



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪076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
二零一三年五月十七日

中粮地产(集团)股份有限公司 2008 年公司债券跟踪评级报告(2013)

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	2012/05/29		
上次评级结果	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	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	66.80	71.18	75.75	75.90
总资产(亿元)	208.08	326.03	348.39	356.33
总债务(亿元)	90.92	120.16	125.39	148.48
营业总收入(亿元)	27.44	55.41	79.45	9.65
营业毛利率(%)	47.40	40.60	29.48	30.11
EBITDA(亿元)	11.79	15.48	15.39	-
所有者权益收益(%)	10.18	10.29	8.98	4.40
资产负债率(%)	67.90	78.17	78.26	78.70
总债务/EBITDA(X)	7.71	7.76	8.15	-
EBITDA 利息倍数	1.76	1.62	1.34	-
中国建设银行	2010	2011	2012	
资产总额(亿元)	108,103.17	122,818.34	139,728.28	
净利润(亿元)	1,348.44	1,692.58	1,936.02	
加权平均净资产收益率(%)	22.61	22.51	21.98	
平均资产回报率(%)	1.2	1.47	1.47	
不良贷款率(%)	1.14	1.09	0.99	
资本充足率(%)	12.68	13.68	14.32	

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

2013 年 5 月 17 日

基本观点

2012 年国内房地产市场政策调控持续深化,市场环境出现明显波动,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,收入规模稳步增长,新开工项目面积有所增加,资产周转效率略有提高。同期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也使其具有较强的抗风险能力。此外中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也注意到,公司房地产业务占比明显下滑,未来项目开发使公司仍面临一定的资本支出压力、整体盈利能力有所弱化、土地储备政策较为谨慎可能影响中长期业务增长,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,维持主体信用等级 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

- 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,短期的增速反弹使得优势房地产开发商经营抓住销售时机,提高去化速度,财务状况表现有所改善。
- 公司应对行业环境积极调整经营策略,取得明显成效。2012 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同比继续增长,业务规模进一步提升。
- 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,2012 年公司实现投资收益 4.13 亿元,为公司发展主业提供了有效的资金和利润补充。

关 注

- 房地产调控将一直持续，新出台的调控政策仍会在项目开发、融资、销售等各方面给予房产开发商一定的压力。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。
- 房产开发业务利润空间有所收窄，影响整体盈利能力。2012 年公司的营业毛利率为 29.48%，同比下降 11.12 个百分点，其整体盈利能力受房产开发业务利润空间收窄影响有所下滑。
- 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 2013 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，实际负债水平可能有所提高。

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2012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 2012 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

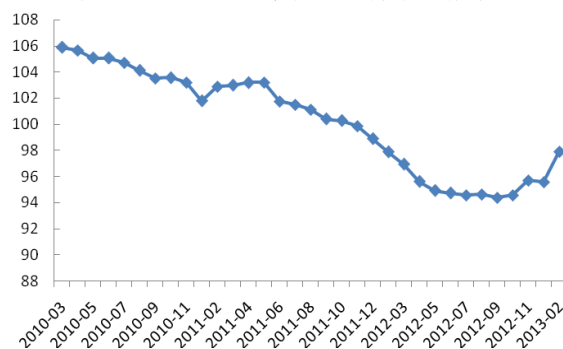
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

行业关注

2012 年以来国家继续施行房地产调控从紧，抑制投资投机性需求并支持合理自住需求。随着调控政策落实，全国房地产开发投资和销售增速均进一步回落，房地产市场呈现低增长态势。

2012年是楼市调控持续深入的一年，中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向：一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

图 1：2010~2012 年我国国房景气指数

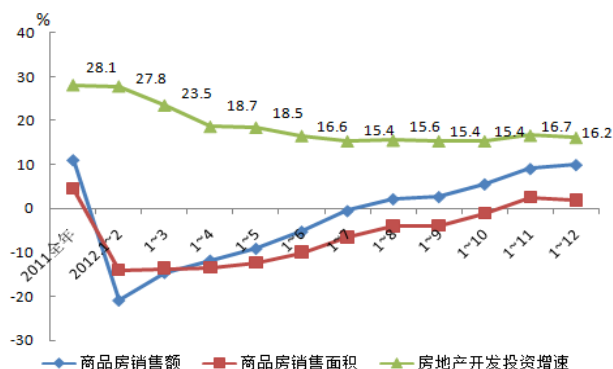


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从景气度来看，国房景气指数 2011 年持续走低，进入 2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.57 点，较 2011 年末降低 4.5 点。2012 年 9 月份以后，随着金九银十两月销售回升，以及开发商资金状况改善增强，开工能力增强，全国库存压力缓解，房地产景气程度缓慢回升。截止 2012 年 12 月国房景气指数为 95.59，进入 2013 年，国房景气指数承接回升势头，截至 3 月升至 97.56 点。

从需求情况看，随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 2.6 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 1.1 个百分点。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，房屋销售面积同比降低 4.0%，而销售额仅增长 2.4%。而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。

图 2：全国商品开发、房销售增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从地区来看，东部地区的销售面积和销售额的增长情况好于中、西部地区，主要系东部地区一、二线城市密集，规模聚集效应优势明显。从全国24个样本城市中看，2012年一、二线城市的销售面积同比分别上涨33%和32%，而三、四线城市涨幅较2011年大幅收窄。其原因在于，2011年一、二线城市深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着2012年政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。

表 2:2012 年中国各区域商品房销售情况

单位：亿平方米万亿元

区域	销售面积	增长率	销售额	增长率
东部	5.32	5.7%	3.84	12.9%
中部	3.01	2.0%	1.32	8.5%
西部	2.79	-5.3%	1.30	3.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体看来，2012年在从严格的房地产调控政策影响下，全国商品房销售受到抑制，销售量和销售价格增速继续放缓；尽管2012年部分一、二线城市的商品房销售在年末出现增长，但随着需求集中释放的结束和房地产调控的持续，商品房销售将继续保持低增长态势。

从投资和开工情况看，2012年全国房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。其中，住宅投资49,374亿元，增长11.4%，占房地产开发投资的比重为68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积573,418万平方米，比上年增长13.2%；其中，住宅施工面积428,964万平方米，增长10.6%。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，比上年下降19.5%，土地成交价款7,410亿元，下降16.7%。2012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，投资增速趋于平稳。

货币政策方面，2012年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然

严格执行“差别化房贷”政策，但2012年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速有所回升。截至2012年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额12.11万亿元，同比增长12.8%。其中，地产开发贷款余额8,630亿元，同比增长12.4%；房产开发贷款余额3万亿元，同比增长10.7%；个人购房贷款余额8.1万亿元，同比增长13.5%。

表3:2010~2012年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2010	2011	2012
资金来源合计	72,944	83,246	96,538
增速%	26.20	14.10	12.7
其中：			
自筹资金	26,637	34,093	39,083
占比%	36.52	40.96	40.48
增速%	48.40	28.00	11.7
国内贷款	12,564	12,564	14,778
占比%	17.22	15.09	15.31
增速%	10.60	0.00	13.2
利用外资	790.68	813.63	402
占比%	1.08	0.98	0.42
增速%	64.90	2.90	-48.8
其他来源	32,952	35,775	42,275
占比%	45.17	42.98	43.79
增速%	17.70	8.60	14.7

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012年，房地产开发企业本年资金来源累计9.65万亿元，比上年增长12.7%，增速比上年回落1.4个百分点。从资金来源结构来看，2012年房地产开发资金来源中自筹资金占比40.48%，其他资金占比43.79%；在其他资金中，定金及预收款2.66万亿元，增长18.2%，个人按揭贷款1.05万亿元，增长21.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍为房地产开发最主要资金来源。

房企分化更趋明显，行业加速洗牌，企业集中度持续上升。同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立。

2012年以来，国内主要的房地产企业销售情况明显好转，大部分全国性房企累计销售额同比实现增长，其中万科、绿地集团、保利地产均进入千亿元级梯度。房地产企业的分化则表现为强者更强，

大企业领先优势继续扩大，中型企业不进则退，小企业面临边缘化。

经过两轮的宏观调控，房地产行业加速洗牌，企业集中度持续上升，但行业整体利润水平逐渐回落。据国家统计局数据显示，2012年前三季度，行业排名前10的房产企业占全国市场的比例达14.06%，较上年同期增长了1.48个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为19.25%，同比增长了2.14个百分点，行业集中度继续上升。2012年房地产企业利用市场回暖期加紧去库存化，快销有助于资金回笼，从而使得全年的销售表现优于上年，但去利润化也成为2012年行业的主基调。随着政府对房地产行业的调控持续加压，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。但短期内国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，房产市场仍需要谨慎看待。

短期来看，2013年对房地产市场“调控”与“保障”仍是政府工作的重点。在2012年12月25日召开的住建部年度工作会议上，住建部部长姜伟新明确表示，2013年要坚定不移地搞好房地产市场调控，继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和限购措施，坚决抑制投机投资性住房需求，支持合理自住和改善性需求。会议还透露将继续加快推进房产税改革试点扩大工作，随着长效机制的逐渐完善，房产税或将成为房地产调控的新方向，同时，继续加大保障性住房建设力度也仍是2013年的重点。2013年随着新“国五条”的颁布，国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，商品房投资建设和销售速度可能保持低增长态势，市场有望保持相对平稳发展。

长期来看，在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。预计未来新增城镇人口首次置业需求和原有居民改善需求均超过50亿平米，旧房更新换代需求近60亿平米，因而房地产行业在城镇化过程中拉动内需的地位将日益突出。

中诚信证评认为，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构建住房双轨体系、扩大市场供给和引导市场合理需求上。但从中长期来看，中国持续的城镇化建设、居民财富的快速增长以及国民经济支柱产业中的地位，均有利于房地产行业持续向好。由于资金、品牌等多方面的差距，行业的快速整合对小型房企的发展产生一定冲击，未来马太效应仍将继续显现。

业务运营

2012年公司实现营业收入79.45亿，同比增长43.38%，受益于房产项目结转的销售收入明显增加，公司收入规模实现较大增长。从业务构成来看，商品房销售业务仍是公司最主要的收入来源，核心地位明确，2012年公司实现商品房销售收入73.97亿元，占公司营业收入比重为93.10%，占主营业务收入比重为95.70%。此外，2012年公司房屋租赁收入业务和物业管理业务收入继续稳步回升，而来料加工¹业务规模继续下降。

表4：2012年公司按行业分主营业务收入构成

单位：亿元、%				
业务分类	营业收入	同比变化	收入占比	毛利率
商品房销售	73.97	41.15	95.70	26.69
房屋租赁	2.61	15.42	3.38	59.45
物业管理及来料加工	0.71	8.91	0.92	-2.96
主营业务收入合计	77.29	39.71	100	27.52

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产开发业务

2012年行业销售阶段性回暖，公司紧跟市场节奏加快销售进度，房产开发业务收入继续保持稳步增长，签约面积及签约金额同比有所增加，存货去化进一步加快，区域分布日趋合理

从房地产销售和结算情况来看，2012年公司销售量和销售收入均持续增加，当年公司住宅签约面积和签约金额分别为61.31万平方米和90.58亿元，签约面积较上年同期增长33.49%，签约收入较上年

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。

同期增长21.47%。公司项目结算收入方面2012年也增长较快，当年共实现项目结算收入77.58亿元，同比增长48.05%，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长阳半岛、长沙观音谷、中粮锦云、南京彩云居等。

2012年行业在调控政策下呈现波动震荡，公司通过加强项目运营管理和重点关注市场营销，把握多次销售“窗口期”，结转收入、结转面积以及签约收入、签约面积在2011年高速增长的前提下继续稳步推进，项目去化速度有所提升。考虑到2013年国家进一步出台严格调控房地产行业的相关政策，未来随着房地产行业调控政策的继续深入，中诚信证评对公司后续项目的销售进度和资金回笼状况予以持续关注。

公司2012年已售待结转面积56.62万平方米，较2011年增长20.21%，2012年项目的良好销售情况及较大规模资金回收为公司2013年的业务增长和利润提升提供有效保障。

表5：2010~2012年公司项目运营情况

	单位：万平方米、亿元			
	2010	2011	2012	同比变化
结算面积	8.25	25.13	57.45	128.61%
结算金额	18.13	52.40	77.58	48.05%
销售面积	14.76	45.93	61.31	33.49%
销售金额	32.69	74.57	90.58	21.47%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

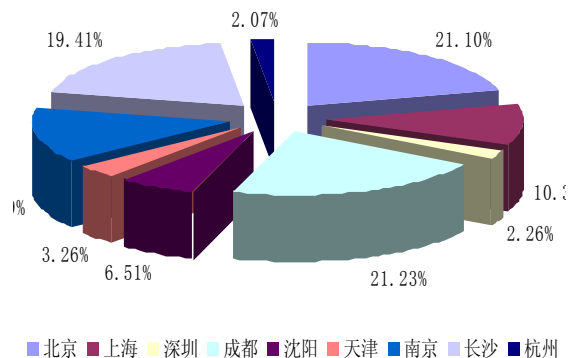
公司2012年的战略规划和目标定位仍维持2011年的调整方向，未来短期内开发项目将以去化速度快，资金回笼较好的中低端项目为主，增强公司整体的资产运营效率。2013年公司计划新开工项目9个，新开工面积80.50万平方米，较2012年新开工65.47万平方米增长22.96%，主要项目分布区域为北京、上海、深圳、天津、杭州、成都、南京和长沙，仍以一、二线城市的项目为主。公司2013年计划新开工面积的增加为其未来公司销售收入的增长奠定良好基础。

项目资源方面，截至2012年12月31日，公司在建拟建项目共18个，权益规划建筑面积592.43万平方米，同比略下降1.13%，主要由于深圳鸿云项目已于11年完工。2012年住宅项目新开工面积65.47万平方米，较2011年出现了较大回落，回落

比例为36.23%，仅占权益规划面积的11.05%，较2011年回落了6.08个百分点。公司2012年新开工面积出现一定下滑，可能会对公司中期可销售面积和销售收入增长产生一定负面影响

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、南京、杭州和沈阳，公司在二线城市的项目占比持续提升。根据政策及市场情况和公司自身的战略安排，近年其拿地原则较为稳健，新增土地储备规模有所减少，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3：截至2012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，2012年公司收入规模仍保持快速增长，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。但由于公司新开工面积明显回落，且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。

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，占营业收入比重有所下滑。

公司的工业地产业务包括房屋租赁、物业管理

和来料加工，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，2012年该业务实现收入3.32亿元，较上年增长了25.76%，其中房屋租赁收入增长15.42%，物业管理和来料加工业务上升8.91%。物业租赁方面，2012年公司物业空置率继续下降，出租率回升至97.99%，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。2012年公司实现房屋租赁收入2.61亿元。

表6:2010~2012年公司物业租赁情况

	2010	2011	2012
可出租面积（万平方米）	130.36	133.11	125.46
出租率（%）	92	95	97.99
租金收取率（%）	99	99	98.45
租赁收入（亿元）	1.98	2.26	2.61
毛利率（%）	45.99	53.87	59.45

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

物业管理业务方面，公司2012年公司物业管理收入稳步增加，达到0.44万元，具有较好的成长性，为主业提供一定补充。来料加工方面，由于万宝电子厂搬迁，人工数减少，公司来料加工业务持续萎缩。2012年该业务实现收入0.27亿元，同比下降6.32%。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，毛利率水平也有所下滑。

此外，《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，2012年11月编制完成项目专项规划草案并报政府审批，2012年12月上报项目城市更新实施方案政府备案，目前正在开展拆迁谈判、拆迁宣传等前期工作。

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。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

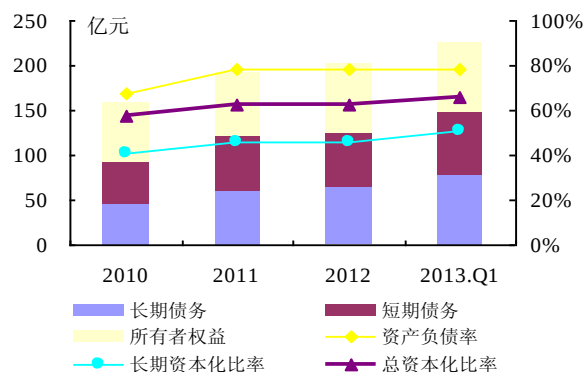
会计师事务所出具的标准无保留意见的2010~2012年审计报告，以及未经审计的2012年第一季度报告，其中2010、2011年数据为2011、2012年年初重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

截至2012年12月31日，公司总资产为348.39亿元，同比小幅增长了6.86%，资产规模与2011年相当。2012年公司无较大规模的债务增长，年末负债总额为272.63亿元，所有者权益合计75.75亿元，分别同比增长6.98%和6.42%。

财务结构稳健性方面，公司资产负债率指标变化较小，2012年末资产负债率为78.26%，较2011年小幅上升0.09个百分点；总资本化比率为62.34%，较2011年降低0.46个百分点。考虑到2012年公司预收账款增幅较大，故当年公司扣除预收账款后的资产负债率降为61.06%，较2011年下降12.48个百分点，公司实际财务结构稳健性有所增强。2013年一季度公司资产规模小幅增加至356.33亿元，资产负债率和总资本化比率变化较小，分别为78.70%和66.17%。

图4：2010~2013.Q1年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

虽然公司2012年扣除预收账款后的资产负债率有明显下降，财务结构稳健性有所提升，但资产负债率、总资本化比率指标在行业内仍处于中等偏高水平，债务结构也需进一步优化。

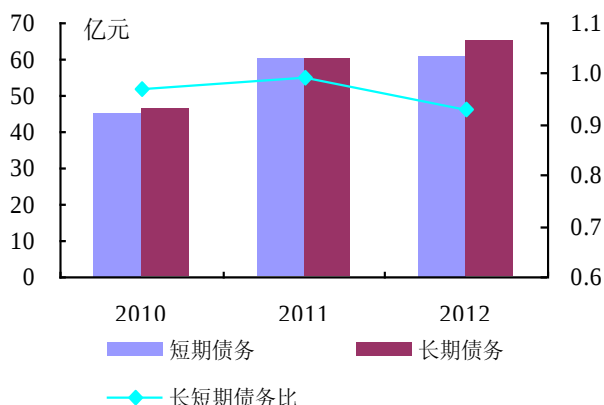
表 7：截至 2012 年 12 月 31 日部分上市公司资本结构指标

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	78.26%	61.06%	62.34%	0.93
万科 A	78.32%	66.85%	48.25%	1.12
保利地产	78.19%	65.90%	59.81%	0.46
金地集团	69.77%	60.28%	49.80%	0.46
招商地产	73.04%	63.54%	48.91%	0.96
华侨城 A	69.95%	67.44%	53.32%	0.44
首开股份	80.32%	76.04%	71.93%	0.81

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所改善，短期债务占比有所下降。截至 2012 年 12 月 31 日，公司短期债务/长期债务为 0.93，短期债务仍存在一定的集中偿付压力，且在同行业处于中等偏下水平，未来仍有一定的提升空间。

图 5：2010~2012 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，2012 年公司项目开工节奏有所控制，当年债务和资产规模均无较大变化，实际财务结构稳健性有所增强，债务结构有所优化。但与同行业上市公司比较，公司的债务结构仍有进一步优化的空间，总资本化比率也相对较高，考虑到调控政策可能对公司的再融资能力产生一定负面影响，从而影响公司业务的增长性，中诚信证评对公司后续投融资安排情况予以关注。

流动性

从资产的流动性来看，截至 2012 年 12 月 31 日公司流动资产占总资产的比重为 91.97%，较上年增长了 0.50 个百分点，主要是由于公司当年项目销售回笼资金规模增加，货币资金规模有所增长。截至 2012 年末，公司流动资产中存货占比为 77.59%，

同比下降了 4.54 个百分点；货币资金 59.63 亿元，占比 18.61%，同比提升了 5.38 个百分点；由于公司当年支付工程款有所增加，预付账款规模同比增加了 14.03%，达到 1.05 亿元，但其占流动资产比重仍较低，仅为 0.33%。

存货构成方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司存货余额为 248.59 亿元，同比增长 1.51%，存货中拟建在建产品占存货余额的 82.88%，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 8：2010~2012 年公司存货明细

单位：亿元

项 目	2010	2011	2012
在建开发产品	77.62	181.88	189.27
拟开发产品	45.53	35.98	16.76
已完工开发产品	7.30	26.98	42.50
其他存货	0.06	0.06	0.06
合 计	130.52	244.90	248.59

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

虽然 2012 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。2012 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.23 和 0.24，较上年分别提高了 0.05 和 0.03，但仍处于同行业中等偏低水平。

截至 2012 年末，公司另有价值 76774 万元的可出售金融资产，包含招商证券和光大银行的股权。这部分资产可变现能力较强，每年均可为公司贡献一定规模的投资收益，对其流动性形成有效补充。

另外，在经营性现金流方面，2012 年公司回笼资金规模明显增加，经营性现金流表现有较大改善。2012 年公司经营性现金净流入 26.43 亿元，较上年增加 50.57 亿元。公司现有拟在建项目 18 个，预计未来短期内公司在建项目的支付压力仍较大，若回笼资金规模下降，公司主营业务的现金流可能会存在一定波动。

表 9：2012 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	0.24	98.76	26.43
万科 A	0.28	0.31	129.01	37.26
保利地产	0.26	0.31	127.27	30.93
金地集团	0.33	0.34	212.27	63.27
招商地产	0.21	0.27	132.26	50.99
华侨城 A	0.32	0.33	120.00	71.48
首开股份	0.17	0.19	91.64	21.43

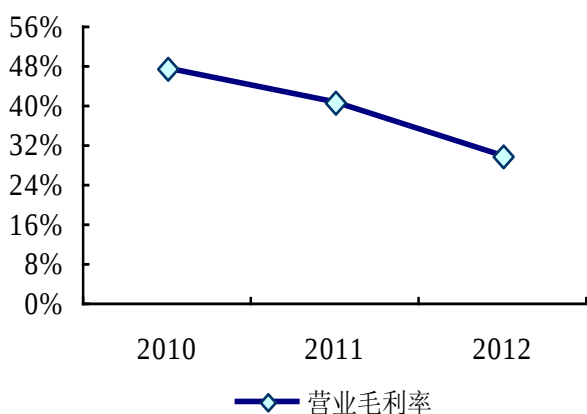
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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。公司持有一定规模变现能力强的金融资产和有利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

2012 年公司实现营业收入 79.45 亿元，同比增长 43.38%，收入规模持续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，公司采取积极的促销手段，加之开发成本有所提升，2012 年公司利润空间进一步下滑，营业毛利率降至 29.48%，同比下降 11.12 个百分点。2013 年第一季度公司实现营业收入 9.65 亿元，营业毛利率小幅回升至 30.11%。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，但盈利空间较难恢复至前两年的高水平。

图 6：2010~2012 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 10：2012 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	26.69%	-13.65
房屋租赁	59.45%	5.58
物业管理及来料加工	-2.96%	-10.87
综合毛利率	29.48%	11.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，由于随着项目投资及销售规模的逐年增加，公司销售现场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。此外融资成本的提高也导致财务费用有所增长增加，期间费用总体规模逐年大幅上涨。但 2012 年受益于公司收入规模快速增长，期间费用占收入比重较 2011 年下降 3.31 个百分点，为 12.73%。

表 11：2010~2012 年公司三费分析

	2010	2011	2012
销售费用(亿元)	1.28	2.53	3.35
管理费用(亿元)	2.41	2.90	3.03
财务费用(亿元)	1.26	3.46	3.73
三费合计(亿元)	4.95	8.89	10.11
营业总收入(亿元)	27.44	55.41	79.45
三费收入占比(%)	18.04	16.04	12.73

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2012 年公司实现利润总额 10.04 亿元，较上年下降 6.41%，主要由于经营性业务利润受毛利下降、费用上升等因素影响有所下滑。2012 年公司继续出售了持有的其他上市公司股票（其中出售招商证券 26,867,379 股，产生税前利润约 2.87 亿元），投资收益规模可观，达到 4.13 亿元。尽管获得了较大规模的投资收益，2012 年净利润规模仍有所下滑，当年实现净利润 6.80 亿元，同比下滑 7.11%。

总体看，2012 年公司收入规模大幅增长，但营业毛利率明显下滑，尽管投资收益规模可观，其利润总额和净利润规模均有所下滑。中诚信证评将对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的负面影响予以持续关注。

偿债能力

由于公司 2012 年新开工项目进度有所放缓，其外部融资规模无大幅上涨，截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务为 125.39 亿元，同比小幅增加

4.35%。

表 12：2010~2012 年公司偿债能力指标

	2010	2011	2012
总债务（亿元）	90.91	120.16	125.39
长期债务（亿元）	46.19	60.27	65.01
EBITDA（亿元）	11.78	15.48	15.39
EBITDA 利息倍数（X）	1.76	1.62	1.34
长期债务/EBITDA（X）	3.92	3.89	4.23
总债务/EBITDA（X）	7.71	7.76	8.15

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2012 年公司 EBITDA 小幅回落，各项偿债指标较 2011 年有所下滑，偿债能力略有弱化。截至 2012 年末，公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 1.34、4.23 和 8.15，EBITDA 对利息保障能力有小幅下降。

在债务偿还期限方面，截至 2012 年 12 月 31 日公司长期借款 53.12 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 2012 年末，公司为控股子公司提供担保金额为 11.25 亿元，占其归属母公司股东权益的 23.62%，公司无对外担保，或有负债风险很小。

总体来看，公司 EBITDA 规模有所减少，各项偿债指标有所弱化，但考虑到公司资产周转效率有所提升，收入规模稳步增长，获现能力仍然较强，其整体偿债能力很强。

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

2012 年，中国建设银行业务稳步增长，全年完成营业收入 4,607.46 亿元，同比增长 16.03%；实现净利润 1,936.02 亿元，同比增长 14.26%。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 21.98%，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%左右。2012 年，建行公司银行业务实现利润总额 1,184.94 亿元，同比增长 6.71%，增速有所放缓，利润贡献度为 47.13%，多年首次下滑至 50%以下。

信贷投放方面，截至 2012 年 12 月 31 日，建行累贷款和垫款总额 49,630.50 亿元，同比增长 12.79%，不良率为 0.99%，较 2011 年下降 0.1 个百分点。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 12.00 亿元；平台贷款余额同比减少 182.95 亿元。房地产开发类贷款余额也有所减少，截至 2012 年 12 月 31 日，建行房地产开发类贷款余额 4,157.70 亿元，较上年减少 33.90 亿元。于此同时，基础设施、涉农贷款、新农村建设贷款和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

2012 年，建行个人银行业务利润总额为 516.63 亿元，同比增长 37.30%，利润总额贡献率上升至 20.55%。截至 2012 年 12 月 31 日，建行个人存款余额 50,779.30 亿元，个人贷款余额 20,178.26 亿元，分别同比增长 14.99%和 20.26%；个人贷款不良率为 0.29%。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 2012 年 12 月 31 日，建行住房资金存款余额 5,779.97 亿元；公积金个人住房贷款余额 7,813.14 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

随着新型财务顾问、债券承销、理财等产品的快速发展，2012 年建行资金业务利润总额较上年增长 7.34%至 762.72 亿元，利润贡献率达到 30.33%。

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。2012 年，建行的人民币债券投资收益率获得大幅提升，记账式国债柜台交易量市场排名第二。同时，建行加大对海外

机构的资金支持,审慎开展同业拆借,贵金属业务的产品创新,推出美元账户贵金属交易、黄金回购、白银租赁、黄金挂钩理财产品等,不断丰富产品种类。此外,2012 年建行财务顾问业务实现收入 101.28 亿元,债务融资工具合计承销额、短期融资券承销额、中期票据承销额和私募债券承销额均为市场第一,实现收入 11.74 亿元,增长 33.41%。此外,建行理财业务稳健发展,自主发行理财产品 5,548 期,发行额 54,460.69 亿元;年末余额 8,823.99 亿元,其中保本型理财产品余额 3,576.82 亿元;实现理财收入 87.89 亿元,增幅 16.10%。同比增长 36.26%。

海外业务

2012 年,建行的海外机构网络布局稳步扩大。截至 2012 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 5,185.79 亿元,实现净利润 23.34 亿元。海外业务转型持续推进,建行伦敦在中资同业中率先在伦敦发行人民币债券,东京分行实现牌照升级,开办零售业务。

财务分析

盈利能力及经营效率

2012 年,建行业务规模持续扩大,全年共完成营业收入 4,607.46 亿元,同比增长 16.03%。盈利能力方面,2012 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 486.30 亿元,增幅 15.97%;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 65.13 亿元,增幅为 7.49%。2012 年全年,建行实现利润总额 2,514.39 亿元,净利润 1,936.02 亿元,分别同比增长 14.76%和 14.26%。

经营效率方面,2012 年建行全年平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.47%和 21.98%,净利差和净利息收益率分别为 2.58%和 2.75%,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,2010~2012 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 2012 年 12 月 31 日,建行不良贷款额为 746.18 亿元,较上年增加 37.03 亿元;不良贷款率为 0.99%,同比降低 0.1 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。2012 年全年的拨备覆盖率达到 271.29%,较上年提升 29.85 个百分点,综合抗风险能力进一步增强。

流动性

2012 年,人行两次下调法定存款准备金率共计 1 个百分点,并持续通过逆回购交易向市场注入流动性,银行间市场资金紧张状况逐步缓解。但是由于法定存款准备金率仍处于较高水平,在一定程度上抑制了银行派生存款的作用,存款业务的竞争加剧。建行根据资金情况适时采取应对措施,加强存款吸收力度,调整债券投资、买入返售、存放同业等对流动性影响较大的相关产品运用额度,灵活调剂头寸余缺。通过采取各项有效措施,流动性水平始终保持在合理范围,保证了正常支付与清算。截至 2012 年 12 月 31 日,建行各期限累计缺口 9,496.09 亿元,较上年增加 1,329.48 亿元。尽管实时偿还的负缺口为 59,297.26 亿元,但考虑到存款客户基础广泛而坚实,活期存款沉淀率较高,且存款平稳增长,预计未来资金来源稳定,流动性保持稳定态势。

资本充足性

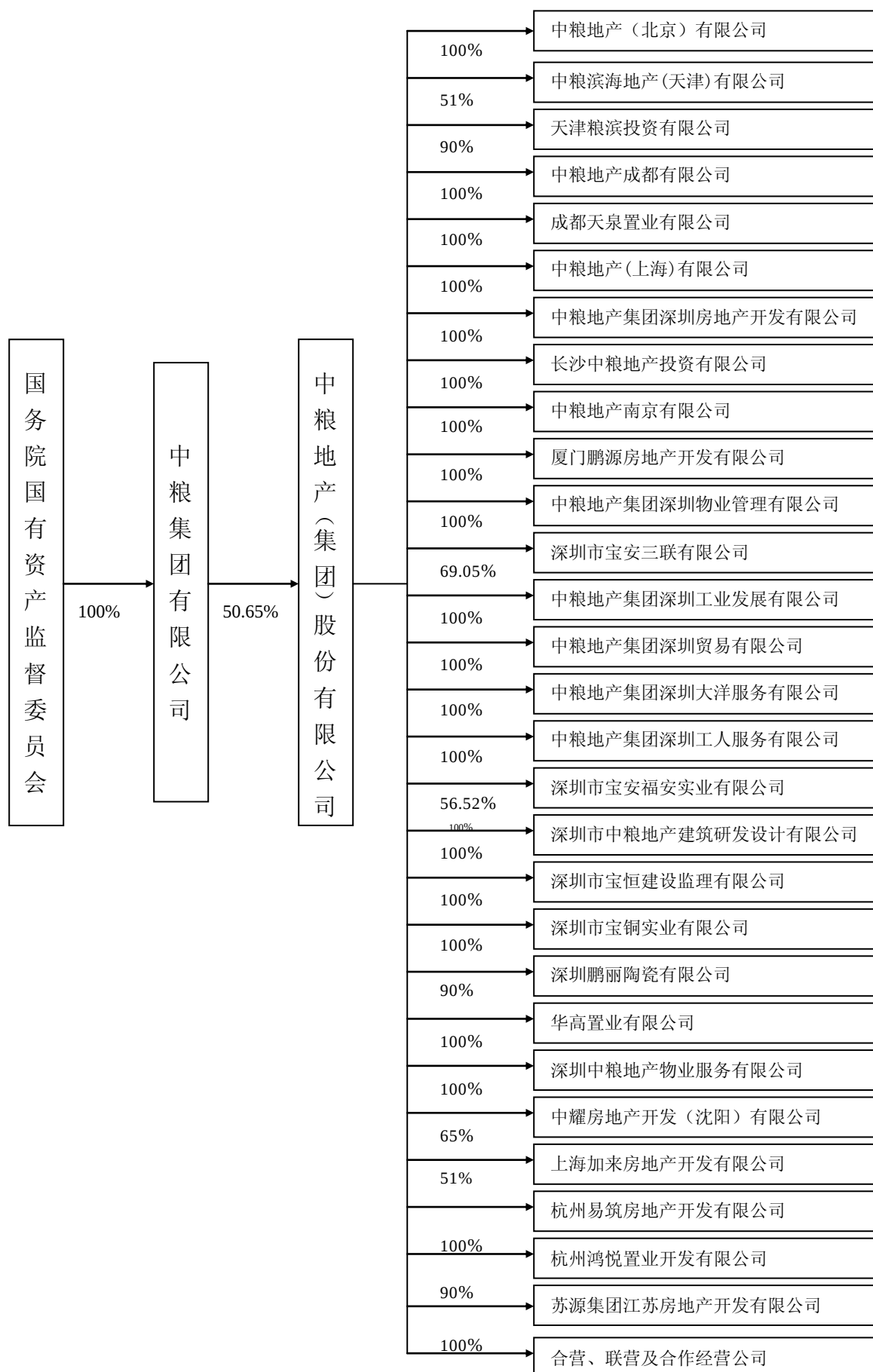
得益于持续良好的经营效益,近年来建行的未分配利润持续增长,截至 2012 年 12 月 31 日,其未分配利润为 3,237.35 亿元,较上年增加 940.86 亿元,有效补充了核心资本;当年资本充足率和核心资本充足率分别为 14.32%和 11.32%,分别同比上升 0.64 和 0.35 个百分点,资本充足性持续增强。

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**,维持主体信用等级 **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 2012 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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	282,943.84	394,635.91	596,277.48	722,777.08
应收账款净额	8,524.42	26,206.90	38,247.27	7,037.91
存货净额	1,305,213.11	2,449,026.43	2,485,931.25	2,473,597.99
流动资产	1,722,417.57	2,982,054.77	3,204,137.66	3,283,459.28
长期投资	233,186.02	148,391.49	131,857.17	134,979.62
固定资产合计	110,206.67	105,470.81	125,741.07	123,394.71
总资产	2,080,849.28	3,260,259.30	3,483,856.21	3,563,343.72
短期债务	447,300.00	598,900.00	603,737.47	707,388.37
长期债务	461,864.04	602,718.61	650,146.72	777,442.21
总债务（短期债务+长期债务）	909,164.04	1,201,618.61	1,253,884.19	1,484,830.58
总负债	1,412,872.75	2,548,476.71	2,726,344.94	2,804,334.58
所有者权益（含少数股东权益）	667,976.53	711,782.58	757,511.26	759,009.14
营业总收入	274,425.67	554,107.35	794,488.96	96,545.66
三费前利润	87,611.20	154,912.64	161,753.44	19,403.28
投资收益	53,038.05	40,870.41	41,265.42	14,605.67
净利润	67,982.77	73,255.93	68,047.57	8,347.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	117,883.61	154,795.51	153,864.78	37,426.75
经营活动产生现金净流量	-361,879.46	-241,334.25	264,333.65	111,249.54
投资活动产生现金净流量	3,637.07	189,785.57	-32,693.14	15,757.45
筹资活动产生现金净流量	445,231.47	151,338.91	-29,998.21	-507.39
现金及现金等价物净增加额	86,963.59	99,745.07	201,641.56	126,499.61
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	47.40	40.60	29.48	30.11
所有者权益收益率（%）	10.18	10.29	8.98	4.40
EBITDA/营业总收入（%）	42.96	27.94	19.37	-
速动比率（X）	0.46	0.28	0.35	0.40
经营活动净现金/总债务（X）	-0.40	-0.20	0.21	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.81	-0.40	0.44	0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.39	-2.53	2.30	12.40
EBITDA 利息倍数（X）	1.76	1.62	1.34	-
总债务/EBITDA（X）	7.71	7.76	8.15	-
资产负债率（%）	67.90	78.17	78.26	78.70
总债务/总资本（%）	57.65	62.80	62.34	66.17
长期资本化比率（%）	40.88	45.85	46.19	50.60

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）	2010	2011	2012
贷款总额	5,669,128	6,496,411	7,512,312
贷款损失准备	-143,102	-171,217	-202,433
关注贷款	198,722	197,726	204,407
不良贷款（五级分类）	64,712	70,915	74,618
总资产	10,810,317	12,281,834	13,972,828
加权风险资产	6,015,329	6,760,117	7,637,705
存款总额	9,075,369	9,987,450	11,343,079
总负债	10,109,412	11,465,173	13,023,219
总资本(股东权益)	700,905	816,661	949,609
利息净收入	251,500	304,572	353,202
手续费及佣金净收入	66,132	86,994	93,507
汇兑净损益	-611	1,451	1,504
证券交易净收入（公允价值变动收益）	1,659	-1,396	-661
投资净收益	4,015	3,722	6,327
其他净收入（其他业务收入）	1,048	1,747	6,867
非利息净收入	72,243	92,518	107,544
净营业收入合计	323,743	397,090	460,746
业务及管理费用	-101,793	-118,294	-134,566
资产减值损失	-29,292	-35,783	-40,041
利润总额	134,844	219,107	251,439
净利润	135,031	169,439	193,602
财务指标	2010	2011	2012
核心资本充足率	10.40	10.97	11.32
资本充足率	12.68	13.68	14.32
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.14	1.09	0.99
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	4.64	4.14	3.71
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	221.14	241.44	271.29
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	7.67	7.18	6.48
加权平均净资产收益率	22.61	22.51	21.98
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.32	1.47	1.47
净利息收益率（利息净收入/生息资产平均余额）	2.49	2.70	2.75
总贷款/总存款	62.47	65.05	66.23

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。