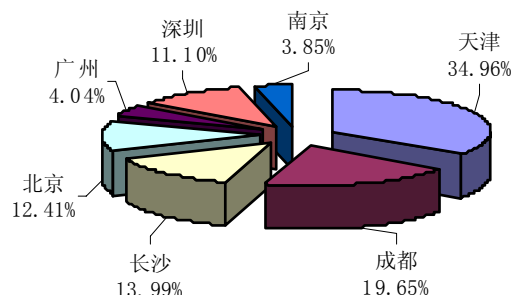
注: 上述数据来源于公司 2009 年 11 月通过的股东大会配股方案

资料来源: 公司公告, 中诚信评估整理

总项目资源方面,截至 2010 年 2 月末,公司在建拟建项目共 10 个,规划建筑面积 287.21 万平方米,按权益计为 221.32 万平方米,与上年基本相当,且其中约 90%未开工。根据目前的开工规模,公司现有土地储备基本能够满足未来 3~4 年的开发需求,但随着公司开发规模的扩大对土地储备规模提出更高要求,2010 年公司计划重点提高土地储备能力。

从项目的区域分布来看,公司项目主要分布在一、二线热点城市,并以二线城市居多。近年随着深圳项目完工结算,公司在二线城市的项目占比明显提升,截至 2010 年 2 月末,二线城市可售资源占比达 72.45%,较 2008 年末提升约 33 个百分点。根据市场和自身情况,公司确定了 2010 年公司的拿地原则:一线城市积极谨慎,适当加大二线城市的土地储备力度。我们认为,这种策略能够一定程度的避免土地成本过高带来的经营风险。

图 7: 截至 2010 年 2 月末公司土地储备分布情况



注: 上述土地储备为公司所有项目权益未开工面积。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

总体看,2009 年市场的回暖极大的提升了公司的经营业绩,公司已有和拟收购的项目中低密度项目占比约为 30%,在政策越来越偏向于普通住宅和中小户型的情况下,这部分低密度项目将成为稀缺资源,为公司带来较为可观的利润。同时我们注意到,2009 年中粮集团资产注入的承诺开始逐步实施,未来随着资产的逐步注入,预计公司的业务实力和行业地位都可得到进一步提升。

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。随着经济发展方式的转变,公司工业地产业务也在进行转型和调整,2009 年该业务实现收入 2.37 亿元,较上年

下降了 17.54%。

物业租赁方面，2009 年虽然可出租面积增长，但是受金融危机和产业转型的影响，部分物业空置，出租率下降至 90%，对租赁业务的收入和利润水平都有所影响。2009 年公司实现物业租赁收入 1.74 亿元，较上年下降了 6.86%。公司预计 2010 年物业出租率基本可保持 90%。

表 9: 2007~2009 年公司物业租赁情况

	2007	2008	2009
可出租面积（万平方米）	92.30	95.80	100.65
出租率（%）	94.39	99.00	90%
租金收取率（%）	99.08	99.00	98%
租赁收入（亿元）	1.53	1.87	1.74
毛利率（%）	46.66	45.70	42.19

资料来源：公司定期报告

来料加工方面，截至 2009 年末，公司仍有四个来料加工厂。由于人工数减少，2009 年该业务实现收入 6,323.73 万元，同比下降 37.34%，降幅较上年扩大。

总体看，工业地产业务收入和利润贡献逐年下降，随着中国经济发展方式和政策的转变该业务形态将逐步消失，整体看对公司业务运营和盈利能力影响较小。另外，我们注意到，《深圳市城市更新办法》的出台，为工业地产提供新的发展思路和转型路径。未来公司工业地产将积极参与深圳市旧城改造，2010 年将完成 22 区、26 区旧改专项分析报告并申报 25 区单元更新计划。

财务分析

下列财务分析基于中粮地产提供的经利安达会计师事务所出具的标准无保留意见的 2007~2009 年审计报告。

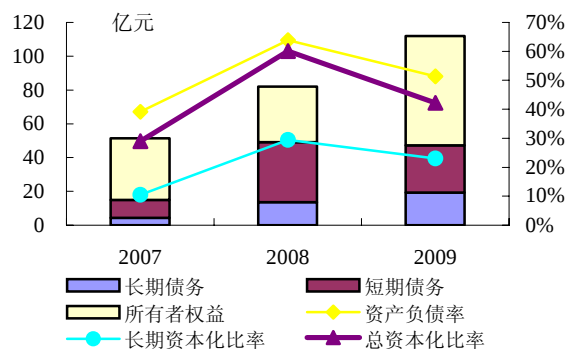
资本结构

截至 2009 年末，公司总资产为 132.87 亿元，同比上升 46.86%，资产的增长主要缘于可供出售金融资产的大幅增长。公司持有招商证券 111,756,693 股，初始投资额为 1.81 亿元，2009 年 11 月招商证券上市后，该笔投资使公司按公允价值计量的可供出售金融资产较上年同比增长了 2,394.33%，从年初的 1.37 亿元大幅增至 34.29 亿元，导致资产规模大增。同时，受益于此，当期末公司资本公积也显

著提升，使得当期末公司合计所有者权益为 64.63 亿元，较上年末增幅达 97.24%。

在上述因素的影响下，截至 2009 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 51.36% 和 42.24%，同比分别下降 12.42 和 17.80 个百分点。同时由于公司 2009 年销售情况大幅好转，预收账款增幅大，扣除预收账款的实际资产负债率为 49.66%，较上年下降了 13.91 个百分点。总体看，公司 2009 年末的杠杆比率明显降低，在同行业中处于低水平，财务弹性较大，未来，随着项目规模的扩张，负债水平会有所提升。

图 8: 2007~2009 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

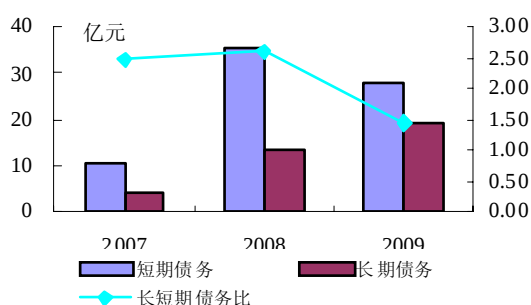
表 10: 截至 2009 年末部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	扣除预收账款的资产负债率	总资本化比率	短期债务/长期债务
中粮地产	51.36%	49.66%	42.24%	1.44
万科 A	67.00%	57.11%	41.31%	0.37
保利地产	69.99%	55.06%	51.40%	0.16
金地集团	69.65%	60.96%	50.74%	0.23
泛海建设	60.70%	60.64%	50.80%	0.08
新潮中宝	69.52%	64.20%	54.54%	1.12
中华企业	69.59%	66.26%	61.41%	0.62
苏州高新	74.79%	69.53%	63.96%	1.21

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

从债务期限结构看，2009 年公司逐步调整债务期限，压缩短期借款规模，并适当增加长期债务，截至 2009 年末，公司短期债务/长期债务已降至 1.44，并且，短期债务中约 15.75 亿元为中粮集团委托贷款，占短期债务的 56%。公司债务期限结构持续改善。

图 9：2007~2009 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

总体看，2009 年公司的资本结构明显改善，债务期限结构日趋合理。但需指出的是，当期公司资本结构的改善主要依赖于可供出售金融资产的升值，我们将持续关注其价格波动给公司资本结构变动带来的影响。

流动性

从资产的流动性来看，2009 年公司流动资产占总资产的比重为 62.77%，较上年下降了 17.06 个百分点，主要是由于可供出售金融资产变动增大了非流动资产的占比。当期末，公司流动资产中存货占比 77.04%，较上年提升 7.66 个百分点，主要由于新增土地增大了存货规模；货币资金 13.34 亿元，占比 16.00%，较上年下降了 1.91 个百分点，虽然 2009 年公司销售大幅好转，但新增土地和项目建设等方面资金支出较多，货币资金仅微涨 3.16%。

存货方面，截至 2009 年末，公司存货余额为 64.26 亿元，同比增长 28.24%，存货中拟建在建产品占存货余额的 95.66%，未来开发资金需求较大。

表 11：2007~2009 年公司存货明细

单位：亿元			
项 目	2007	2008	2009
在建开发产品	8.31	10.17	34.63
拟开发产品	1.42	37.77	26.83
已完工开发产品	3.08	2.10	2.73
其他存货	0.22	0.07	0.06
合 计	13.03	50.11	64.26

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

相对于公司的资产规模而言，目前的项目结算规模仍较小，因此资产的运转效率较低，存货周转率和总资产周转率分别为 0.23 和 0.18，均为同行业较低水平。

另外，在经营性现金流方面，2009 年，由于商品房销售收入的回款与项目建设、购地等资金支出

匹配度提升，公司出现经营性净现金流 0.79 亿元，较上年显著改善。但考虑到公司短期内购置土地及在建项目的支付压力仍较大，公司主营业务形成良性的现金循环仍需时日。

表 12：2009 年部分上市公司运营指标

单位：亿元				
	存货周转率	总资产周转率	货币资金/短期债务	经营性净现金流
中粮地产	0.23	0.18	0.48	0.79
万科 A	0.39	0.38	2.66	92.53
保利地产	0.29	0.32	3.81	-11.45
金地集团	0.22	0.27	2.96	-28.63
泛海建设	0.08	0.11	6.79	-15.36
新湖中宝	0.49	0.36	1.33	25.19
中华企业	0.33	0.35	1.33	0.37
苏州高新	0.33	0.27	0.79	11.00

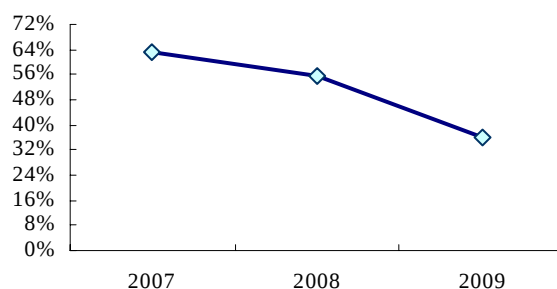
资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

总体看，目前公司的现金获取能力和资产周转能力仍有待提高，未来项目建设和新增土地的资金缺口较大，公司面临一定资金压力。但同时，我们注意到，公司持有的 111,756,693 股招商证券股份（锁定期 1 年，2010 年 11 月解禁）和有力的股东支持均有利于缓解资金压力，降低流动性风险。

盈利能力

2009 年公司实现营业收入 20.14 亿元，同比增长 85.26%，增速提升 53.33 个百分点，主要由于商品房结算收入增加所致。同期，由于结算项目土地和建造成本高于上年结算的项目，2009 年公司商品房销售业务毛利率同比下降 23.46 个百分点，同时工业地产业务毛利率也因金融危机和人工工资提高而有所下降。因此 2009 年，公司营业毛利率较上年下降了 19.50 百分点，降至 35.98%。

图 10：2007~2009 年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 13：2009 年公司分业务毛利率情况

业务分类	营业毛利率	同比变化（百分点）
商品房销售	35.25%	-23.46
房屋租赁	42.19%	-3.51
来料加工	53.67%	-15.10
物业管理及其他	20.32%	8.87
合 计	35.98%	-19.50

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

期间费用方面，受益于营业收入大幅提升，公司三费收入占比大幅改善，费用控制能力提升。

表 14：2007~2009 年公司三费分析

	2007	2008	2009
销售费用(亿元)	0.26	0.57	0.46
管理费用(亿元)	1.45	1.66	1.76
财务费用(亿元)	0.14	0.51	0.59
三费合计(亿元)	1.85	2.74	2.81
营业总收入(亿元)	8.24	10.87	20.14
三费收入占比(%)	22.50	25.20	13.96

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

利润方面，2009 年公司实现营业利润 4.50 亿元，较上年增长 116.25%，增幅较大的原因除营业收入增长较快外，公司出售持有的其他上市公司股票也使得投资收益同比增长 109.99%，达到 1.81 亿元，提升了利润水平。2009 年公司实现净利润 3.76 亿元，同比增长 172.03%。

此外，根据 2009 年公司股东大会通过的配股收购中粮集团资产的方案中备考盈利预测显示，收购完成后，公司 2010 年将实现净利润 6.12 亿元，是 2009 年的 1.63 倍。若资产收购完成，有利于公司盈利水平和经营规模实力的持续提升，我们将对该事项保持关注。

总体看，公司的盈利规模和三费占比随着市场的回暖有较大改善，但是营业毛利率下降，预计随着低密度项目的成功收购和销售结算，公司毛利率水平将回升，同时集团资产注入也将进一步提升公司的盈利规模。

偿债能力

截至 2009 年末，公司总债务为 47.26 亿元，同比微降 3.98%。

表 15：2007~2009 年公司长期偿债能力指标

	2007	2008	2009
总债务（亿元）	14.90	49.22	47.26
长期债务（亿元）	4.30	13.65	19.36
EBITDA（亿元）	7.08	3.51	6.03
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	2.18	2.19
长期债务/EBITDA（X）	0.61	3.89	3.21
总债务/EBITDA（X）	2.10	14.03	7.84

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从偿债指标来看，2009 年公司 EBITDA 大幅增长，而债务规模下降，使得各项偿债指标较 2008 年明显改善，偿债能力有所提升。截至 2009 年末，公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 2.19、3.21 和 7.84，EBITDA 对利息及总债务的保障能力提升。

在债务偿还期限方面，截至 2009 年末公司长期借款 7.50 亿元，且到期日较为均匀的分布在未来几年，债务集中偿付压力很小。同时我们注意到，公司短期借款和一年内到期流动负债合计 27.90 亿元，金额较大，考虑到 50%以上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。

或有负债方面，截至 2009 年末，公司对控股子公司提供担保余额为 2.00 亿元，占净资产（含少数股东权益）的 3.09%，无对外担保，公司担保比例很低，或有负债风险很小。

总体来看，市场回暖、销售好转、金融资产溢价使 2009 年公司资本结构改善，收入及盈利水平和偿债能力提升，未来大股东资产注入的逐步实施将增强公司业务实力，进一步提升盈利能力。

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“建设银行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2009 年，得益于稳健的金融改革和创新、良好的宏观经济环境及审慎的监管政策，各类银行的独立财务实力仍保持稳定，信用状况保持良好。

作为中国第二大的商业银行，2009 年，建设银行实现净利润 1,068.36 亿元，增长 15.32%。平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.24%和 20.87%，在国际大型商业银行中位于前列。

虽然受 2008 年底以来中国人民银行连续降息因素的影响，建设银行利息净收入较上年减少 130.35 亿元；但通过加大产品创新、市场拓展及优化投资交易策略，非利息收入实现 29.85% 的快速增长，其中手续费及佣金净收入增长 25.00%，最终克服了经济低谷运行的不利影响，保持营业收入与上年基本持平。

截至 2009 年末，建设银行资产总额为 96,233.55 亿元，较上年末增长 27.37%；客户贷款和垫款总额为 48,197.73 亿元，较上年末增长 27.04%，主要投放于基础设施行业、高信用等级客户、优质小企业客户及个人住房贷款。同期，其负债总额为 90,643.35 亿元，较上年末增长 27.88%；得益于客户基础的拓展和巩固，客户存款增长 25.49% 至 80,013.23 亿元。

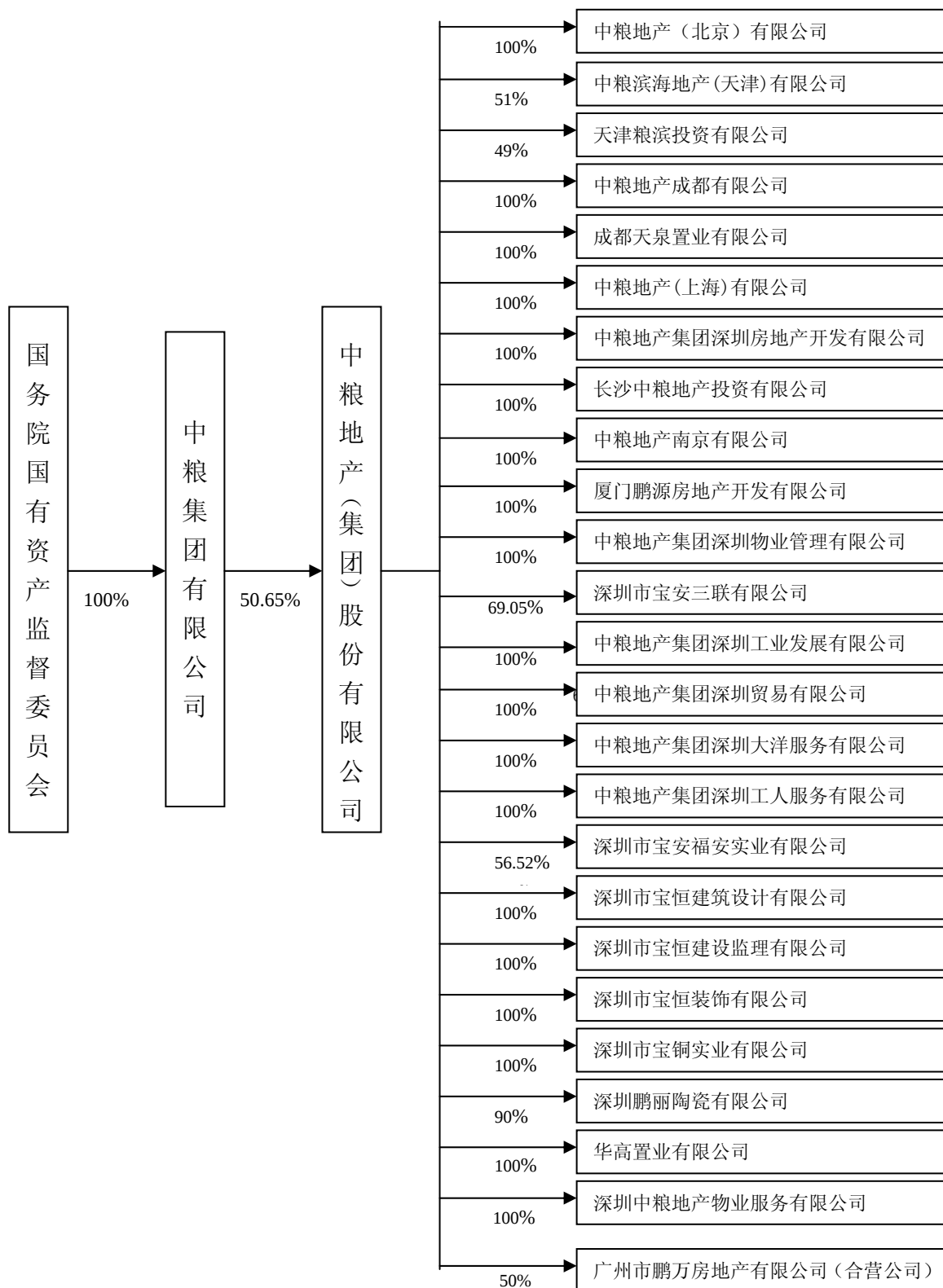
截至 2009 年末，建设银行不良贷款率为 1.50%，较上年末下降 0.71 个百分点，在业务快速发展的同时保持资产质量良好。依照审慎原则计提各项减值准备，拨备覆盖率较上年末提升 44.19 个百分点至 175.77%，综合抗风险能力进一步增强。资本充足率为 11.70%，符合管理目标要求。

考虑到建设银行国有控股地位在一定时期内不会发生改变的承诺及其在国家金融体系中的重要地位，中诚信评估认为，政府潜在支持因素的存在仍将使建设银行维持极强的综合财务实力，能够为本次债券偿还提供强有力的保障。

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 2009 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)	2007	2008	2009
货币资金	159,910.71	129,338.90	133,420.18
应收账款净额	3,094.12	2,820.30	12,088.70
存货净额	130,333.39	501,079.25	642,564.64
流动资产	387,487.44	722,278.25	834,075.60
长期投资	82,482.71	53,953.62	370,678.28
固定资产合计	124,023.35	123,532.90	118,215.65
总资产	600,900.59	904,760.68	1,328,726.25
短期债务	106,000.00	355,700.00	279,000.00
长期债务	43,000.00	136,465.37	193,585.94
总债务（短期债务+长期债务）	149,000.00	492,165.37	472,585.94
总负债	235,293.97	577,092.09	682,425.00
所有者权益（含少数股东权益）	365,606.62	327,668.59	646,301.25
营业总收入	82,376.98	108,684.63	201,353.96
三费前利润	37,736.54	43,228.70	54,256.15
投资收益	36,728.23	8,622.64	18,106.60
净利润	46,906.75	13,818.00	37,589.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	70,825.92	35,088.81	60,285.51
经营活动产生现金净流量	-35,504.73	-346,971.03	7,874.35
投资活动产生现金净流量	-27,616.14	-2,800.37	8,293.14
筹资活动产生现金净流量	200,297.54	319,229.01	-12,085.84
现金及现金等价物净增加额	137,167.37	-30,571.81	4,081.28
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率（%）	62.91	55.48	35.98
所有者权益收益率（%）	12.83	4.22	5.82
EBITDA/营业总收入（%）	85.98	32.28	29.94
速动比率（X）	1.41	0.51	0.46
经营活动净现金/总债务（X）	-0.24	-0.70	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.33	-0.98	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.88	-21.59	0.29
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	2.18	2.19
总债务/EBITDA（X）	2.10	14.03	7.84
资产负债率（%）	39.16	63.78	51.36
总债务/总资本（%）	28.95	60.03	42.24
长期资本化比率（%）	10.52	29.40	23.05

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）	2007	2008	2009
贷款总额	3,272,157.00	3,793,943.00	4,819,773.00
贷款损失准备	-88,928.00	-110,368.00	-126,826.00
关注贷款	227,434.00	217,100.00	200,774
不良贷款（五级分类）	85,170.00	83,882.00	72,156
总资产	6,598,177.00	7,555,452.00	9,623,355
风险加权资产	3,683,123.00	4,196,493.00	5,197,545
存款总额	5,340,316.00	6,375,915.00	8,001,323
总负债	6,175,896.00	7,087,890.00	9,064,335
总资本(股东权益)	422,281.00	467,562.00	559,020
净利息收入	192,775.00	224,920.00	211,885
手续费及佣金净收入	31,313.00	38,446.00	48,059
汇兑净损益	-7,820.00	2,642.00	-250
证券交易净收入（公允价值变动收益）	659.00	1,977.00	924
投资净收益	2,200.00	-850.00	5,897
其他净收入（其他业务收入）	332.00	372.00	669
非利息净收入	26,684.00	42,587.00	55,299
净营业收入合计	219,459.00	267,507.00	267,184
业务及管理费用	78,825	82,162	87,900
贷款损失准备支出	-20,106.00	-36,246.00	-24,256
税前利润	100,816.00	119,741.00	138,725
净利润	69,053.00	92,599.00	106,756
财务指标	2007	2008	2009
核心资本充足率	10.37	10.17	9.31
资本充足率	12.58	12.16	11.7
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	2.60	2.21	1.5
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	9.55	7.93	5.66
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	104.41	131.58	175.77
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	16.66	14.51	16.70
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	18.35	20.81	20.80
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.15	1.31	1.24
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	12.16	15.92	20.70
总贷款/总存款	61.27	59.50	60.24

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

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。