



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪051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，将贵公司本次跟踪的主体信用等级上调至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
信用评级委员会
二零一二年五月二十九日

中粮地产（集团）股份有限公司公司债券 2012 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	2011/06/21		
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	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	67.82	66.80	71.18	72.20
总资产（亿元）	143.00	208.08	326.03	332.15
总债务（亿元）	47.71	90.92	120.16	148.97
营业总收入（亿元）	26.75	27.44	55.41	8.39
营业毛利率（%）	37.94	47.40	40.60	36.70
EBITDA（亿元）	7.90	11.79	15.48	-
所有者权益收益（%）	7.61	10.18	10.29	1.56
资产负债率（%）	52.58	67.90	78.17	78.26
总债务/EBITDA（X）	6.04	7.71	7.76	-
EBITDA 利息倍数	2.86	1.76	1.62	-
中国建设银行	2009	2010	2011	
资产总额（亿元）	96,233.55	108,103.17	122,818.34	
净利润（亿元）	1,068.36	1,348.44	1,692.58	
平均资本回报率（%）	20.80	21.41	22.33	
平均资产回报率（%）	1.24	1.32	1.47	
不良贷款率（%）	1.50	1.14	1.09	
资本充足率（%）	11.70	12.68	13.68	

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

刘冰 liubing@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 29 日

基本观点

2011 年虽然国内房地产市场在政策的严厉调控下行业增速明显放缓，景气度持续下滑，但中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）通过积极的战略调整，收入规模大幅增长，新开工项目面积有所增加，资产周转效率略有提高。此外公司 2011 年也获得了可观的投资收益，为公司发展主业提供有效的资金补充，而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。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到，公司工业地产业务占比明显下滑，未来项目开发规模增大使公司仍面临一定的资本支出压力、财务结构稳健性有所弱化、以价换量可能影响其整体盈利能力，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维持本次公司债券信用等级 AAA，上调主体信用等级至 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

- ▶ 行业调控持续深化。房地产市场调控推动了行业进一步整合，行业集中度逐步提升，优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好，信用水平稳定，并具备较强的业绩修复能力。
- ▶ 公司应对行业环境积极调整经营策略，取得明显成效。2011 年公司收入规模大幅增长，资金回收速度明显提升，销售面积和结算面积分别同比增长 251.63%和 204.61%，体现了较强的抗风险能力。
- ▶ 多元化投资为公司主营业务发展形成有利补充。公司近年积极进行多元化投资，丰富业务经营模式，2011 年公司实现投资收益 4.09 亿元，为公司发展主业提供了有效的资金和利润补充。

关 注

- 从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场一改过去十多年高成长的趋势性增长格局，正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意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，房产开发业务利润空间也有所收窄。2011 年公司工业地产业务收入占营业收入比重明显降低，商品房销售业务的营业毛利率为 40.34%，同比下降 7.63 个百分点。
- 资本支出及融资压力。公司拟建在建项目较多，未来资金需求规模较大，且考虑到 2012 年市场融资环境仍然趋紧，公司还将面临一定的资本支出压力，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2011年12月31日，公司债券的募集资金全部按上述用途专款专用。

表 1：截至 2011 年 12 月 31 日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

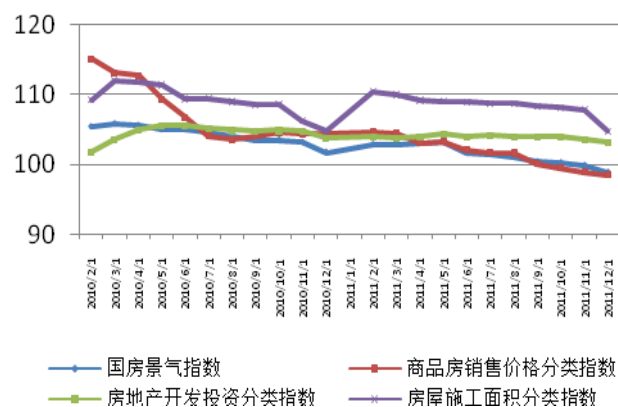
2011 年限购、限价等行政调控政策加快了房地产市场回调力度，同时货币政策转向导致市场流动性趋紧，房地产开发企业的融资难度加大，房地产销售和投资增速放缓，行业景气度下滑

2011 年房地产市场调控为 2010 年调控的延续和深化。2011 年始，国务院出台了更为严厉的“新国八条”调控政策，包括各地政府第一季度公布房价控制目标；住房不足 5 年转手按销售款全额征税；二套房首付款比例提至 60%；暂停省会城市居民购第三套房；地方政府问责制等。同时，国务院明确要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施，限购城市亦由 2010 年的不足 20 个大幅增加到近 50 个。随着后续“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，调控政策达到史上最严水平，调控效果逐步显现。

从全年情况看，受调控政策的影响，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）也逐步走低。2011 年 12 月份，国房景气指数为 98.89，比

11 月份回落 0.98 点，延续 7 个月下滑，创 29 个月新低。

图 1：2010 年以来中国房地产行业指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

随着政策效益的陆续显现，房地产市场需求开始萎缩，商品房销售增长趋下降态势。2011 年，全国商品房销售面积为 109,946 万平方米，同比增长 4.9%，增速较去年同期回落 5.7 个百分点，其中住宅销售面积为 97,018 万平方米，同比增长 3.9%，增速较去年同期回落 4.4 个百分点；同期，商品房销售额为 59,119 亿元，同比增长 12.1%，增速较去年同期回落 6.8 个百分点，其中住宅销售额为 48,620 亿元，增速较去年同期回落 4.6 个百分点。

从房价水平看，全国商品房销售额增速高于销售面积增长，表明全国房价整体水平依然向上。其中一、二线城市商品房价格并未出现明显增长，主要是三、四线城市房价上扬拉动全国整体上涨。从地区来看，东部地区的销售面积明显低于中、西部地区，显示城市化和刚性需求推动的中、西部地区受调控的影响弱于东部地区。此外，全国商品房待售面积较上年明显增加，2011 年全国商品房待售面积积达 2.71 亿平方米，较上年末增长 26.1%。

表 2：2011 年中国各区域商品房销售情况

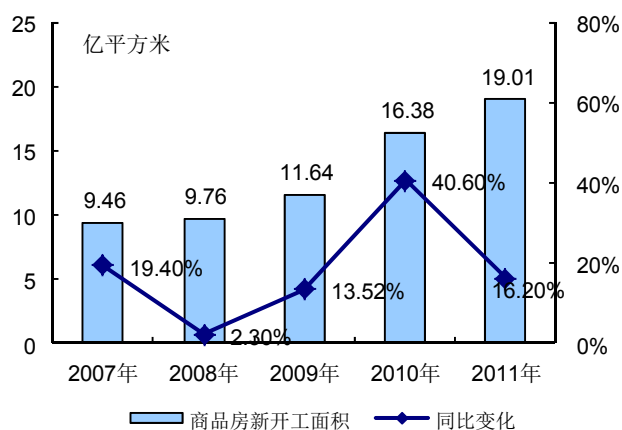
单位：亿平方米/百分点/万亿元

	销售 面积	增长率	增速	销售额	增长率	增速
东部地区	5.11	0.1%	-4.0	3.46	3.8%	-4.3
中部地区	2.93	11.3%	-2.8	1.19	29.4%	-2.9
西部地区	2.96	8.0%	-2.7	1.26	23.9%	-4.4

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

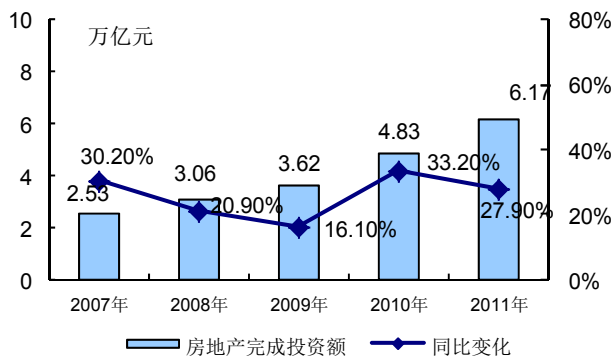
从投资和新开工情况看,2011年全国房地产开发投资 6.17 万亿元,比上年增长 27.9%,增速比上年回落 5.3 个百分点。同时,全国房地产开发企业房屋施工面积 50.8 亿平方米,比上年增长 25.3%,增速比上年回落 1.2 个百分点;房屋新开工面积 19.01 亿平方米,增长 16.2%,增速比上年回落 24.4 个百分点。2011 年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出,在房地产调控深化、销售市场低迷的背景下,房地产开发企业投资力度有所减弱。

图2: 2011年房地产行业新开工面积及增长率



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

图3: 2011年全国房地产完成投资额及增长率



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

在保障性住房方面,2011年新开工建设城镇保障性安居工程住房 1043 万套(户),基本建成城镇保障性安居工程住房 432 万套。我国大力推进保障性住房建设,其目的一方面在于改善人民群众的居住条件,另一方面在于改善市场供给结构、稳定房价、促进市场健康发展。

从供需指标来看,受商品房销售增速放缓的影响,2011年施工面积、新开工面积与销售面积的比重均恢复并超越 2008 年水平,因此未来一年的市

场供应比较充足。

表 3: 2008~2011 年全国商品房供需相关指标

年份	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
2011	4.62	1.73

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

货币政策方面,2011 年我国货币政策在稳健的基调下,从前三季度的实质偏紧到第四季度定向宽松,共进行了三次利率上调、六次存准率上调和一次存准率下调,整体市场流动性得到收缩。受此影响,我国房地产开发企业融资能力弱化,对外融资规模下降。

据国家统计局统计,2011 年,房地产开发企业本年资金来源累计 83,246 亿元,比上年增长 14.1%,增速比上年回落 12.1 个百分点。从资金来源结构来看,2009~2011 年房地产开发企业自筹资金占比分别为 31.05%、36.52%和 40.96%,占比提升较为明显,表明银行贷款的紧缩促使房地产企业开始主动降低杠杆水平,主要采取内部融资的形式获得资金。

表4: 2009~2011年房地产开发投资资金来源

单位: 亿元			
	2009	2010	2011
资金来源合计	57,799	72,944	83,246
增速	45.90%	26.20%	14.10%
其中:			
自筹资金	17,949	26,637	34,093
占比	31.05%	36.52%	40.96%
增速	17.20%	48.40%	28.00%
国内贷款	11,365	12,564	12,564
占比	19.66%	17.22%	15.09%
增速	49.40%	10.60%	0.00
利用外资	479.39	790.68	813.63
占比	0.83%	1.08%	0.98%
增速	-34.20%	64.90%	2.90%
其他来源	28,006	32,952	35,775
占比	48.45%	45.17%	42.98%
增速	75.30%	17.70%	8.60%

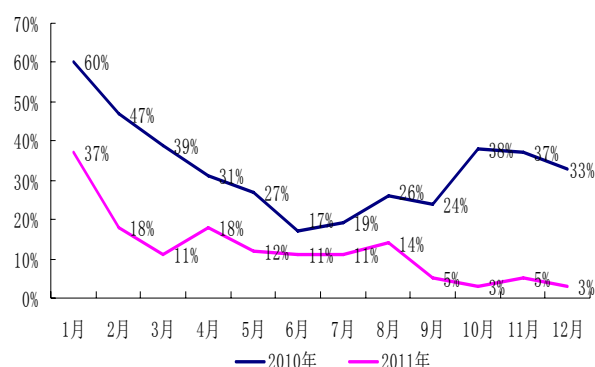
资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

保民生将继续贯穿 2012 年的房地产调控, 随着主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低, 房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段, 并趋近调整的底部

立足于“保民生”的出发点, 近年来我国政府持续加大对房地产市场的调控力度。2011 年 12 月, 中央经济工作会议进一步明确表示, 要坚持房地产调控政策不动摇, 促进房价合理回归。通过近一年来的严厉调控, 效果也逐步显现。据国家统计局数据显示, 2012 年 1 月份全国 70 个大中城市中, 新建商品住宅(不含保障性住房)价格下降的城市有 48 个, 持平的有 22 个, 首次出现新建商品住宅价格全部停涨现象。受调控政策不放松的影响, 全国房地产市场正逐步进入“以价换量”的新时期, 目前市场成交量中 10% 的跌价项目已占据约 90% 的市场成交量。我们预计后期房价全面回落的城市将持续增多, 房价回归趋势将在全国范围内日益显现, 市场也将趋近调整的底部。

随着房地产调控的推进, 楼市成交持续低迷, 土地市场也随之降温。据中国指数研究院数据信息中心监测报告显示, 2011 年全国 130 个城市土地出让金总额为 19,052.3 亿元, 同比减少 11%, 其中住宅类用地 12,666.8 亿元, 同比减少 23%。此外, 从土地溢价来看, 2010 年以来, 全国 130 个城市住宅用地月度土地平均溢价率处于振荡下调趋势。2012 年 2 月, 全国 300 个城市土地平均溢价率为 1%, 与 1 月份 2% 的土地平均溢价率基本持平, 较去年同期减少 15 个百分点。我们认为, 作为房地产投资的先行指标, 土地溢价率在 2011 年 4 季度以来正逐步趋近见底, 意味着土地资产的市场交易价格已回归基价或成本价, 也意味着土地资产价格下行的空间有限。

图 4: 2010 年以来全 130 个城市住宅用地月度平均溢价率



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

短期来看, 进入 2012 年以来我国房地产宏观调控并没有放松迹象, 房价合理回归成为调控的目标, 目前的“限购”、“限价”的调控政策未变; 同时, 保障性住房的逐步投入使用和投机投资性需求的遏制也将打破原有相对稳定的供需关系, 使得房地产企业库存和新建商品房的销售压力较 2011 年进一步提升, 房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段, 并趋近调整的底部。中诚信证评认为, 房地产市场调控推动了行业进一步整合, 行业集中度逐步提升, 优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好, 信用水平稳定, 并具备较强的业绩修复能力。

业务运营

2011 年公司房地产开发业务的营业收入 52.41 亿, 同比大幅上升 114.45%, 该业务的营业收入和毛利占营业收入比重分别为 94.58% 和 93.98%, 分别较上年增加 8.82 和 6.93 个百分点, 为公司最主要的收入来源, 核心地位明确。此外, 公司房屋租赁收入业务和物业管理业务稳步回升, 而来料加工¹业务占比继续下降。

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。

表 5：2011 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	52.41	114.45	94.58	93.98
房屋租赁	2.26	13.72	4.07	5.42
来料加工	0.29	-51.23	0.52	0.49
物业管理及其他	0.46	6.66	0.83	0.11
合 计	55.41	-	100	100

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产开发业务

公司战略调整成效显著，房产开发业务收入规模快速增长，签约面积及签约金额同比有所增加，资产周转效率略有提升，区域分布日趋合理，但土地储备增速同比明显下滑。

从房地产销售和结算情况来看，2011年公司销售量和销售收入均大幅增加，当年公司住宅签约面积和签约金额分别为45.93万平方米和74.47亿元，签约面积较上年同期增长211.18%，签约收入较上年同期增长127.81%。公司项目结算收入方面2011年也大幅上升，同比增长101.92%，主要由于当年可结算面积增加所致，营业收入主要贡献项目包括北京后沙峪（北京祥云国际）、北京长阳半岛、成都市武侯区高碑村项目（成都祥云国际）、上海加来翡翠别墅、深圳鸿云等。

虽然2011年行业调控政策愈发严厉，行业景气度继续下滑，但公司通过及时调整经营及销售策略，结转收入、结转面积以及签约收入、签约面积均大幅提高，收入规模快速增长，项目去化速度有所提升。未来随着房产行业调控政策的持续深入，中诚信证评对公司后续项目的销售进度和资金回流状况予以持续关注。

公司2011年已售待结转面积47.10万平方米，较2010年增长327.02%，2011年项目的良好销售情况及较大规模资金回收为公司2012年业务增长和利润提升提供有效保障。

表6：2009~2011年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2009	2010	2011	同比变化
结算面积	16.42	8.25	25.13	204.61%
结算金额	17.16	18.13	52.40	189.02%
销售面积	20.94	14.76	45.93	211.18%
销售金额	31.15	32.69	74.57	128.11%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年公司的战略规划和目标定位有所调整，未来短期内开发项目将以去化速度快，资金回笼较好的中低端项目为主，增强公司整体的资产运营效率。2012年公司计划新开工项目8个，新开工面积50.32万平方米，较2011年减少51%，主要项目分布区域为北京、上海、天津、杭州、成都、南京和长沙，仍以一、二线城市的项目为主。由于公司2012年计划新开工面积有所减少，可能会对未来公司销售收入的增长产生一定负面影响。

新增土地储备方面，针对严厉的房地产调控政策，2011年公司土地储备策略较为谨慎，新增项目有所减少，当年共新增土地项目3个，分别位于上海、北京和南京。2011年公司合计新增土地面积为104.89万平方米，规划建筑面积135.60万平方米，获取成本为19.84亿元，较2011年减少70.78%。公司2011年土地储备有所减少，未来可供开发土地资源的降低将影响公司短期内的项目新开工面积。

表 7：2011 年公司新增土地情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	取得时间	土地面积	可售规划建筑面积	土地款
上海奉贤区南桥新城项目	2011.10	10.72	20.14	10.87
北京长阳一号地及五号地项目	2011.12	43.72	85.25	4.01
南京颐和南园项目	2011.3	50.45	30.21	4.96
合 计	--	104.89	135.60	19.84

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

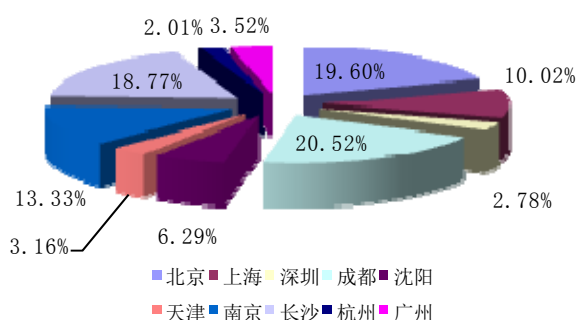
公司通过自身经营积累，于2010年和2011年利用自有资金分别收购上海加来房地产开发有限公司51%的股权和苏源集团江苏房地产开发有限公司90%的股权，协议收购价格合计10.85亿元。此外，公司还通过子公司中粮地产（北京）有限公司收购了北京中粮万科房地产开发有限公司50%股权，协议收购价格为4.06亿元。公司近年通过自身经营的资金积累，不断进行项目收购，为公司后

续业务的持续开展和收入增长提供一定的资源支撑。

总项目资源方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司在建拟建项目共 19 个，权益规划建筑面积 599.22 万平方米，同比增长 25.46%。2011 年住宅项目新开工面积 102.66 万平方米，仅占权益规划面积的 17.13%，由于当年项目新开工面积快速增长，而土地储备规模有所下降，公司目前土地储备大约能满足未来 3-4 年的开发需求，但需持续关注未来公司新增土地储备情况。

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，项目区域集中度较低，区域布局较为合理。一线城市项目土地面积占比较高的为北京市，除此之外公司项目主要集中在成都、长沙和南京，公司在二线城市的占比持续提升。根据市场和自身情况，公司近年拿地原则较为稳健，新增土地储备规模减小，未来公司主要战略方向为积极创新拿地方式以及合作方式，并提升已有土地的利用效率。中诚信证评认为，较为谨慎的土地策略能够一定程度的避免土地成本过高带来的经营风险，但土地储备的减少也会影响公司后续项目开发面积

图 5：截至 2011 年 12 月 31 日公司土地储备分布情况



注：上述土地储备为公司所有在建、拟建项目权益占地面积；
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2011 年公司收入规模大幅增长，项目开发速度有所提高，资金回笼加快，项目去化速度略有提升，为未来短期内收入的增长提供有利保障。但由于公司近年土地储备策略较为谨慎，新增土地储备规模明显下降，可能对长期项目开发产生一定负面影响，中诚信将对公司后续项目投入及土地储备的资本支出安排予以关注。

工业地产业务

公司物业租赁业务收入稳步增长，利润空间有所提升，来料加工业务持续萎缩，盈利能力下降，工业地产业务整体规模相对平稳，占营业收入比重明显下滑。

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，2011 年该业务实现收入 2.64 亿元，较上年下降 0.78%，其中物业租赁收入增长 13.72%，来料加工业务下降 51.23%。物业租赁方面，2011 年公司物业空置率有所下降，出租率回升至 94.94%，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。2011 年公司实现房屋租赁收入 2.26 亿元，较上年增加了 13.72%。

表 8：2009~2011 年公司物业租赁情况

	2009	2010	2011
可出租面积(万平方米)	100.65	130.36	133.11
出租率(%)	90%	92%	95%
租金收取率(%)	98%	99%	99%
租赁收入(亿元)	1.74	1.98	2.26
毛利率(%)	42.19	45.99	53.87

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

来料加工方面，公司 2011 年来料加工业务持续萎缩，主要由于万宝电子厂搬迁，人工数减少。2011 年该业务实现收入 2882.59 万元，同比下降 51.23%。未来公司该业务仍将面临规模持续萎缩，占营业收入比重继续下降的情况，毛利率水平也将持续下滑。

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，但该业务规模对公司整体业务运营和盈利能力影响较小。另外《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。2011 年深圳 25 区单元更新计划已完成政府公示和立项，未来公司工业地产将积极参与深圳市旧城改造，旧城改造项目将成为公司工业地产业务新的收入和利润来源。

财务分析

下列财务分析基于中粮地产提供的经利安达

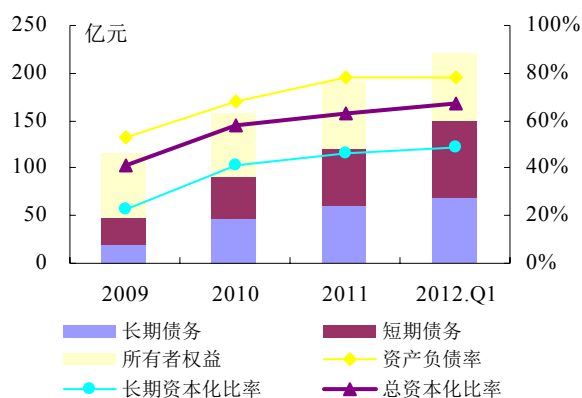
会计师事务所出具的标准无保留意见的 2009~2011 年审计报告，以及未经审计的 2012 年第一季度报告，其中 2009、2010 年数据为 2010、2011 年年初重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产为 326.03 亿元，同比上升 56.68%，资产的增长主要缘于公司当年新开工项目增多，存货规模大幅增加。2011 年公司加快了项目开发进度，相应的开发资金需求有所增加，对外部融资的依赖度进一步提升，年末负债总额 254.85 亿元，同比上升 80.38%，合计所有者权益 71.18 亿元，同比上升 6.56%。

在上述因素的影响下，2011 年公司资产负债率和总资本化比率均明显上升，分别为 78.17% 和 62.80%，分别同比增加 10.27 和 5.15 个百分点。公司 2011 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 73.54%，较上年增长 6.81 个百分点。2012 年一季度公司资产规模小幅增加至 332.13 亿元，资产负债率和总资本化比率变化较小，分别为 78.26% 和 67.36%。

图 6：2009~2012.Q1 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

公司主要财务结构指标在同行业处于中等偏高水平，扣除预收账款的资产负债率仍为 73.54%，由于近年国家相继出台较为严厉的房地产调控措施，对公司一些融资策略产生一定影响，股权融资周期延长导致公司自有资本规模难以扩充，对外部融资依赖度逐年提升，财务结构稳健性有所降低。

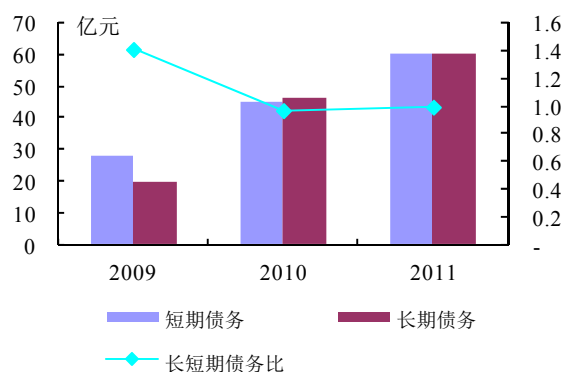
表 9：截至 2011 年 12 月 31 日部分上市公司资本结构指标

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	78.17%	73.54%	62.80%	1.15
万科 A	77.10%	63.36%	42.64%	0.88
保利地产	78.43%	66.10%	61.85%	0.26
金地集团	71.11%	61.15%	53.04%	0.92
招商地产	69.53%	61.33%	47.66%	0.42
华侨城 A	71.17%	69.68%	59.54%	0.34
首开股份	79.36%	75.15%	66.84%	0.76

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构看，公司债务期限结构匹配程度有待改善，短期债务规模偏高。截至 2011 年 12 月 31 日，公司短期债务/长期债务为 1.15，公司短期债务存在一定的集中偿付压力，短期债务与长期债务比指标处于同行业中偏低水平。

图 7：2009~2011 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，2011 年由于公司增加了项目开工面积，资金需求量有明显增长，杠杆比率进一步提升，对外部融资依赖程度有所增强。考虑到公司在建项目较多，未来仍有较大规模的资金需求，中诚信证评对公司的后续资本支出压力和财务结构稳健性予以关注。

流动性

从资产的流动性来看，截至 2011 年 12 月 31 日公司流动资产占总资产的比重为 91.47%，较上年增长了 8.69 个百分点，主要是由于公司当年开工项目有所增加，存货规模增长较快。2011 年末，公司流动资产中存货占比 82.13%，同比上升 6.35 个百分点；货币资金 39.46 亿元，占比 13.23%，同比下降了 3.19 个百分点；由于公司当年新增土地储备规

模下降, 预付账款大幅减少, 2011 年末仅为 0.92 亿元, 占流动资产比重仅为 0.31%。

存货构成方面, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司存货余额为 244.91 亿元, 同比增长 87.63%, 存货中拟建在建产品占存货余额的 88.96%, 占比较高, 预计未来一年项目开发资金需求规模仍然较大。

表10: 2009~2011年公司存货明细

单位: 亿元

项 目	2009	2010	2011
在建开发产品	39.70	77.62	181.88
拟开发产品	30.74	45.53	35.98
已完工开发产品	2.74	7.31	26.99
其他存货	0.06	0.06	0.06
合 计	73.24	130.52	244.91

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

虽然 2011 年公司加快了项目建设和结算速度, 资金回收规模大幅增长, 但相对于公司整体资产规模而言, 目前的项目结算规模仍较小, 因此资产的运转效率偏低。2011 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.18 和 0.21, 较上年分别提高了 0.04 和 0.05, 但仍处于同行业中等偏低水平。

另外, 在经营性现金流方面, 虽然 2011 年公司回笼资金规模明显增加, 但相较于多项目同时开工的项目建设支出而言, 匹配程度仍然不足。2011 年公司经营性现金净流出 24.13 亿元, 较上年少流出 12.06 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 11: 2011 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	0.18	0.21	65.89	-24.13
万科 A	0.25	0.28	144.97	48.85
保利地产	0.23	0.27	130.36	-79.22
金地集团	0.27	0.29	131.63	15.30
招商地产	0.16	0.22	223.28	-21.12
华侨城 A	0.32	0.31	91.20	29.18
首开股份	0.12	0.17	99.59	-58.71
中华企业	0.13	0.20	25.22	-15.47

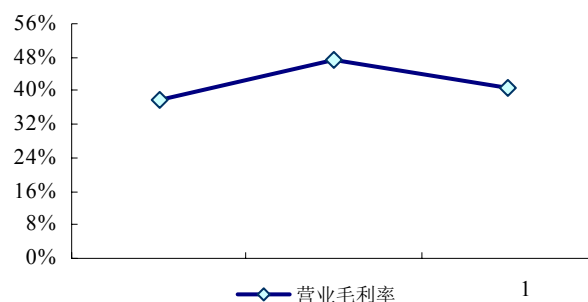
资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

总体看, 目前公司的现金获取能力和资产周转能力有所改善, 但未来仍有待提高, 且在建项目逐年增加, 项目建设的资金需求规模仍然较大, 公司面临一定资金压力。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, 公司实际流动性压力相对可控。

盈利能力

2011 年公司实现营业收入 55.41 亿元, 同比增长 101.92%, 收入规模大幅增加主要受益于公司加快新项目开发, 销售金额和结算金额都大幅增长。但由于房地产行业的持续调控, 部分地区房产价格出现回落, 加之公司为提高项目去化速度, 采取了一定的以价换量的降价政策, 2011 年利润空间有所下滑, 营业毛利率为 40.60%, 同比下降 6.80 个百分点。2012 年第一季度公司实现营业收入 8.39 亿元, 营业毛利率进一步下降至 36.70%, 未来短期内受益于销售金额的增加, 公司可结算收入规模增长较有保障, 但利润空间较难恢复至前两年的高水平。

图 8: 2009~2011 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12: 2011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	40.34%	-7.63
房屋租赁	53.87%	7.88
来料加工	38.86%	-9.25
物业管理及其他	5.49%	-14.88
综合毛利率	40.60%	-6.80

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。借款规模上升和融资成本的提高也导致财务费用规模大幅增加, 期间费用总体规模逐年大幅上涨。2011 年由于公司收入规模快速增长, 期间费用占收入比重较 2010 年下

降 2 个百分点，为 16.04%。

表13：2009~2011年公司三费分析

	2009	2010	2011
销售费用(亿元)	0.62	1.28	2.53
管理费用(亿元)	1.77	2.41	2.90
财务费用(亿元)	0.59	1.26	3.46
三费合计(亿元)	2.98	4.95	8.89
营业总收入(亿元)	26.75	27.44	55.41
三费收入占比(%)	11.14	18.04	16.04

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2011 年公司实现利润总额 10.73 亿元，较上年增长 16.52%，增幅较大的原因主要为经营性业务利润明显增长。此外公司当年也出售了持有的其他上市公司股票（其中出售招商证券 22663436 股，产生税后利润约 2.23 亿元），投资收益规模可观，达到 4.09 亿元。2011 年公司实现净利润 7.33 亿元，同比增长 7.76%。

总体看，2011 年公司收入规模大幅增长，投资收益规模可观，整体盈利能力有所增强。但中诚信证评同时也关注到公司营业毛利率持续下滑，期间费用增长过快等因素对其利润空间产生一定负面影响。

偿债能力

由于公司新开工项目增加，资本支出规模逐年上涨，对外部融资依赖程度有所提高。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务为 120.16 亿元，同比增加 32.17%。

表 14：2009~2011 年公司偿债能力指标

	2009	2010	2011
总债务(亿元)	47.71	90.91	120.16
长期债务(亿元)	19.81	46.19	60.27
EBITDA(亿元)	7.90	11.78	15.48
EBITDA 利息倍数(X)	2.86	1.76	1.62
长期债务/EBITDA(X)	2.51	3.92	3.89
总债务/EBITDA(X)	6.04	7.71	7.76

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2011 年公司 EBITDA 小幅增长，各项偿债指标较 2010 年变化较小，偿债能力略有弱化。截至 2011 年末，公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 1.62、3.89 和 7.76，EBITDA 对利息保障能力有小幅下降。

在债务偿还期限方面，截至 2011 年 12 月 31 日公司长期借款 48.39 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 2011 年末，公司为控股子公司提供担保金额为 6 亿元，占其归属母公司股东权益的 13.44%，公司无对外担保，或有负债风险很小。

总体来看，公司项目资本支出规模有所增加，对外部融资的依赖性有所提升，未来仍面临一定的财务压力。但考虑到公司资产周转效率有所提升，未来收入规模仍将稳步提升，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”或“建行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

业务运营

2011 年，中国建设银行业务稳步增长，全年完成营业收入 3,970.90 亿元，同比增长 22.75%；实现净利润 1,694.39 亿元，同比增长 25.48%。建设银行平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.47%和 22.51%，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。2011 年，建行公司银行业务实现利润总额 1,110.41 亿元，同比增长 21.80%，利润贡献度为 50.68%。

信贷投放方面，截至 2011 年 12 月 31 日，建行累贷款和垫款总额 44,461.68 亿元，同比增长 11.80%；不良率为 1.43%。当年，建行对产能过剩行业和政府融资平台贷款进行了有效控制和清理，其中产能过剩行业贷款余额同比减少 16.07 亿元；平台贷款余额同比减少 1,121.60 亿元。房地产开发类贷款增速也呈现放缓态势，截至 2011 年 12 月 31

日，建行房地产开发类贷款余额 4,191.60 亿元，增幅仅 0.16%，新增额近 5 年最低。于此同时，网络银行、保理业务、保障性住房项目等领域业务则较快发展，贷款余额增幅较大。总体来看，建行公司类贷款投放有序，质量稳定。

个人银行业务

2011 年，建行个人银行业务利润总额为 376.27 亿元，同比增长 23.00%，利润总额贡献率为 17.17%，基本与上年持平。截至 2011 年 12 月 31 日，建行个人存款余额 44,193.98 亿元，个人贷款余额 16,838.55 亿元，分别同比增长 9.86% 和 23.02%；个人贷款不良率为 0.31%。同时，建行的委托性住房金融业务市场份额持续保持同业第一的位置。截至 2011 年 12 月 31 日，建行住房资金存款余额 5,069.55 亿元；公积金个人住房贷款余额 6,162.07 亿元。此外，信用卡、借记卡等其他中间业务的发展也带动了建行个人业务手续费及佣金净收入的增加。

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，2011 年，建行资金业务利润总额较上年增长 38.79% 至 710.59 亿元，利润贡献率达到 32.43%。

金融市场业务方面，建行坚持稳健审慎的投资交易策略，综合平衡风险与收益。2011 年，建行的人民币债券投资收益率获得大幅提升，记账式附息国债承销综合排名连续三年保持第一。同时，建行加大贵金属业务的产品创新，推出帐户银、铂、代客黄金远期等新产品，自营品牌实物金业务市场份额持续保持第一。此外，2011 年建行投资银行业务实现收入 189.49 亿元，同比增长 36.26%，并以全面金融解决方案为载体，有效推动了与政府机构、企业公司以及个人客户建立全方位长期业务合作关系。

海外业务

2011 年，建行的海外机构网络布局稳步扩大。截至 2011 年 12 月 31 日，建行海外机构已经覆盖 13 个国家和地区，海外机构资产总额达到 4,431.88 亿元；资产结构持续优化，银团贷款和债券资产占

比降至 15% 以下，不良贷款保持“双降”。

财务分析

盈利能力及经营效率

2011 年，建行业务规模持续扩大，全年共完成营业收入 3,970.90 亿元，同比增长 22.75%。盈利能力方面，2011 年，净利息收益率稳步回升、生息资产规模适度增长，带动利息净收入较上年增加 530.72 亿元，增幅 21.10%；同时，服务与产品创新带动手续费及佣金净收入较上年增加 208.62 亿元，增幅为 31.55%。2011 年全年，建行实现利润总额 2,191.07 亿元，净利润 1,694.39 亿元，分别同比增长 25.09% 和 25.48%。

经营效率方面，2011 年建行全年实现拨备前利润 250,075 亿元，同比增长 25.45%。同期拨备前利润/平均总资产指标为 2.17%，较上年同期上升 0.22 个百分点；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.47% 和 22.51%，均同比略有增长。总体来看，建行经营效益良好，且稳步提升。

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，2009~2011 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 2011 年 12 月 31 日，建行不良贷款额为 709.15 亿元，较上年增加 62.03 亿元；不良贷款率为 1.09%，同比降低 0.05 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。2011 年全年的拨备覆盖率达到 241.44%，较上年提升 20.30 个百分点，综合抗风险能力进一步增强。

流动性

2011 年，人民银行六次提高法定存款准备金率，并将保证金存款纳入法定存款准备金缴存范围，银行间市场资金面趋紧，对商业银行的流动性管理提出了更高的要求。受此影响，2011 年建行的资金备付率有所下降，但同时，建行也通过加强存款吸收力度、提高流动性风险限额调整频率等手段使其流动性水平保持在合理范围，保障正常的支付与清算。截至 2011 年末，建行的存贷比为 65.05%，

流动性压力尚处于可控范围。

资本充足性

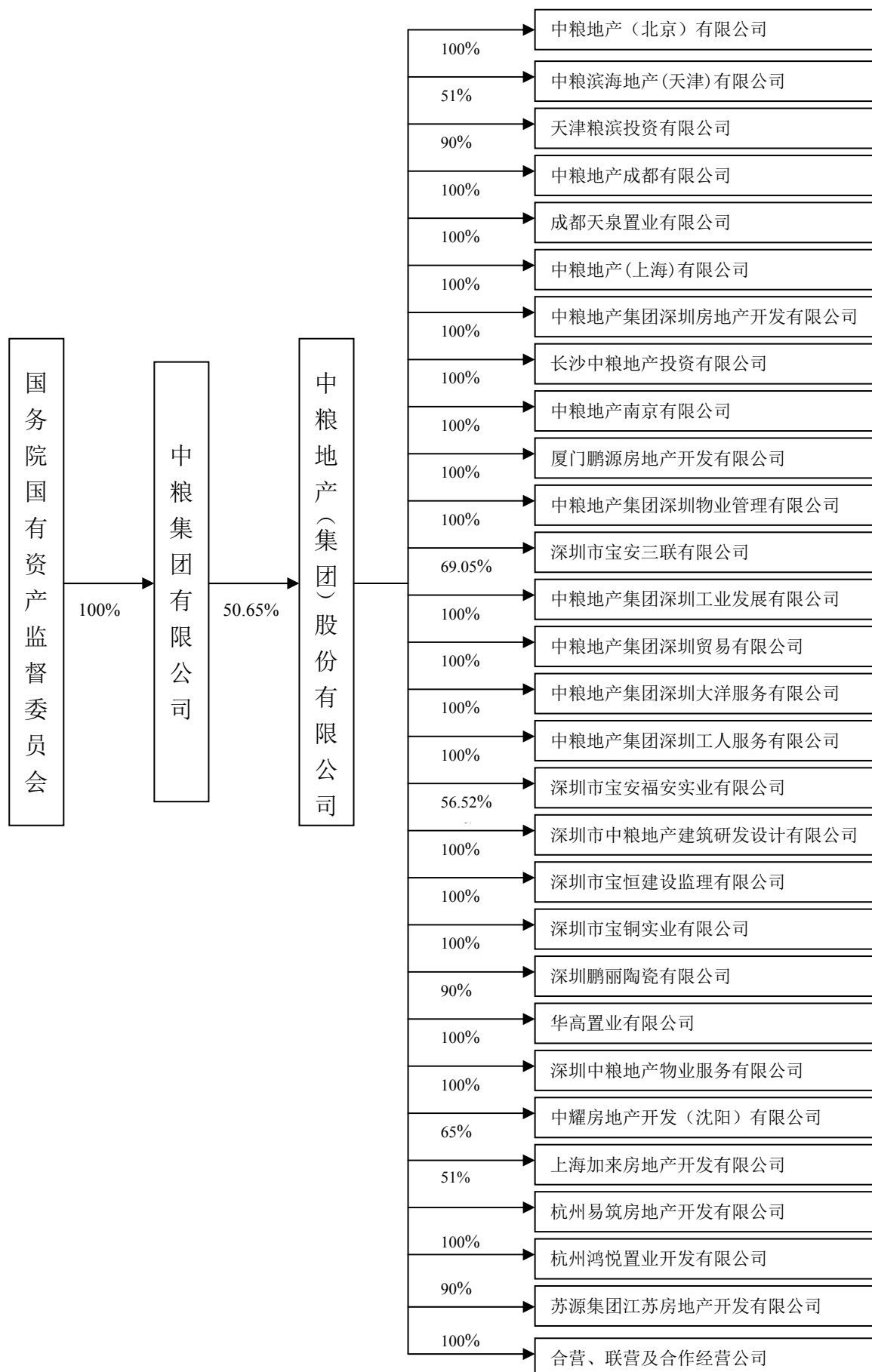
得益于持续良好的经营效益，近年来建行的未分配利润持续增长，截至 2011 年 12 月 31 日，其未分配利润为 2,296.49 亿元，较上年增加 886.54 亿元，有效补充了核心资本；当年资本充足率和核心资本充足率分别为 13.68%和 10.97%，分别同比上升 1 和 0.57 个百分点，资本充足性持续增强。

总体而言，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，中诚信证评维持中粮地产维持本次公司债券信用等级 **AAA**，上调主体信用等级至 **AA**，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 2011 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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	143,751.23	282,943.84	394,635.91	483,267.62
应收账款净额	12,168.85	8,524.42	26,206.90	9,063.95
存货净额	732,289.69	1,305,213.11	2,449,026.43	2,454,543.35
流动资产	934,265.03	1,722,417.57	2,982,054.77	3,048,431.32
长期投资	370,678.28	233,186.02	148,391.49	145,516.84
固定资产合计	118,223.56	110,206.67	105,470.81	104,019.01
总资产	1,430,020.94	2,080,849.28	3,260,259.30	3,321,498.33
短期债务	279,000.00	447,300.00	598,900.00	796,402.92
长期债务	198,085.94	461,864.04	602,718.61	693,339.02
总债务（短期债务+长期债务）	477,085.94	909,164.04	1,201,618.61	1,489,741.94
总负债	751,864.05	1,412,872.75	2,548,476.71	2,599,496.63
所有者权益（含少数股东权益）	678,156.90	667,976.53	711,782.58	722,001.70
营业总收入	267,466.86	274,425.67	554,107.35	83,931.02
三费前利润	74,621.21	87,611.20	154,912.64	22,884.79
投资收益	18,106.60	53,038.05	40,870.41	14,870.92
净利润	51,622.21	67,982.77	73,255.93	11,287.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	78,972.64	117,883.61	154,795.51	42,775.25
经营活动产生现金净流量	14,877.62	-361,879.46	-241,334.25	-6,375.24
投资活动产生现金净流量	8,289.47	3,637.07	189,785.57	-27,357.88
筹资活动产生现金净流量	-11,799.61	445,231.47	151,338.91	122,364.84
现金及现金等价物净增加额	11,367.11	86,963.59	99,745.07	88,631.71
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	37.94	47.40	40.60	36.70
所有者权益收益率（%）	7.61	10.18	10.29	1.56
EBITDA/营业总收入（%）	29.53	42.96	27.94	-
速动比率（X）	0.42	0.46	0.28	0.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.40	-0.20	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	-0.81	-0.40	-0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	0.54	-5.39	-2.53	-0.71
EBITDA 利息倍数（X）	2.86	1.76	1.62	-
总债务/EBITDA（X）	6.04	7.71	7.76	-
资产负债率（%）	52.58	67.90	78.17	78.26
总债务/总资本（%）	41.30	57.65	62.80	67.36
长期资本化比率（%）	22.61	40.88	45.85	48.99

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）	2009	2010	2011
贷款总额	4,819,773.00	5,669,128	6,496,411
贷款损失准备	-126,826.00	-143,102	-171,217
关注贷款	200,774	198,722	197,726
不良贷款（五级分类）	72,156	64,712	70,915
总资产	9,623,355	10,810,317	12,281,834
风险加权资产	5,197,545	6,015,329	6,760,117
存款总额	8,001,323	9,075,369	9,987,450
总负债	9,064,335	10,109,412	11,465,173
总资本(股东权益)	559,020	700,905	816,661
净利息收入	211,885	251,500	304,572
手续费及佣金净收入	48,059	66,132	86,994
汇兑净损益	-250	-611	1,451
证券交易净收入（公允价值变动收益）	924	1,659	-1,396
投资净收益	5,897	4,015	3,722
其他净收入（其他业务收入）	669	1,048	1,747
非利息净收入	55,299	72,243	92,518
净营业收入合计	267,184	323,743	397,090
业务及管理费用	87,900	-101,793	-118,294
贷款损失准备支出	-24,256	-25,641	250,075
税前利润	138,725	175,156	-32,403
净利润	106,756	134,844	219,107
财务指标	2009	2010	2011
核心资本充足率	9.31	10.40	10.97
资本充足率	11.7	12.68	13.68
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.5	1.14	1.09
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	5.66	4.64	4.14
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	175.77	221.14	241.44
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	16.70	7.67	7.18
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.80	21.41	22.33
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.24	1.32	1.47
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	20.70	22.31	23.30
总贷款/总存款	60.24	62.47	65.05

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。