



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪066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“中粮地产（集团）股份有限公司2008年公司债券”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，维持贵公司本期债券信用等级**AAA**，维持本次发债主体信用等级为**AA**，评级展望**稳定**。

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

二零一四年五月五日

## 中粮地产（集团）股份有限公司 2008 年公司债券跟踪评级报告（2014）

|        |                       |     |         |
|--------|-----------------------|-----|---------|
| 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 | 2013/05/17            |     |         |
| 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           | 2011       | 2012       | 2013       | 2014.Q1 |
|----------------|------------|------------|------------|---------|
| 所有者权益（亿元）      | 71.18      | 77.13      | 89.70      | 95.38   |
| 总资产（亿元）        | 326.03     | 349.99     | 406.03     | 408.64  |
| 总债务（亿元）        | 120.16     | 125.39     | 162.63     | 162.69  |
| 营业总收入（亿元）      | 55.41      | 79.45      | 101.79     | 9.72    |
| 营业毛利率（%）       | 40.60      | 29.38      | 30.26      | 50.23   |
| EBITDA（亿元）     | 15.48      | 15.30      | 18.62      | 2.93    |
| 所有者权益收益率（%）    | 8.90       | 10.82      | 10.48      | 1.25    |
| 资产负债率（%）       | 78.17      | 77.96      | 77.91      | 76.66   |
| 总债务/EBITDA（X）  | 7.76       | 8.19       | 8.73       | 13.87   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 1.62       | 1.33       | 1.70       | 1.10    |
| 中国建设银行         | 2011       | 2012       | 2013       |         |
| 资产总额（亿元）       | 122,818.34 | 139,728.28 | 153,632.10 |         |
| 净利润（亿元）        | 1,694.39   | 1,936.02   | 2,151.22   |         |
| 平均资本回报率（%）     | 22.33      | 21.92      | 21.23      |         |
| 平均资产回报率（%）     | 1.47       | 1.47       | 1.47       |         |
| 不良贷款率（%）       | 1.09       | 0.99       | 0.99       |         |
| 拨备覆盖率（%）       | 241.44     | 271.29     | 268.22     |         |
| 资本充足率（%）       | 13.68      | 14.32      | 13.34      |         |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

2、2014.Q1 的总债务/EBITDA 指标经年化处理

### 分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 5 日

### 基本观点

2013 年在房地产市场需求回暖的背景下，中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）业绩稳定增长，销售收入和结算收入均突破百亿元，新开工项目面积大幅增加，资产周转效率持续改善。同时，公司积极拓展项目，区域布局进一步优化，为其未来可持续的房地产开发能力和业绩增长奠定基础。此外，较可观的投资收益亦为公司发展地产主业提供一定的资金补充。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，公司债务期限结构不甚合理、未来面临一定的资本支出压力等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（集团）股份有限公司 2008 年公司债券”信用等级 **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

- 行业集中度进一步提升。房地产市场调控推动了行业进一步整合，优势房地产公司经营、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。
- 业绩稳定增长。2013 年公司销售收入和结算收入持续增长，均突破百亿元。同时，相对可观的待结算资源和同比大幅增长的新开工面积，较好保障了其未来 1-2 年内的经营业绩。
- 区域布局进一步优化。2013 年公司积极拓展新项目，当年新增 4 个住宅地产项目，均位于北京、成都、南京等一、二线城市，区域布局进一步优化，为其可持续的房地产开发能力和风险防范奠定了良好基础。
- 较可观的投资收益为公司主营业务发展提供一定的资金支持。公司近年积极进行多元化投资，2013 年实现投资收益 3.59 亿元，为其发

展地产主业提供了一定的资金支持。

## 关 注

- 房地产行业调控持续进行。未来房地产调控政策仍将持续进行，而且不同城市政策导向呈现差别化。作为政策导向性明显的行业，需关注政策波动对房地产市场的影响。
- 债务期限结构有待优化。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务/长期债务为 1.40，短期债务占比有所上升，债务期限结构有待优化。
- 资本支出压力。公司拟建在建项目较多，未来资金需求规模较大，给其带来一定的资本支出压力。

## 行业关注

2013年，在刚性需求和首改需求持续释放的带动下，国内房地产市场出现回暖，投资和销售规模明显增长；房地产调控更加注重长效机制的建立，不同城市政策导向呈现差别化

近年国家持续出台了一系列调控政策，随着政策效应的逐渐显现，房地产市场投机性需求被挤压。2013年，在刚性需求和首改需求持续释放的支撑下，国内房地产市场出现回暖，行业景气度有所回升，全年国房景气指数保持在97左右。

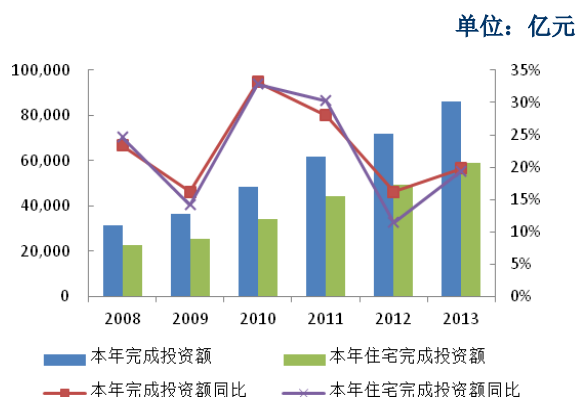
图1：2009~2013年我国国房景气指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

投资方面，2013年在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.79%，增幅较上年度提高3.6个百分点。其中，住宅投资58,951亿元，同比增长19.40%，增速提升8个百分点，占房地产开发投资的比重为68.54%。同期，房地产开发企业房屋施工面积665,572万平方米，同比增长16.07%。其中，住宅施工面积486,347万平方米，同比增长13.38%。

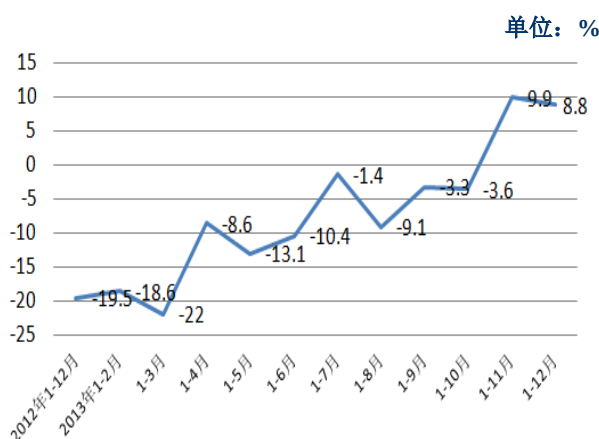
图2：2008~2013年全国房地产开发投资情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

土地成交方面，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业在2013年加大了土地市场投入力度，全国土地市场也迎来了近年来的成交高峰。2013年房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，较上年增长8.82%；土地成交价款9,918亿元，同比增长33.9%，增速提高2.4个百分点。

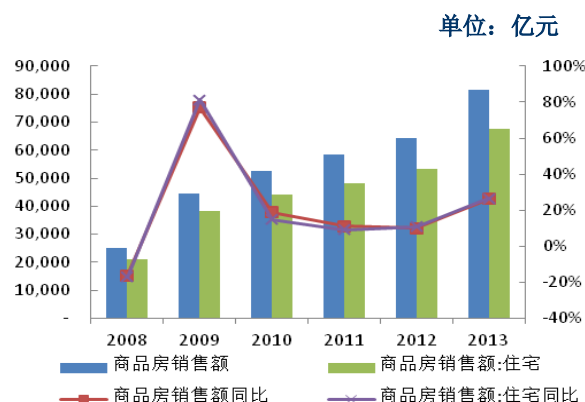
图3：2013年全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从需求情况看，2013年刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国实现商品房销售面积130,551万平方米，较上年度增长17.3%，增速同比提高15.5个百分点。其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%。2013年全国实现商品房销售额81,428亿元，同比增长26.3%，增速较上年度提高16.3个百分点。其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。

图4：2008~2013年全国商品房销售金额及增速



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

资金来源方面，据国家统计局统计，2013年房地产开发企业当年资金来源合计12.21万亿元，较上年度增长26.5%，增速比上年提升13.8个百分点。从

资金来源结构来看，2013年房地产开发资金来源中自筹资金占比38.83%，其他资金占比44.62%。在其他资金中，定金及预收款3.45万亿元，同比增长29.9%，个人按揭贷款1.40万亿元，同比增长33.3%。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。

表 1：2011~2013 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

|             | 2011   | 2012   | 2013    |
|-------------|--------|--------|---------|
| 资金来源合计      | 83,246 | 96,538 | 122,122 |
| 增速%         | 14.1   | 12.7   | 26.5    |
| 其中：         |        |        |         |
| <b>自筹资金</b> | 34,093 | 39,083 | 47,425  |
| 占比%         | 40.96  | 40.48  | 38.83   |
| 增速%         | 28.0   | 11.7   | 21.3    |
| <b>国内贷款</b> | 12,564 | 14,778 | 19,673  |
| 占比%         | 15.09  | 15.31  | 16.11   |
| 增速%         | 0.0    | 13.2   | 33.1    |
| <b>利用外资</b> | 813.63 | 402    | 534     |
| 占比%         | 0.98   | 0.42   | 0.44    |
| 增速%         | 2.9    | -48.8  | 32.8    |
| <b>其他来源</b> | 35,775 | 42,275 | 54,491  |
| 占比%         | 42.98  | 43.79  | 44.62   |
| 增速%         | 8.6    | 14.7   | 28.9    |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

行业政策方面，2013年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制，维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。各地方调控政策因市场走势不同出现差别化，北京、上海等一、二线城市调控政策持续偏紧，而温州、芜湖等少数三、四线城市持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，微调当地调控政策以促进需求释放。

整体来看，目前在坚持房地产调控不放松的前提下，中央在加紧完善房地产调控的长效机制，重点研究在推进新型城镇化的背景下，加强不动产登记、房地产税收、差别化信贷等手段，并通过土地制度改革、保障房建设调整供需结构，有效平衡经

济增长与抑制投资投机，为房地产市场长期健康发展提供保障。

## 房企分化更趋明显，行业集中度持续上升；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

近年来，持续偏紧的政策调控、紧缩的信贷政策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，行业集中度逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。据统计数据显示，2013年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例达13.72%，较上年同期增长了1.26个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为18.88%，同比增长了1.57个百分点。未来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，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

随着行业深度调整，房地产企业普遍采取以价换量的策略来加快销售周转，同时提升企业土地储备周转率以提高盈利水平，房价上涨趋势明显放缓。因此，通过土地溢价来获得较高利润的时代已经过去，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。

## 房地产市场区域性分化加剧，一、二线城市短期受限政策，但中长期优势依然突出；三四线城市潜在供应过剩风险不容忽视

从统计数据来看，2013年全国40大中城市中的一、二线城市累计实现商品房销售额3.89万亿元，占全国商品房销售额的47.8%。一、二线城市总体供不应求，其商品房销售价格也显著高于三、四线城市，百城住宅价格指数样本中的一、二线城市住宅的平均价格分别为27,903元/平方米、10,365元/平方米，同比增速分别为23.4%、10.2%，而三线城市住宅的平均价格为7,243元/平方米，同比仅增长5.1%，低于全国商品房均价涨幅。

未来我国房地产市场运行将呈现更加明显的区域性分化特征，一线城市潜在需求尤其是刚性需求强劲，但供应量不足，住房供需矛盾进一步突出，

房价上涨压力加大；二线城市供求基本平衡，价格未来的走势取决于经济和人口的辐射力和吸引力；三、四线城市的供应量较大但潜在需求不足，供应过剩风险不容忽视。

## 业务运营

2013 年公司实现营业收入 101.79 亿，同比增长 28.12%，受益于房地产项目结转收入的明显增加，公司收入规模实现较快增长。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，2013 年公司实现商品房销售收入 93.97 亿元，占营业收入比重为 92.32%，占主营业务收入比重为 96.58%。此外，2013 年公司房屋租赁收入略有下滑，而物业管理及来料加工业务收入有所回升。

表 2：2013 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   |
| 商品房销售     | 93.97 | 27.03 | 96.58  |
| 房屋租赁      | 2.52  | -3.24 | 2.59   |
| 物业管理及来料加工 | 0.81  | 13.83 | 0.83   |
| 主营业务收入合计  | 97.30 | 25.89 | 100.00 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 房地产开发业务

2013 年伴随着房地产市场销售回暖，公司紧跟市场节奏加快销售力度，积极开拓新项目，房产开发业务收入继续保持稳步增长，销售收入和结算收入均突破“百亿元”，区域布局进一步优化

从房地产销售和结算情况来看，2013 年公司销售面积和销售收入均保持增加，当年公司住宅（含权益类项目）签约面积和签约金额分别为 72.70 万平方米和 112.67 亿元，签约面积较上年同期增长 18.58%，签约收入较上年同期增长 24.39%。结算方面，2013 年公司住宅类项目（含权益类项目）实现结算收入 104.61 亿元，同比增长 34.84%，主要由于当年可结算面积增加所致。

表 3：2011~2013 年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

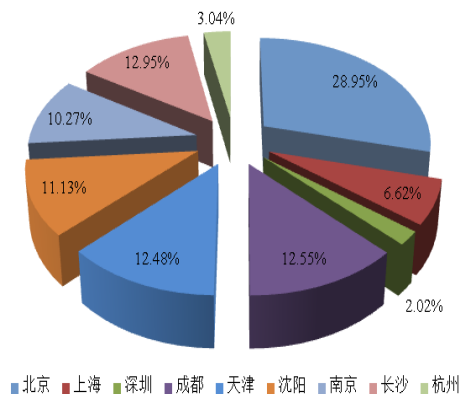
|      | 2011  | 2012  | 2013 <sup>1</sup> | 同比变化   |
|------|-------|-------|-------------------|--------|
| 结算面积 | 25.13 | 57.45 | 75.29             | 31.05% |
| 结算金额 | 52.40 | 77.58 | 104.61            | 34.84% |
| 销售面积 | 45.93 | 61.31 | 72.70             | 18.58% |
| 销售金额 | 74.57 | 90.58 | 112.67            | 24.39% |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

项目运营开发方面，随着房地产行业景气度的回升，公司适时加快了项目的开发节奏。2013 年公司新开工面积 93.93 万平方米，较 2012 年大幅上升 43.47%。2014 年公司计划新开工项目 10 个，新开工面积 104.81 万平方米，较 2013 年增长 11.58%，而且计划新开工项目主要位于北京、上海、成都、长沙、南京等一、二线城市，为公司未来销售收入的增长奠定了良好的基础。

土地储备方面，2013 年公司积极开拓新项目，当年取得南京中粮鸿云坊、北京孙河项目、成都中粮锦云、成都香颂丽都 4 个住宅项目，合计新增土地面积 31 万平方米，规划建筑面积 68.57 万平方米。截至 2013 年 12 月 31 日，公司在建拟建项目共 19 个，权益规划建筑面积为 604.93 万平方米，同比增长 2.11%。

图 5：截至 2013 年 12 月 31 日公司在建拟建项目分布情况



注：上述为公司所有在建、拟建项目权益规划建筑面积。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从项目的区域分布来看，目前公司所开发的项目主要分布在北京、上海、深圳等一线城市和南京、成都、长沙、沈阳、杭州等重点二线城市。截至 2013

<sup>1</sup> 注：2013 年公司各项运营指标值包含合作项目广州金域蓝湾（按权益计）、北京中粮万科 3 号地（按权益计）住宅实现的签约面积 0.74 万平方米，签约金额 1.53 亿元；结算面积 5.99 万平方米，结算收入 10.64 亿元。

年末，公司在在建拟建项目中，一线城市中北京项目建筑面积占比最高，达到28.95%；其次为上海，在建拟建建筑面积占比为6.62%；深圳在建拟建建筑面积占比为2.02%。二线城市中，公司在在建拟建项目建筑面积占比达到10%以上的地区有成都、天津、长沙、南京和沈阳等。整体来看，公司项目集中于经济较发达的一、二线城市，区域布局相对分散，为其后续发展和风险防御奠定了较好的基础。

总体看，2013年公司销售收入和结算规模稳步增长，新开工面积和土地储备大幅增加，区域布局进一步优化，为其后续持续的房地产开发能力和业绩的增长提供保障。但同时我们也关注到，公司目前在在建拟建规模较大，项目建设的持续推进或将给其带来一定的资金压力。

## 工业地产业务

2013年，工业地产业务规模整体相对平稳，房屋租赁业务受城市更新项目影响，租赁收入小幅下滑；物业管理、来料加工业务收入较上年度有所增长。

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，2013年该业务贡献收入3.33亿元，较上年度小幅增长0.42%，其中房屋租赁收入下降3.24%，物业管理和来料加工业务上升13.83%。房屋租赁收入的下降主要是由于当年公司位于深圳市宝安区的部分物业被纳入城市更新旧城改造，部分租赁客户解除租约搬迁所致；物业管理和来料加工业务收入的增长主要是由于当年物业管理、服务的项目有所增加。

表4：2011~2013年公司物业租赁情况

|             | 2011   | 2012   | 2013   |
|-------------|--------|--------|--------|
| 可出租面积（万平方米） | 133.11 | 125.46 | 119.44 |
| 出租率（%）      | 95     | 97.99  | 96     |
| 租金收取率（%）    | 99     | 98.45  | 98     |
| 租赁收入（亿元）    | 2.26   | 2.61   | 2.52   |
| 毛利率（%）      | 53.87  | 59.45  | 58.29  |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，深圳市宝安区22区、25区城市更新项目仍处于拆迁谈判中；宝安区67区中粮商务公园项目于2013年11月开工，规划计容面积10.83万

平方米，目前处于主体施工阶段，预计2014年12月竣工。

总体看，工业地产业务收入在公司主营业务收入中占比较低，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。

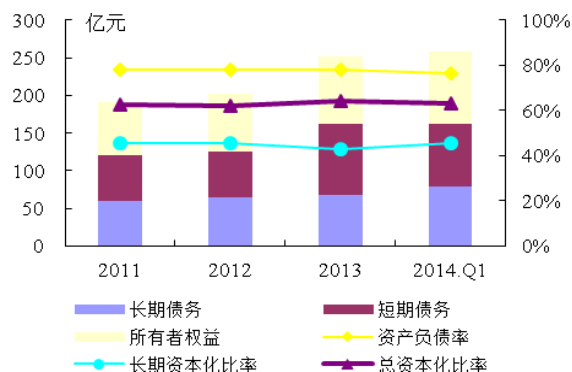
## 财务分析

以下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2011、2012年审计报告，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的2013年审计报告，以及未经审计的2014年第一季度报告，其中2011、2012年数据为2012、2013年年初重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

## 资本结构

2013年，随着在建项目和新增土地储备规模的增长，公司资产规模有所提升。截至2013年12月31日，公司总资产为406.03亿元，同比增长了16.01%。同期，公司主要通过债务融资和销售回款满足建设资金需求，负债水平亦有所增长，年末负债总额为316.32亿元，同比增长15.93%。所有者权益方面，得益于公司较好的经营业绩，利润留存进一步充实其自有资本，年末所有者权益合计为89.70亿元，同比增长16.30%。受益于此，公司2013年末资产负债率为77.91%，扣除预收账款后，实际资产负债率为61.02%，与上年末基本持平。2014年一季度公司资产规模增至408.64亿元，资产负债率小幅下降至76.66%。

图6：2011~2014.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

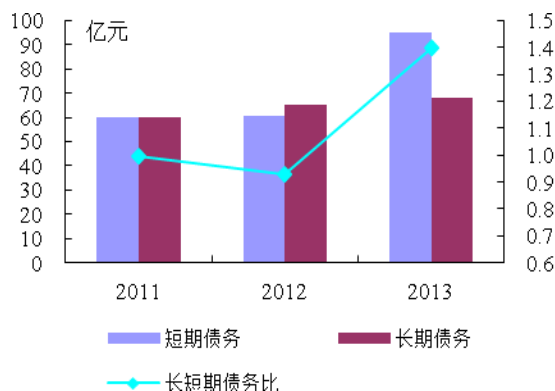
表 5：截至 2013 年 12 月 31 日部分上市公司资本结构指标

| 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   |
|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 首开股份        | 83.21%        | 61.40%        | 72.80%        | 0.46        |
| 万科 A        | 78.00%        | 45.54%        | 46.46%        | 1.08        |
| 保利地产        | 77.97%        | 43.84%        | 58.90%        | 0.27        |
| <b>中粮地产</b> | <b>77.91%</b> | <b>61.02%</b> | <b>64.45%</b> | <b>1.40</b> |
| 招商地产        | 70.97%        | 42.98%        | 44.07%        | 0.53        |
| 金地集团        | 69.31%        | 44.88%        | 48.12%        | 0.50        |
| 华侨城 A       | 68.53%        | 58.41%        | 42.84%        | 0.37        |

注：扣除预收账款的资产负债率=（负债总额-预收款项）/资产总额  
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构看，2013年12月31日公司短期债务/长期债务为1.40，短期债务占比有所上升，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，其债务期限结构有待优化。

图 7：2011~2013 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，2013年公司财务杠杆水平与上年度持平，但与同行业上市公司比较，公司的资产负债率、总资本化比率指标在行业内仍处于中等偏高水平，财务结构的稳健性有待提升，债务结构也需进一步优化。

## 流动性

2013 年公司流动资产规模继续保持增长，年末流动资产合计为 369.74 亿元，较上年末增长 15.08%，占总资产的比重保持在 90%以上。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2013 年末两项占流动资产的比重为 97.66%，同比增长 1.45 个百分点。

存货方面，2013 年在建面积和土地储备规模的提升使得公司存货规模增长较快，年末存货净额为

291.82 亿元，同比增长 16.97%。其中，存货中拟建在建产品占存货净额的 83.54%，在建和储备项目开发成本大幅增加，为公司未来业绩增长提供保障的同时，也对公司后续的开发资金提供了较高要求。

表6：2011~2013年公司存货明细

单位：亿元

| 项 目        | 2011          | 2012          | 2013          |
|------------|---------------|---------------|---------------|
| 在建开发产品     | 181.88        | 189.98        | 225.51        |
| 拟开发产品      | 35.98         | 16.76         | 18.27         |
| 已完工开发产品    | 26.98         | 42.68         | 47.99         |
| 其他存货       | 0.06          | 0.06          | 0.06          |
| <b>合 计</b> | <b>244.90</b> | <b>249.48</b> | <b>291.82</b> |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，近年来公司不断强化项目开发运营能力，加快去库存化速度，公司资产运营效率持续上升。2013 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.26 次和 0.27 次，较上年度分别提高了 0.03 和 0.03。但与行业内其他上市公司相比，公司资产周转效率仍有进一步提升的空间。

表7：公司2011~2013年周转率相关指标

|             | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.18 | 0.23 | 0.26 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.21 | 0.24 | 0.27 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在经营性现金流方面，虽然 2013 年公司销售资金回笼规模有明显的提升，但由于公司加大了项目的开发规模，当年新增多宗地块，资本支出规模较大，致使其经营性现金流呈现大幅净流出状态。公司现有拟在建项目 19 个，预计未来短期内公司在建项目的支付压力仍较大，主营业务的现金流可能仍会存在一定波动。

表8：2013年部分上市公司运营指标

单位：次/年、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       |
|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 金地集团        | 0.35        | 0.30        | 1.57        | -15.61        |
| 华侨城 A       | 0.33        | 0.35        | 1.67        | 71.98         |
| 万科 A        | 0.32        | 0.32        | 0.94        | 19.24         |
| 保利地产        | 0.29        | 0.33        | 1.61        | -97.54        |
| <b>中粮地产</b> | <b>0.26</b> | <b>0.27</b> | <b>0.73</b> | <b>-32.82</b> |
| 招商地产        | 0.25        | 0.27        | 2.29        | 4.96          |
| 首开股份        | 0.16        | 0.17        | 1.00        | -82.74        |

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

此外，截至 2013 年末，公司持有价值 8.03 亿元的可供出售金融资产，系其持有的招商证券股票。这部分资产可变现能力较强，每年可为公司贡献一定规模投资收益，亦能为公司融资创造条件，对其流动性形成较好补充。

总体看，公司资产周转能力有所改善，但未来仍有提升空间，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。不过，考虑到公司在建拟建项目主要位于经济较发达的一、二线城市，并持有一定规模变现能力较强的金融资产，以及股东方的支持，公司实际流动性压力相对可控。

## 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 101.79 亿元，同比增长 28.12%，收入规模持续增加主要受益于公司结算资源的增加。毛利率方面，公司当年营业毛利率为 30.26%，同比小幅上升 0.88 个百分点。此外，公司 2013 年末预收款项规模达到 68.56 亿元，较上年末增长 14.42%。这些待结算资源为公司未来 1-2 年营业收入规模增长提供保障。

期间费用方面，随着在建及在销项目的增加，公司管理和销售费用逐年上升，融资规模的上升也导致财务费用有所增加，公司期间费用总体规模逐年增加。2013 年公司发生期间费用合计 11.70 亿元，同比增长 15.71%，但受益于公司收入规模的大幅增长，期间费用占收入比重较 2012 年下降 1.23 个百分点，为 11.50%。

表9：2011~2013年公司三费分析

|           | 2011  | 2012  | 2013   |
|-----------|-------|-------|--------|
| 销售费用(亿元)  | 2.53  | 3.35  | 4.24   |
| 管理费用(亿元)  | 2.90  | 3.03  | 3.07   |
| 财务费用(亿元)  | 3.46  | 3.73  | 4.39   |
| 三费合计(亿元)  | 8.89  | 10.11 | 11.70  |
| 营业总收入(亿元) | 55.41 | 79.45 | 101.79 |
| 三费收入占比(%) | 16.04 | 12.73 | 11.50  |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2013 年公司实现利润总额 12.26 亿元，较上年增长 23.21%，主要是由于经营性业务利润规模上升所致。此外，2013 年公司取得投资收益 3.58 亿元，主要为公司出售其持有的部分上市公司股票，以及联营、合营企业贡献的投资收益，对其利润形成较好的补充。综上，公司 2013 年取得净

利润 9.19 亿元，同比增长 36.34%；净资产收益率为 10.48%，同比小幅下降 0.34 个百分点。

总体看，2013 年公司收入和利润规模均有所提升，未来受益于相对可观的待结算资源和同比大幅增长的新开工面积，公司结算收入增长较有保证。

## 偿债能力

2013 年公司在建面积的提升和新增土地储备规模的增加，使得其外部融资规模显著上升。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务 162.63 亿元，同比增长 29.70%，短期债务/长期债务为 1.40，公司偿债压力有所上升。

表 10：2011~2013 年公司偿债能力指标

|                | 2010   | 2011   | 2012   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 总债务(亿元)        | 120.16 | 125.39 | 162.63 |
| 长期债务(亿元)       | 60.27  | 65.01  | 67.83  |
| EBITDA(亿元)     | 15.48  | 15.30  | 18.62  |
| EBITDA 利息倍数(X) | 1.62   | 1.33   | 1.70   |
| 长期债务/EBITDA(X) | 3.89   | 4.25   | 3.64   |
| 总债务/EBITDA(X)  | 7.76   | 8.19   | 8.73   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 规模来看，尽管 2013 年公司债务规模增长较快，但受益于利润规模的增长，公司 EBITDA 同比增长 21.70%至 18.62 亿元。2013 年公司 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA、总债务/EBITDA 分别为 1.70、3.64 和 8.73，EBITDA 对债务利息的保障能力小幅上升。

或有负债方面，截至 2013 年末，公司担保金额为 30.28 亿元，占其归属母公司股东权益的 55.98%，其中对子公司担保余额为 20.45 亿元；对外担保余额为 9.83 亿元，系公司全资子公司对其控股子公司提供的担保，担保风险相对可控。

总体来看，公司业务规模的扩大，使得其债务规模显著增长，加之债务期限结构不甚合理，公司偿债压力有所上升，但考虑到公司稳步增长的收入规模、不断优化的区域布局以及持续改善的资产周转效率，其整体偿债能力仍很强。

## 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

2013 年,建设银行资产质量保持稳定,业绩表现优良。截至 2013 年末建行资产总额 153,632.10 亿元,较上年增长 9.95%;全年实现营业收入 5,086.08 亿元,较上年增长 10.39%;净利润 2,151.22 亿元,较上年增长 11.12%;平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.47%和 21.23%,资产收益情况良好。

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。2013 年公司银行业务实现利润总额 1,459.39 亿元,同比增长 23.16%,利润贡献度为 52.16%。信贷投放方面,截至 2013 年末建行公司类贷款和垫款余额为 53,996.31 亿元,同比增长 8.80%;不良率为 1.42%。当年建行对产能过剩行业、政府融资平台贷款进行了有效控制和清理,其中钢铁、水泥、煤化工、平板玻璃、风电设备、多晶硅、造船等“6+1”行业贷款余额 1,727.29 亿元,较上年减少 156.35 亿元;平台贷款余额较上年减少 376.79 亿元。与此同时,网络银行、新农村建设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。

个人银行业务方面,建行个人银行业务实现利润总额 646.35 亿元,同比增长 25.11%,利润贡献度为 23.10%,较上年提高 2.55 个百分点;不良率为 0.32%。截至 2013 年末,建行境内个人贷款余额 24,646.54 亿元,同比增长 22.14%,其中个人住房贷款重点支持百姓购买自住住房需求,贷款余额 18,802.19 亿元,同比增长 22.99%,余额居同业首位。此外,贷记卡交易、个人理财、代销基金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。

2013 年,建行海外网络覆盖面稳步扩充,建行俄罗斯、建行迪拜、台北分行、卢森堡分行、建行欧洲、大阪分行(二级分行)顺利开业。截至 2013 年末,建行海外机构已经覆盖 15 个国家和地区,资产总额为 7,318.78 亿元,同比增长 41.13%;实现利润总额 38.95 亿元,同比增长 22.64%。

## 财务分析

盈利能力方面,2013 年建行实现营业收入 5,086.08 亿元,较上年增长 10.39%。其中利息净收入 3,895.44 亿元,较上年增长 10.29%,主要是由于 2013 年提升了利率市场化条件下的定价能力,保持了净利息收益率和净利差的相对稳定,净利息收益率为 2.74%、净利差为 2.56%,分别较上年略降 1 个基点和 2 个基点。同时,在信用卡、顾问和咨询、理财等业务的拉动下,手续费及佣金净收入实现 11.52%的增长。2013 年建行取得净利润 2,151.22 亿元,同比增长 11.12%;平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.47%和 21.23%,主要财务指标继续保持同业领先。

资产质量方面,2013 年建行全面强化贷后管理,加强风险防范化解,加快不良贷款处置,信贷资产质量继续保持稳定。截至 2013 年末,建行不良贷款余额 852.64 亿元,较上年增加 106.46 亿元;不良贷款率 0.99%,与上年末持平;关注类贷款占比 2.38%,较上年下降 0.34 个百分点。同时,建行依照审慎原则计提各项减值准备,拨备覆盖充分。截至 2013 年末,建行客户贷款和垫款损失准备余额为 2,286.96 亿元,拨备覆盖率为 268.22%。

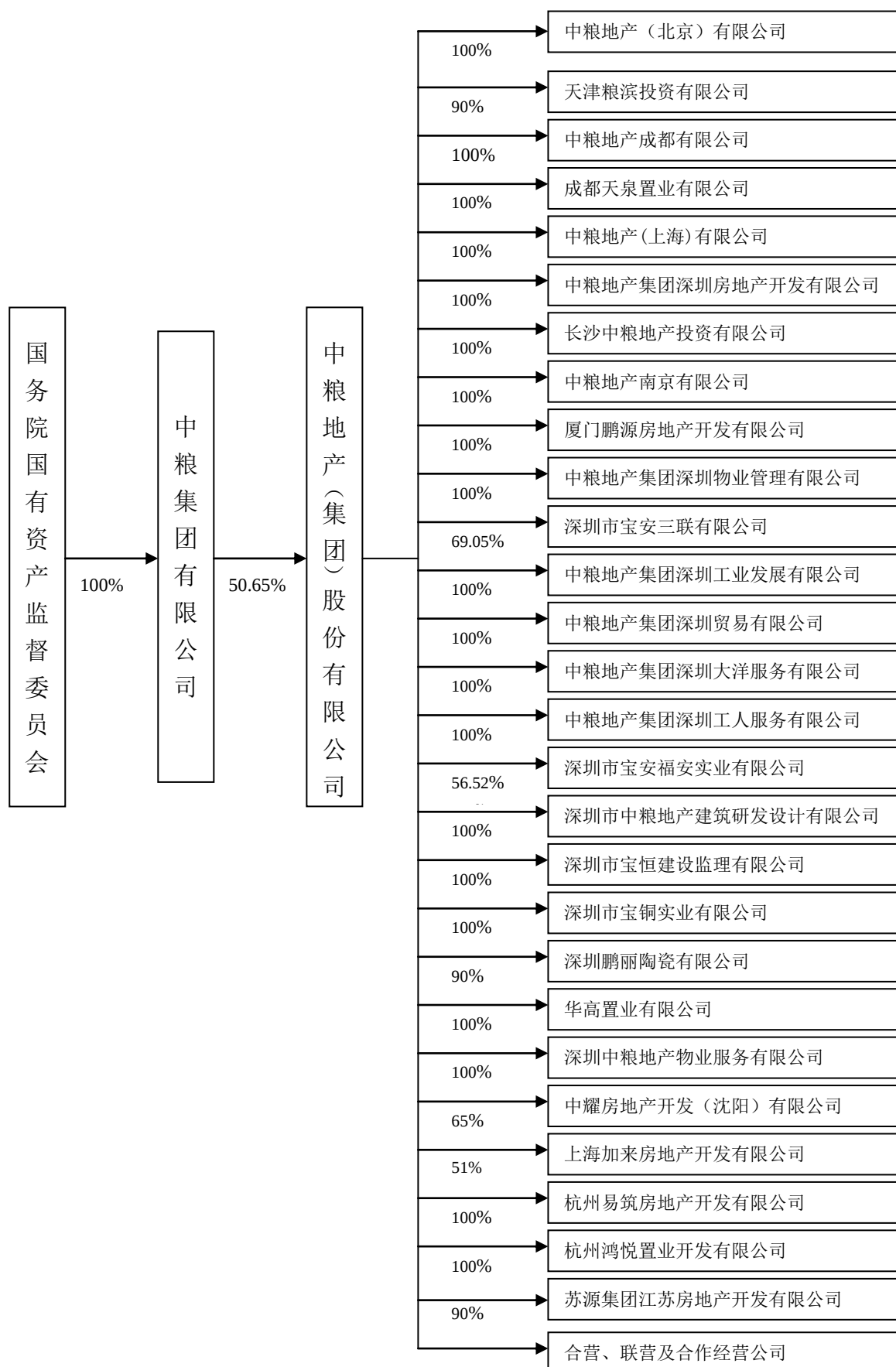
资本充足性方面,得益于持续良好的经营效益,近年来建行的未分配利润持续增长,截至 2013 年末,建行未分配利润为 4,440.84 亿元,较上年增加 530.32 亿元,有效补充了核心资本;当年资本充足率和核心资本充足率分别为 13.34%和 10.75%,保持同业领先。

综上,中诚信证评认为建行规模实力雄厚,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,能够为本期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(集团)股份有限公司 2008 年公司债券”信用等级 AAA,维持中粮地产主体信用等级 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 2013 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)      | 2011         | 2012         | 2013         | 2014.Q1      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 394,635.91   | 596,277.48   | 692,505.88   | 552,743.79   |
| 应收账款净额           | 26,206.90    | 38,247.27    | 19,517.43    | 10,973.60    |
| 存货净额             | 2,449,026.43 | 2,494,808.22 | 2,918,236.34 | 3,106,370.40 |
| 流动资产             | 2,982,054.77 | 3,213,014.64 | 3,697,430.40 | 3,741,275.07 |
| 长期投资             | 148,391.49   | 131,857.17   | 165,513.65   | 150,422.89   |
| 固定资产合计           | 105,470.81   | 125,741.07   | 140,955.94   | 139,295.00   |
| 总资产              | 3,260,259.30 | 3,499,902.63 | 4,060,271.72 | 4,086,437.22 |
| 短期债务             | 598,900.00   | 603,737.47   | 948,000.00   | 827,800.00   |
| 长期债务             | 602,718.61   | 650,146.72   | 678,335.66   | 799,106.79   |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 1,201,618.61 | 1,253,884.19 | 1,626,335.66 | 1,626,906.79 |
| 总负债              | 2,548,476.71 | 2,728,564.19 | 3,163,232.09 | 3,132,646.74 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 711,782.58   | 771,338.45   | 897,039.63   | 953,790.48   |
| 营业总收入            | 554,107.35   | 794,488.96   | 1,017,864.01 | 97,231.92    |
| 三费前利润            | 154,912.64   | 160,912.94   | 203,995.02   | 32,378.83    |
| 投资收益             | 40,870.41    | 41,265.42    | 35,869.42    | 1,070.09     |
| 净利润              | 73,255.93    | 67,417.20    | 91,918.65    | 7,843.62     |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 154,795.51   | 153,024.28   | 186,226.44   | 29,331.83    |
| 经营活动产生现金净流量      | -241,334.25  | 264,333.65   | -328,190.00  | -119,319.10  |
| 投资活动产生现金净流量      | 189,785.57   | -32,693.14   | 31,494.25    | -32,549.42   |
| 筹资活动产生现金净流量      | 151,338.91   | -29,998.21   | 297,573.67   | 12,106.44    |
| 现金及现金等价物净增加额     | 99,745.07    | 201,641.56   | 875.88       | -139,762.09  |
| 财务指标             | 2011         | 2012         | 2013         | 2014.Q1      |
| 营业毛利率（%）         | 40.60        | 29.38        | 30.26        | 50.23        |
| 所有者权益收益率（%）      | 8.90         | 10.82        | 10.48        | 1.25         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 27.94        | 19.26        | 18.30        | 30.17        |
| 速动比率（X）          | 0.28         | 0.35         | 0.32         | 0.27         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | -0.20        | 0.21         | -0.20        | -0.29        |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | -0.40        | 0.44         | -0.35        | -0.58        |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | -2.53        | 2.30         | -2.99        | -4.46        |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 1.62         | 1.33         | 1.70         | 1.10         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 7.76         | 8.19         | 8.73         | 13.87        |
| 资产负债率（%）         | 78.17        | 77.96        | 77.91        | 76.66        |
| 总债务/总资本（%）       | 62.80        | 61.91        | 64.45        | 63.04        |
| 长期资本化比率（%）       | 45.85        | 45.74        | 43.06        | 45.59        |

注：2014.Q1 的总债务/EBITDA、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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）       | 2011       | 2012       | 2013       |
|--------------------|------------|------------|------------|
| 贷款总额               | 6,496,411  | 7,512,312  | 8,590,057  |
| 贷款损失准备             | 171,217    | 202,433    | 228,696    |
| 关注贷款               | 197,726    | 204,407    | 204,680    |
| 不良贷款（五级分类）         | 70,915     | 74,618     | 85,264     |
| 总资产                | 12,281,834 | 13,972,828 | 15,363,210 |
| 风险加权资产             | 6,760,117  | 7,637,705  | 9,872,790  |
| 存款总额               | 9,987,450  | 11,343,079 | 12,223,037 |
| 总负债                | 11,465,173 | 13,023,219 | 14,288,881 |
| 总资本                | 816,661    | 949,609    | 1,074,329  |
| 净利息收入              | 304,572    | 353,202    | 389,544    |
| 手续费及佣金净收入          | 86,994     | 93,507     | 104,283    |
| 净营业收入合计            | 397,090    | 460,746    | 508,608    |
| 业务及管理费用（含折旧）       | -118,294   | -134,566   | -148,692   |
| 税前利润               | 219,107    | 251,439    | 279,806    |
| 净利润                | 169,439    | 193,602    | 215,122    |
| 财务指标（单位：%）         | 2011       | 2012       | 2013       |
| 核心资本充足率            | 10.97      | 11.32      | 10.75      |
| 资本充足率              | 13.68      | 14.32      | 13.34      |
| 不良贷款率（不良贷款/总贷款）    | 1.09       | 0.99       | 0.99       |
| （不良贷款+关注贷款）/总贷款    | 4.14       | 3.71       | 3.38       |
| 拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款） | 241.44     | 271.29     | 268.22     |
| 不良贷款/（资本+贷款损失准备）   | 7.18       | 6.48       | 6.54       |
| 净利差                | 2.57       | 2.58       | 2.56       |
| 平均资本回报率（净利润/平均总资本） | 22.33      | 21.92      | 21.23      |
| 平均资产回报率（净利润/平均总资产） | 1.47       | 1.47       | 1.47       |
| 总贷款/总存款            | 65.05      | 66.23      | 70.28      |

**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 = 加权平均净资产收益率<sup>2</sup>

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)

<sup>2</sup> 加权平均净资产收益率指标计算方法参照证监会公告【2010】2号——《公开发行证券的公司信息披露编报规则第9号——净资产收益率和每股收益的计算及披露》（2010年修订）。

## 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。