



信用等级通知书

信评委函字[2011] 030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。经中诚信证评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
二零一一年六月二十一日

中粮地产（集团）股份有限公司公司债券 2011 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	2010/04/23		
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	2008	2009	2010
所有者权益（亿元）	32.77	67.82	61.31
总资产（亿元）	90.48	143.00	201.74
总债务（亿元）	49.22	47.71	91.66
营业总收入（亿元）	10.87	26.75	21.14
营业毛利率（%）	55.48	37.94	46.90
EBITDA（亿元）	3.51	7.90	11.78
所有者权益收益（%）	4.22	7.61	9.05
资产负债率（%）	63.78	52.58	69.61
总债务/EBITDA（X）	14.03	6.04	7.78
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	2.86	1.39
中国建设银行	2008	2009	2010
资产总额（亿元）	75,554.52	96,233.55	108,103.1
净利润（亿元）	925.99	1,068.36	1,348.44
平均资本回报率（%）	20.81	20.80	21.41
平均资产回报率（%）	1.31	1.24	1.32
不良贷款率（%）	2.21	1.50	1.14
资本充足率（%）	12.16	11.70	12.68

分析师

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

2011 年 6 月 21 日

基本观点

2010 年,中国房地产市场在政策调控和流动性支持的相互作用下实现了小幅增长,中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）业务收入规模略有下降,但整体盈利能力有所提升;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,投资收益为公司发展主业提供了一定的资金支持;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持续提升。虽然短期政策波动对房地产市场有所影响,但股东给予公司的项目合作和资金支持使其具有较强的抗风险能力。同时我们注意到,公司房地产业务转型过程中现金流入贡献有所下降,土地储备的增加和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。

中诚信证评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,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。
- 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,该投资为公司带来约 31 亿元的溢价,资本结构得到改善。2010 年公司取得较大规模投资收益,其中通过出售金融资产获取一定规模投资收益,为主业

发展提供了一定的资金支持。

- 充足的土地储备为公司后续项目的持续开发提供良好的发展基础，而未来集团资产收购也为公司提供了一定的资源和业务保障，加之公司低密度项目和中高端住宅为主的市场定位将提升其整体盈利能力，长期发展前景看好。

关 注

- 作为政策导向性非常明显的行业，需要注意短期内政策波动对房地产市场的影响。房地产企业融资渠道日益收紧和近期部分地方政府出台严厉的限购政策将对 2011 年中国房地产市场带来一定影响。
- 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，2010 年公司工业地产业务收入继续大幅下降，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。
- 在 2011 年不利的市场环境下公司可能面临一定流动性压力，负债水平存在进一步走高的可能性。2011 年市场融资环境趋紧，房地产企业股权融资受制于监管在很大程度上仍无法实现，同时公司销售增速受政策影响可能下降，而公司运营仍需较多资金，在此背景下，公司流动性面临一定挑战，实际负债水平可能进一步走高。

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2010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 2010 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，中诚信证评整理

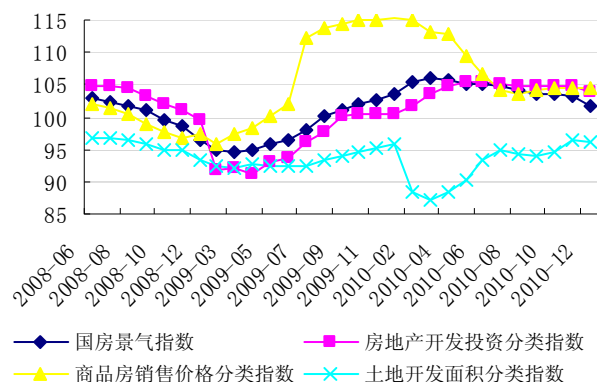
行业关注

频繁出台的房地产调控政策降低了 2010 年中国房地产市场的热度，但三、四线城市需求增长、市场房屋供应增加及部分投资性需求的存在支撑了行业整体增长，投资和新开工大增使 2011 年商品房供给充足

2010 年 4 月 17 日中央发布了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，2010 年 9 月 29 日又出台多项措施进一步加大 4 月新政的执行力度，两个政策具体措施包括实行差别化房贷政策、提高首套和二套房首付比例、提高二套房贷利率、限制三套房贷款发放、部分城市一定时期内限购等。自 4 月份政策发布以来，房地产市场过热态势得到了遏制，成交量减少，房价高位小幅波动，至 2010 年底市场才重现集中成交的活跃态势。

从全年的情况看，在调控政策的影响下，国房景气指数全年持续走低，但仍保持在 100 点以上的景气区间内。4 月份政策出台后，房价涨幅趋缓，商品房销售价格指数逐月回落，但全年房价依然保持增长。

图 1：2008 年 6 月以来中国部分国房景气指数

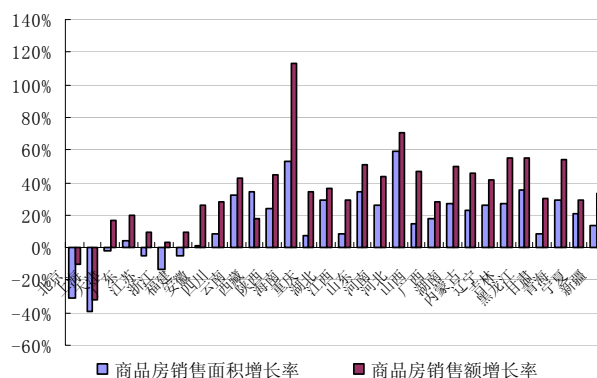


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

成交量方面，2010 年全国商品房实现销售面积和销售额分别为 10.43 亿平方米和 5.25 万亿元，分别较上年增长 10.1%和 18.3%，增速较上年大幅降低 32 和 57.2 个百分点，国家遏制房价过快上涨的政策极大降低了成交量的增速。

在调控政策频出的背景下，主要城市的成交量普遍下滑，占全国市场的比重也明显下降，与之相对应的，是三四线城市成交量的增长。从区域分布来看，经济较为发达的东部区域成交面积增长减速的情况最为明显，而中部和西部区域受影响则相对较小。另一方面，尽管市场销售速度在政策出台后普遍降低，但随着 2009 年市场回暖后新增加的开工从 2010 年三季度开始陆续转化为市场供应，市场可售资源量有所增长，这为 2010 年底成交量上升奠定了一定基础。

图 2：2010 年中国各省区及直辖市商品房销售增长情况

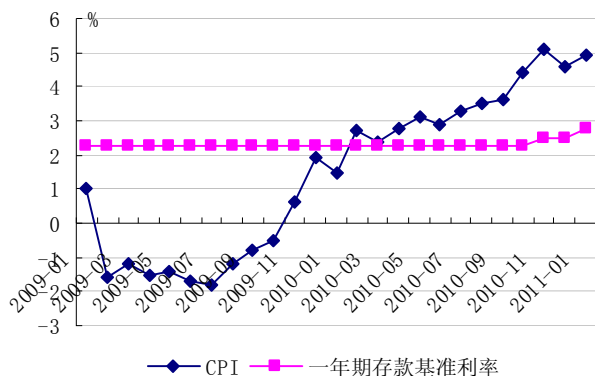


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

此外，显著的通货膨胀也催生出一部分投资需求。2010 年中国 CPI 持续上涨，2010 年 11 月升至 5.1%，而同期金融机构一年期存款基准利率为

2.5%，由此，增持房产也成为一部分居民选择抵御通胀的重要手段。整体看，虽然调控政策使房地产市场降温，但三四线城市的需求增长和新房供应增加以及部分投资性需求的存在仍然支撑了行业的整体增长。

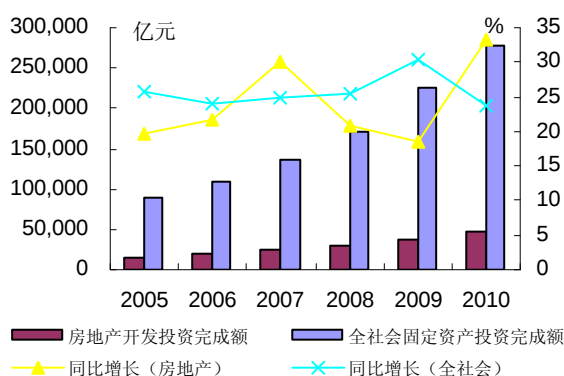
图 3：2009~2010 年 CPI 与基准利率的对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从投资和新开工情况看，2010 年中国房地产开发投资增速达 33.2%，较上年快 17.1 个百分点，超全社会固定资产投资增速 9.4 个百分点。同时，2010 年市场新开工面积 16.38 亿平方米，较上年大幅增长 40.7%，是近十年来的高点。2010 年房地产开发投资的恢复和新开工面积的大幅增长反映了房地产企业对市场的信心，同时保障未来一年的房屋供给充足。

图 4：2005~2010 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从供求指标来看，2010 年施工面积、新开工面积与销售面积的比重较 2009 年均有所恢复，未来一年的市场供应比较充足。

表 2：2008~2010 年全国商品房供需相关指标

	施工面积/销售面积	新开工面积/销售面积
2008	4.42	1.57
2009	3.41	1.23
2010	3.89	1.57

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2010 年购置土地面积 4.10 亿平方米，较上年增长 28.4%，土地购置费 9,992 亿元，较上年增长 65.9%。尽管土地成交保持较高增速，但是土地市场的整体热度较 2009 年地王频出已降温很多，随着政策调控力度加大，房地产企业的拿地行为将更加理性。

短期内持续紧缩的融资渠道以及愈发严厉的调控政策将影响市场成交量，但行业长期看好，行业整合有加速趋势

2010 年，作为房地产调控的配套政策，资本市场和银行均收紧了房地产融资。资本市场上进行股权和债权融资均需经土地管理部门审批，2010 年没有一家房地产企业或含房地产业务的企业在中国资本市场上融资成功。银行方面，严格执行“四证齐全”的放款条件。从房地产开发投资资金来源看，2010 年来自国内贷款的资金较上年仅增长 10%，增速较上年大幅下降 39 个百分点，而国内贷款在总的资金来源的中占比也下降约 2.5 个百分点至 17.3%。相反，预售款以及信托、委托贷款等其他形式的自筹资金的增速加快。

表 3：2009~2010 年房地产开发投资资金来源

	2009	2010
资金来源合计 (亿元)	57,127.63	72,494.00
增速	44.2%	25.4%
其中：自筹资金 (亿元)	17,905.99	26,705.00
占比	31.34%	36.84%
增速	16.9%	48.8%
国内贷款 (亿元)	11,292.69	12,540.00
占比	19.77%	17.30%
增速	48.5%	10.3%
利用外资 (亿元)	469.73	796.00
占比	0.82%	1.10%
增速	-35.5%	66.0%
其他来源 (亿元)	27,459.22	32,454.00
占比	48.07%	44.77%
增速	71.9%	15.9%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

我们认为，2011 年国家调控房地产的决心未变，房地产企业在资本市场上的融资依然较难突破。同时管理通货膨胀是 2011 年政府工作的重点，货币政策由适度宽松转为稳健，市场流动性将持续收紧，2011 年前三个月央行连续 3 次上调大型金融机构存款准备金率至 20% 的高点，且一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点至 6.06%。信贷收紧和可能的进一步加息都将使房地产企业的银行融资更加艰难，融资成本上升。

在政策方面，2011 年 1 月末更为严厉的房地产调控政策“新国八条”出台，二套房首付比例进一步提高至 60%。随后各地方落实“新国八条”的严厉的限购政策细则出台。我们认为，限购政策的出台和严格执行将极大抑制房地产市场的投资投机性购房需求，市场短期内可能会出现成交迅速放缓的态势。未来，该政策导致的成交量和价格的下跌幅度将取决于限购政策执行期限、力度和具体措施的调整。

表 4：2011 年 1 月以来各地方出台的主要限购政策

城市	限购政策
北京	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、5 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 5 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
上海	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、2 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 2 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
青岛、 南京、 长春	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、1 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 1 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
广州	广州十区二市全部行政区域范围都将执行限购政策；明确户籍家庭限购第三套房，非户籍家庭限购第二套房
成都、 贵阳、 南宁	对主城区暂时实行住房限购措施

资料来源：中诚信证评整理

在国内融资渠道持续收紧和调控政策愈发严厉的环境下房地产企业面临较大的资金压力和流动性风险。同时 2011 年房屋供给增长而需求被抑

制，供需关系的变化使行业竞争加剧。产品定位、经营策略与市场调控政策不相适应以及规模小、资金实力和外部支持弱的企业面临较大流动性风险，竞争力弱；而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显，行业整合将加速，行业集中度有望提高。同时，在城市化进程加快、经济增长、居民住房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。

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。2010 年公司房地产开发业务的营业收入 18.13 亿，同比上升 5.65%，该业务的营业收入和毛利在全部业务中的占比分别为 85.76% 和 87.05%，主营业务的核心地位明确，房屋租赁收入有所回升，而来料加工和物业管理占比继续呈下降趋势。

表 5：2010 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	毛利占比
商品房销售	18.13	5.65	85.76	87.05
房屋租赁	1.99	13.98	9.41	9.20
来料加工	0.59	-6.53	2.79	2.87
物业管理及其他	0.43	-28.68	2.04	0.88
合 计	21.14	-	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，2010 年受中国房地产市场政策调控影响，公司前期高端住宅的产品结构和定位有所受限，销售量和销售收入均出现一定下滑。当年公司签约面积和签约金额分别为 14.76 万平方米和 32.69 亿元，签约面积较上年同期下降 29.51%，签约收入较上年同期增长 4.94%。项目结算收入方面 2010 年略有上升，同比上升 5.65%，考虑到签约金额保持增长，且项目盈利能力显著提升，公司后续收入规模将有所保障，但中

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。

诚信证评同时也关注到 2011 年房产税政策相继实施、限购政策更为严厉的政策背景作用下，公司低密度大户型项目的销售压力将有所加大，我们将持续关注公司的项目销售进度和资金回流状况。

公司当年已售待结转面积 11.03 万平方米，已实现房产项目预售资金回笼 17.49 亿元，2010 年项目的良好销售情况及较大规模资金回收为公司 2011 年业务增长和利润提升提供有效保障。

表 6：2008~2010 年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2008	2009	2010	同比变化
结算面积	8.81	16.42	8.25	-49.76%
结算金额	7.55	17.16	18.13	5.65%
销售面积	9.10	20.94	14.76	-29.51%
销售金额	9.18	31.15	32.69	4.94%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

基于对未来市场发展的良好预期，2011 年公司计划新开工项目 10 个，新开工面积 100.1 万平方米，是 2010 年计划新开工面积的 1.53 倍。大幅增长的新开工面积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，2010 年公司加大了土地储备规模，新增土地储备 6 块，分别位于成都、杭州、北京、沈阳和深圳，合计规划建筑面积 137.17 万平方米，获取成本为 67.9 亿元，较 2009 年的 15.34 亿元大幅增长 342.63%。

表 7：2010~2011.2 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
成都香榭丽都项目	2010.1	2.1	5.88	3.34
杭州云涛名苑项目	2010.4	4.40	8.94	6.28
北京房山长阳 3 号地块	2010.5	10.45	15.80	9.83
杭州下城区 31 号地块	2010.8	3.51	9.45	9.79
沈阳皇姑屯航院地块	2010.10	25.89	84.98	31.22
一品澜山项目	2010.10	5.31	12.12	7.42
合计	--	51.66	137.17	67.88

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

此外，公司正积极开拓股权收购等方式和渠道获取项目。2010 年 9 月，公司股东大会通过配股方案，拟投入配股募集资金 35.37 亿元，用于收购中

粮集团拥有的 5 家住宅开发房地产公司的股权，以及对苏源集团江苏房地产开发有限公司颐和南园项目三、四期和中粮地产投资（北京）有限公司后沙峪项目（以下简称“北京后沙峪项目”）的后续开发提供项目发展资金。但在目前较为严厉的房地产调控政策背景下，配股预案能够获批存在一定不确定性。公司已于 2010 年利用自有资金分别收购上海加来房地产开发有限公司 51% 的股权和苏源集团江苏房地产开发有限公司 90% 的股权。协议收购价格合计 10.85 亿元，项目收购为公司后续业务的持续开展和收入增长提供一定的资源支撑。

表 8：公司 2010 年收购及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	25.10	18.27	51%
南京颐和南园三、四期	16.37	9.65	9.06	90%
苏州中粮本源	63.26	31.27	28.12	90%
北京假日风景	23.47	50.68	44.50	50%
苏州本岸	15.57	18.48	14.33	49%
合计	149.15	135.18	114.28	--

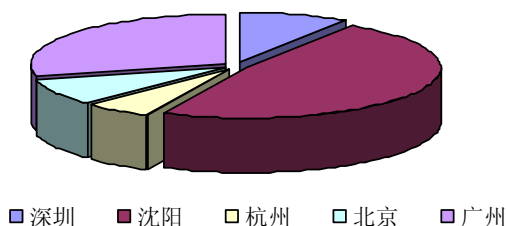
注：上述数据来源于公司 2009 年 11 月通过的股东大会配股方案

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总项目资源方面，截至 2010 年末，公司在建拟建项目共 16 个，权益规划建筑面积 477.63 万平方米，较 2009 年同比大幅增长 115.81%，当年住宅项目新开工面积 67.9 万平方米，仅占权益规划面积的 14.22%，受益于当年土地储备的大规模增加，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 3~5 年的开发需求。

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。根据市场和自身情况，公司确定了 2011 年的拿地原则：主要采取稳健为主的土地储备方针，积极创新拿地方式以及合作方式。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 5：截至 2010 年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，中诚信证评整理

总体看，2010 年由于政策调控影响公司收入规模有所下降，但受益于房价持续上涨和公司中低密度项目较高的盈利空降，公司利润规模有所增长，且未来仍有一定上升空间。当年公司土地储备大规模增加，为未来项目持续开发、收入规模大幅增长提供有力保障，整体经营情况良好。

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，2010 年该业务实现收入 2.57 亿元，较上年增长 8.44%，主要得益于物业出租率的稳步回升，来料加工仍维持占比逐年下降趋势。

物业租赁方面，2010 年公司物业空置率有所下降，出租率回升至 91.89%，且租金水平也有所上涨，故当年租赁业务的收入和利润水平均有所回升。2010 年公司实现物业租赁收入 1.98 亿元，较上年增加了 13.98%。

表 9：2008~2010 年公司物业租赁情况

	2008	2009	2010
可出租面积（万平方米）	95.80	100.65	130.36
出租率（%）	99.00	90%	91.89%
租金收取率（%）	99.00	98%	99%
租赁收入（亿元）	1.87	1.74	1.98
毛利率（%）	45.70	42.19	45.99

资料来源：公司定期报告

来料加工方面，截至 2010 年末，公司仍有四个来料加工厂。由于人工数减少，2010 年该业务实现收入 5,910.96 万元，同比下降 6.53%。

总体看，工业地产业务收入和利润在公司业务中的收入占比逐年下降，随着中国经济发展方式和政策的转变来料加工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。2010 年深圳共完成 22 区旧改专项分析报告并申报 25 区单元更新计划，未来公司工业地产将积极参与深圳市旧城改造。

财务分析

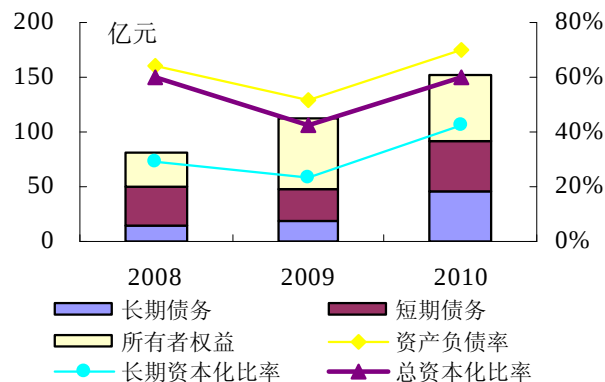
下列财务分析基于中粮地产提供的经利安达会计师事务所出具的标准无保留意见的 2008~2010 年审计报告，2009 年数据为 2010 年年初重述数。

资本结构

截至 2010 年末，公司总资产为 201.74 亿元，同比上升 41.07%，资产的增长主要缘于公司当年土地储备规模大幅增长，预付账款和长期股权投资大规模增加。由于公司购置土地成本较上年大幅增加，资金需求规模加大，对外部融资的依赖性明显增强，年末负债总额 140.42 亿元，合计所有者权益 61.31 亿元。

在上述因素的影响下，2010 年公司资产负债率和总资本化比率均大幅上升，分别为 69.61% 和 59.92%，分别同比增加 17.03 和 18.62 个百分点。公司 2010 年项目销售情况良好，预收账款大幅增加，扣除预收账款的实际资产负债率为 66.73%，较上年增长 17.07 个百分点。总体看，公司 2010 年末的杠杆比率有所提高，在同行业中处于中等水平，未来随着项目规模的扩张，公司负债水平仍可能有所提升。

图 6：2008~2010 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

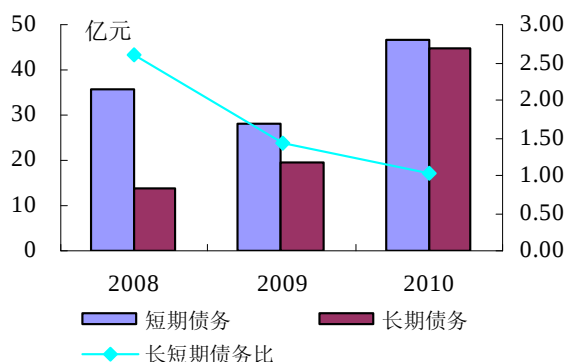
表 10：截至 2010 年末部分上市公司资本结构指标

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	69.61%	66.73%	59.92%	1.04
万科 A	74.69%	61.35%	46.48%	0.55
保利地产	78.98%	68.23%	64.68%	0.14
金地集团	71.15%	61.06%	53.64%	0.26
招商地产	64.65%	56.44%	38.65%	0.33
华侨城 A	69.69%	67.32%	56.17%	0.36
首开股份	74.73%	69.39%	63.41%	0.61
中华企业	77.29%	74.07%	65.16%	0.34

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构看，2010 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 2010 年末，公司短期债务/长期债务已降至 1.04，债务期限结构有所改善，但仍然处于同行业较低水平。

图 7：2008~2010 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，在公司土地储备规模扩大的背景下，杠杆比率有较大提升，对外部融资依赖程度有所增强。2011 年受政策影响公司销售增速可能下降，而现有经营规模使公司面临较大资本支出，在股权融资无法实现的背景下，公司的实际负债水平可能继续上升。中诚信对公司后续资本支出压力及财务结构稳健性给予一定关注。

流动性

从资产的流动性来看，2010 年公司流动资产占总资产的比重为 82.53%，较上年增长了 17.20 个百分点，主要是由于公司当年土地储备有所增加，预付土地款规模有较大增长。当期末，公司流动资产中存货占比 77.02%，较上年略降 1.36 个百分点；货币资金 25.01 亿元，占比 15.02%，较上年下降了

0.37 个百分点；新增土地和项目建设等方面资金支出较多，预付账款达 5.66 亿元，占比 3.40%，较上年提高了 2.78 个百分点。

存货方面，截至 2010 年末，公司存货余额为 128.24 亿元，同比增长 75.12%，存货中拟建在建产品占存货余额的 95.76%，占比较高，预计未来一年开发资金需求较大。

表 11：2008~2010 年公司存货明细

单位：亿元

项 目	2008	2009	2010
在建开发产品	10.17	39.70	77.26
拟开发产品	37.77	30.74	45.54
已完工开发产品	2.10	2.74	5.38
其他存货	0.07	0.06	0.06
合 计	50.11	73.24	128.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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 0.11 和 0.12，均为同行业较低水平。

另外，在经营性现金流方面，2010 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有所下降，公司出现经营性现金净流出 35.93 亿元，较上年多流出 37.42 亿元。短期内公司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 12：2010 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	0.12	0.13	25.01	-35.93
万科 A	0.27	0.29	378.17	22.37
保利地产	0.28	0.3	191.51	-223.7
金地集团	0.28	0.31	136.31	-30.39
招商地产	0.24	0.26	96.76	-44.46
华侨城 A	0.59	0.44	54.53	-53.62
首开股份	0.20	0.20	105.20	-58.11
中华企业	0.12	0.17	28.68	-51.4

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

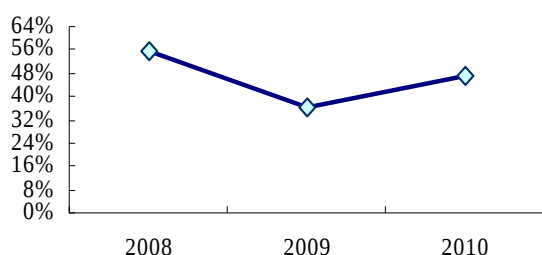
总体看，目前公司的现金获取能力和资产周转能力仍有待提高，未来项目建设和新增土地的资金存在一定缺口，公司面临一定资金压力。但同时，我们注意到，公司持有较多变现能力强的金融资产

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

2010 年公司实现营业收入 21.14 亿元，同比下降 20.98%，收入规模有所下滑，但受益于公司 2010 年结算毛利率较高的项目影响，项目利润空间增长较快，2010 年商品房销售业务毛利率大幅增加至 47.59%，公司整体营业毛利率有所上升，达到 46.90%，同比增长 8.96 个百分点。

图 8：2008~2010 年公司营业毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 13：2010 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	47.59%	9.940
房屋租赁	45.99%	3.74
来料加工	48.12%	-5.55
物业管理及其他	20.38%	0.06
综合毛利率	46.90%	10.92

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，由于公司当期结算收入规模较小，但随着项目投资规模逐年大幅增加，公司广告宣传费和销售代理费增幅较大，工资、办公费、差旅费、咨询费、房租租金、物业费等管理费用也有所提高，三费收入规模呈上升趋势，当年占收入比重有所提升。

表 14：2008~2010 年公司三费分析

	2008	2009	2010
销售费用(亿元)	0.57	0.62	1.18
管理费用(亿元)	1.66	1.77	2.36
财务费用(亿元)	0.51	0.59	1.35
三费合计(亿元)	2.74	2.98	4.89
营业总收入(亿元)	10.87	26.75	21.14
三费收入占比(%)	25.20	11.14	23.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2010 年公司实现利润总额 7.45 亿元，较上年增长 17.01%，增幅较大的原因主要得益于公司出售持有的其他上市公司股票（其中出售招

商证券 16514296 股，产生税后利润约 2.24 亿元）使得投资收益同比增长 189.43%，达到 5.24 亿元，提升了利润水平。2010 年公司实现净利润 5.55 亿元，同比增长 7.43%。

总体看，2010 年公司收入规模并未有较大增长，结算收入较为有限，增长幅度较小，但受益于公司 11.03 万平方米的已售待结资源，2011 年公司的业绩预计将有所增长，整体盈利能力也将持续提升。

偿债能力

截至 2010 年末，公司总债务为 91.66 亿元，同比大幅增加 92.12%。

表 15：2008~2010 年公司偿债能力指标

	2008	2009	2010
总债务 (亿元)	49.22	47.71	91.66
长期债务 (亿元)	13.65	19.81	44.93
EBITDA (亿元)	3.51	7.90	11.78
EBITDA 利息倍数 (X)	2.18	2.86	1.39
长期债务/EBITDA (X)	3.89	2.51	3.81
总债务/EBITDA (X)	14.03	6.04	7.78

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2010 年公司 EBITDA 大幅增长，但债务规模的大幅增加使得各项偿债指标较 2009 年有所弱化，偿债能力略有下降。截至 2010 年末，公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 1.39、3.81 和 7.78，EBITDA 对利息保障能力略有下降。

在债务偿还期限方面，截至 2010 年末公司长期借款 33.06 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 46.73 亿元，金额较大，考虑到部分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 2010 年末，公司无对外担保，或有负债风险很小。

银行授信方面，截至 2011 年 3 月公司共获得各大银行授信 74.5 亿元，其中未使用银行授信额度为 36.7 亿元，公司备用流动性较为充裕，具备一定的财务弹性和间接融资能力。

总体来看，公司项目规模逐年增加，土地储备

规模有所扩张，日常经营对外部融资的依赖性有所提升，未来面临一定的财务压力。但考虑到公司现金流历年表现良好，未来盈利能力将逐年增强，整体盈利能力预计有所提升，整体偿债能力仍然较强。

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。

业务运营

2010 年中国建设银行经营业绩再创新高，取得营业收入 3,234.89 亿元，同比增长 21.07%；实现净利润 1,350.31 亿元，同比上升 26.39%。平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.32% 和 21.41%，资产收益情况良好。

公司银行业务

公司银行业务在建行各项业务中一直处于重要地位，近年来该业务对利润的贡献度均保持在 50% 以上。2010 年，建行公司银行业务实现利润总额 911.67 亿元，同比增长 8.33%，利润贡献度为 52.05%。

信贷投放方面，截至 2010 年末，建行公司类客户贷款余额 39,768.65 亿元，同比增长 18.67%。同期，公司各类贷款资产质量持续改善，当期不良贷款余额 560.90 亿元，不良贷款率为 1.41%，同比下降 0.30 个百分点。同时，建行严格贯彻落实监管要求，实行对产能过剩行业和政府投融资平台贷款的控制与清理，并严格控制房地产贷款投放节奏和新增规模，不断提升房地产贷款的资产质量，全年房地产贷款余额 4,029.22 亿元，增幅 12.34%，低于公司类贷款增幅 6.33 个百分点。总体来看，公司银行业务信贷投放稳健适中，信贷结构持续优化。

个人银行业务

2010 年，建行个人银行业务实现较快增长，全年利润总额 305.90 亿元，同比增长 31.23%，利润贡献度为 17.46%。同期，个人存款规模也保持稳定的增长，达到 40,228.13 亿元，同比增长 12.22%。新增存款呈现活期化趋势，新增存款中，活期存款

占比达 63.82%，比上年同期增加 14.89 个百分点。个人贷款方面，2010 年，建行个人贷款余额达到 13,688.11 亿元，同比增长 25.76%，不良贷款率 0.43%，较上年同期下降 0.23 个百分点。

委托性住房金融业务方面，建行住房公积金存款余额达到 4,178.98 亿元，公积金个人住房贷款余额达到 5,167.33 亿元，委托性住房公积金存贷款余额位居同业第一。

资金业务

随着投资总额和市场利率的企稳回升，以及财务顾问、理财业务等产品的快速发展，2010 年，建行资金业务利润总额较上年大幅增长 69.00% 至 511.98 亿元，利润贡献率达到 29.23%。

金融市场业务方面，建行不断提高全行现金流变动预测能力，积极拓宽资金盈利渠道，同时严格防范利率风险与信用风险。2010 年，建行在货币市场的交易额共计 13.75 亿元，同比增长 16.72%。此外，建行在结售汇及外汇买卖业务的市场份额逐步扩大，2010 年，实现结售汇及外汇买卖业务交易量 3,089 亿元，同比增长 39.52%。

投资银行业务方面，2010 年建行投资银行业务持续高速增长，全年共实现收入 139.06 亿元，同比增长 41.91%；自主发行理财产品 271 期，实现收入 54.64 亿元。总体来说，2010 年，建行实现了传统重点业务的持续稳步发展以及多项创新业务的大幅增长。

海外业务

2010 年，建行海外业务资产结构优化，筹资能力提升，手续费收入大幅增长。截至 2010 年末，建行在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡等 9 个海外城市设有 9 家海外分行，在莫斯科设有 1 家代表处，拥有建行亚洲、建银国际和建行伦敦三家经营性全资子公司，海外机构资产总额达到 2,728.29 亿元，同比增长 16.36%。

财务分析

盈利能力及经营效率

近年，建设银行业务规模持续扩大，2010 年全年共完成营业收入 3,234.89 亿元，同比增长 21.07%。盈利能力方面，得益于净利息收益率的稳

步回升以及生息资产规模的增长,推动利息净收入达到 2,515.00 亿元,增幅为 18.70%。此外,建行近年积极开展服务与产品的创新,为其赢得了手续费及佣金净收入的大幅增长,2010 年手续费及佣金收入较上年增长 180.73 亿元,增幅为 37.61%。得益于此,2010 年全年,建行实现利润总额 1,751.56 亿元,实现净利润 1,350.31 亿元,同比分别增长 26.26%和 26.39%。

经营效率方面,2010 年建设银行全年实现拨备前利润 1,993.45 亿元,同比增长 4.52%。同期,拨备前利润/平均总资产指标为 1.95%,较上年同期下降 0.30 个百分点;平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.32%和 21.41%,较上年略有提升。

资产质量

近年来建设银行在业务规模快速发展的同时保持了良好的资产质量,2008~2010 年建行不良贷款额和不良贷款率持续双降,资产质量在国内大银行中保持领先。截至 2010 年末,建行不良贷款额为 647.12 亿元,同比减少 192.55 亿元;不良贷款率为 1.14%,同比降低 0.36 个百分点。

建行依照审慎原则计提各项减值准备,近年来拨备覆盖率呈现上升趋势,仅 2010 年第四季度就计提 160 亿的拨备。2010 年全年的拨备覆盖率达到 221.14%,较上年提升 45.37 个百分点至,综合抗风险能力进一步增强。

流动性

建设银行大部分资金来源于存款,近年来其客户存款中活期存款占比有逐渐增加的趋势。2010 年末,其活期存款占比达到 56.62%,同比增长 1 个百分点,存款活期化趋势明显,使得建行短存长贷现象有所加强。但其 62.47%的存贷比在银行业中处于偏低水平,流动性压力仍处于可控范围之内。

资本充足性

2010 年,建行完成 A+H 股配股,募集资金净额 611.59 亿元全用于补充资本,有效巩固了其资本基础。截至 2010 年末,建行资本充足率和核心资本充足率分别为 12.68%和 10.40%,较上年同期分别上升了 0.98 和 1.09 个百分点。

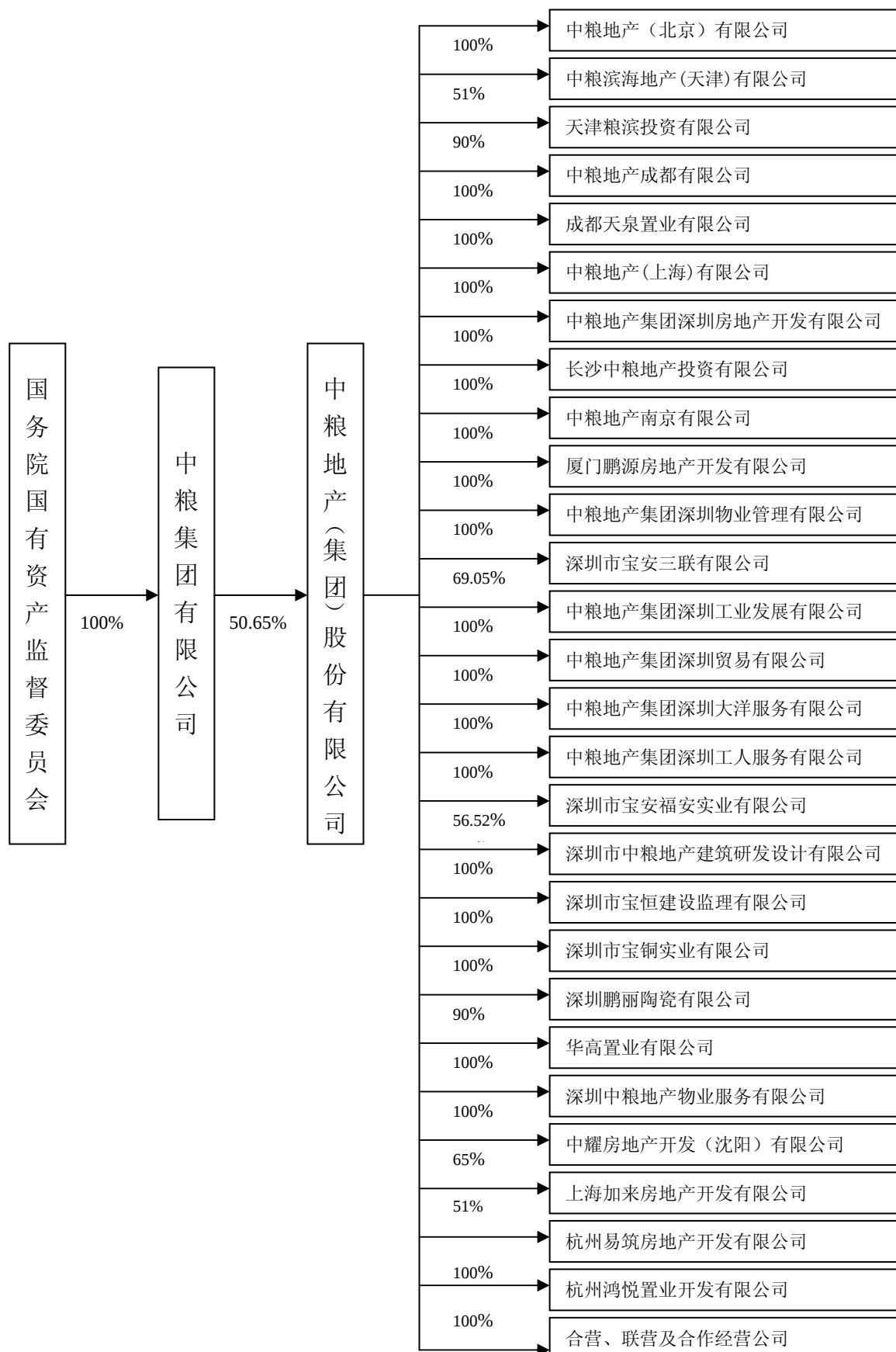
综上所述,中诚信证评认为中国建设银行规模

实力雄厚,业务结构多元化且处于行业领先水平,具备很强的综合实力,能够为本次债券的偿还提供有力的保障。

结 论

综上所述,中诚信证评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 2010 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)	2008	2009	2010
货币资金	129,338.90	143,751.23	250,050.60
应收账款净额	2,820.30	12,168.85	6,909.13
存货净额	501,079.25	732,289.69	1,282,358.27
流动资产	722,278.25	934,265.03	1,664,922.34
长期投资	53,953.62	370,678.28	233,186.02
固定资产合计	123,532.90	118,223.56	110,033.32
总资产	904,760.68	1,430,020.94	2,017,363.05
短期债务	355,700.00	279,000.00	467,300.00
长期债务	136,465.37	198,085.94	449,264.04
总债务（短期债务+长期债务）	492,165.37	477,085.94	916,564.04
总负债	577,092.09	751,864.05	1,404,240.21
所有者权益（含少数股东权益）	327,668.59	678,156.90	613,122.84
营业总收入	108,684.63	267,466.86	211,357.25
三费前利润	43,228.70	74,621.21	70,008.01
投资收益	8,622.64	18,106.60	52,405.26
净利润	13,818.00	51,622.21	55,459.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	35,088.81	78,972.64	117,792.07
经营活动产生现金净流量	-346,971.03	14,877.62	-359,307.00
投资活动产生现金净流量	-2,800.37	8,289.47	-7,540.45
筹资活动产生现金净流量	319,229.01	-11,799.61	473,172.31
现金及现金等价物净增加额	-30,571.81	11,367.11	106,299.37
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	55.48	37.94	46.90
所有者权益收益率（%）	4.22	7.61	9.05
EBITDA/营业总收入（%）	32.28	29.53	55.73
速动比率（X）	0.51	0.42	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	-0.70	0.03	-0.39
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.98	0.05	-0.77
经营活动净现金/利息支出（X）	-21.59	0.54	-4.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	2.86	1.39
总债务/EBITDA（X）	14.03	6.04	7.78
资产负债率（%）	63.78	52.58	69.61
总债务/总资本（%）	60.03	41.30	59.92
长期资本化比率（%）	29.40	22.61	42.29

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）	2008	2009	2010
贷款总额	3,793,943.00	4,819,773.00	5,669,128
贷款损失准备	-110,368.00	-126,826.00	-143,102
关注贷款	217,100.00	200,774	198,722
不良贷款（五级分类）	83,882.00	72,156	64,712
总资产	7,555,452.00	9,623,355	10,810,317
风险加权资产	4,196,493.00	5,197,545	6,015,329
存款总额	6,375,915.00	8,001,323	9,075,369
总负债	7,087,890.00	9,064,335	10,109,412
总资本(股东权益)	467,562.00	559,020	700,905
净利息收入	224,920.00	211,885	251,500
手续费及佣金净收入	38,446.00	48,059	66,132
汇兑净损益	2,642.00	-250	-611
证券交易净收入（公允价值变动收益）	1,977.00	924	1,659
投资净收益	-850.00	5,897	4,015
其他净收入（其他业务收入）	372.00	669	1,048
非利息净收入	42,587.00	55,299	72,243
净营业收入合计	267,507.00	267,184	323,743
业务及管理费用	82,162	87,900	-101,793
贷款损失准备支出	-36,246.00	-24,256	-25,641
税前利润	119,741.00	138,725	175,156
净利润	92,599.00	106,756	134,844
财务指标	2008	2009	2010
核心资本充足率	10.17	9.31	10.40
资本充足率	12.16	11.7	12.68
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	2.21	1.5	1.14
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	7.93	5.66	4.64
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	131.58	175.77	221.14
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	14.51	16.70	7.67
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.81	20.80	21.41
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.31	1.24	1.32
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	15.92	20.70	22.31
总贷款/总存款	59.50	60.24	62.47

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，中诚信证评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。