中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2014] 跟踪144号

金地（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“金地（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

二零一四年五月十九日

金地（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	金地（集团）股份有限公司			
担保主体	中国建设银行股份有限公司授权深圳市分行			
发行规模	12 亿元			
存续期限	2008/3/10-2016/3/10			
上次评级时间	2013/6/14			
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

金地集团	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	261.42	345.55	380.35	380.97
总资产（亿元）	905.00	1,071.38	1,239.26	1,309.75
总债务（亿元）	295.23	307.46	352.76	410.60
营业总收入（亿元）	239.19	328.63	348.36	31.50
营业毛利率（%）	38.73	32.18	26.91	24.73
EBITDA（亿元）	52.02	67.64	70.32	3.48
所有者权益收益率(%)	14.31	13.79	11.86	0.16
资产负债率（%）	71.11	67.75	69.31	70.91
总债务/ EBITDA（X）	5.68	4.55	5.02	117.94
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.25	3.02	0.59

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、金地集团 2014 年一季度财务指标未经年化处理；
3、金地集团 2012 年数据为 2013 年年初重述数。

分 析 师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn
田红霞 hxtian@ccxr.com.cn
Tel：(021)51019090
Fax：(021)51019030
www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 19 日

基本观点

2013 年，在房地产行业销售回暖的背景下，金地（集团）股份有限公司（以下简称“金地集团”或“公司”）业务运营良好，销售收入增长迅速，新开工面积翻倍增长，产品户型结构持续优化，为其未来业绩的提升提供支撑。同时，公司积极拓展新项目，充足的土地储备和多元化的区域布局为其后续发展和风险防御奠定较好基础。此外，2013 年公司继续保持了行业内相对稳健的财务结构和合理的债务期限结构。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，2013 年公司房地产开发业务毛利水平持续回落、非经常性收益占利润总额的比重大幅提高等因素可能对公司经营及整体信用水平带来挑战。

综上，中诚信证评维持“金地（集团）股份有限公司 2008 年公司债券”信用等级 **AAA**，维持金地集团主体信用等级 **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为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保。

正 面

- 行业集中度进一步提升，优势企业竞争优势明显。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。
- 业绩保持增长，未来业绩有保障。2013 年公司继续加快销售去化速度，当年实现销售面积和销售金额分别同比增长 25.20%和 31.88%；同时，可观的待结算资源、同比翻倍增长的新开工面积，为公司未来业绩的提升提供较好保障。
- 土地储备充足。2013 年公司新增 26 个项目，年末公司土地储备规模（总可售面积）达到 2,410.1 万平方米，可较好地满足公司未来 3-4 年土地开发需求。
- 地产金融协同发展。2013 年，公司房地产基金规模快速增加，管理的资产总额已超过 100 亿元。同时，公司向金地商置注入多个优质地产项目，以提升海外平台的业务规模和融资能力，

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用的评级观点，并非建议投资者买卖或持有本债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

实现地产金融协同发展。

- 财务结构稳健。2013 年，在项目开发和新增土地储备等资本性支出大幅增加的背景下，公司仍保持了行业内相对稳健的财务结构。2013 年末，公司资产负债率和总资本化分别为 69.31%和 48.12%，同比分别小幅上升 1.56 和 1.04 个百分点。

关　注

- 行业整体利润水平回落。随着政府对房地产行业的调控持续，整个行业的利润水平逐渐回落。近年来公司房地产开发业务毛利空间持续下滑，2013 年营业毛利率为 26.91%，同比下降 5.27 个百分点。
- 非经常性收益占利润总额比重大幅提高。自 2013 年 12 月 1 日起，公司投资性房地产由成本模式改为公允价值模式进行后续计量。此项会计政策变更使得公司当年公允价值变动收益达到 20.31 亿元，占当期利润总额的比重较上年同期提高 24.19 个百分点至 32.18%。

重大事项

截至2014年4月21日，生命人寿保险股份有限公司（以下简称“生命人寿”）通过上海证券交易所的集中竞价交易系统购买公司股份累计达885,748,901股，合计占公司总股本的19.8087%。扣除授权深圳市福田投资发展公司行使股东表决权的股份，生命人寿所拥有金地集团有表决权股份数达670,748,901股，占公司总股本的比例为15.0005%，成为公司第一大股东。

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。

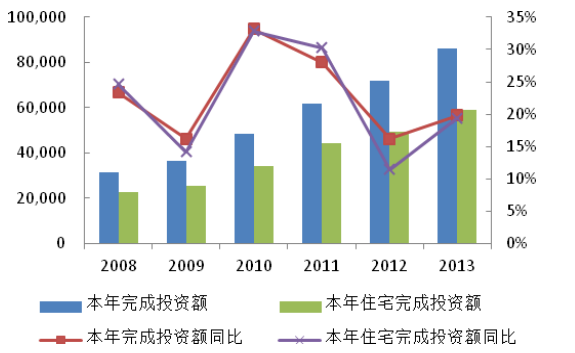
图1：2009～2013年我国国房景气指数

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

单位：亿元

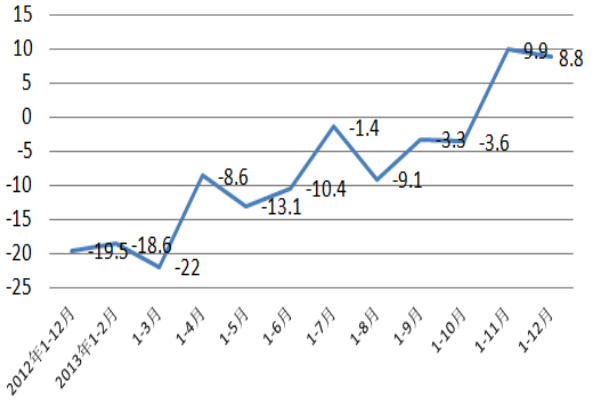


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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

单位：%

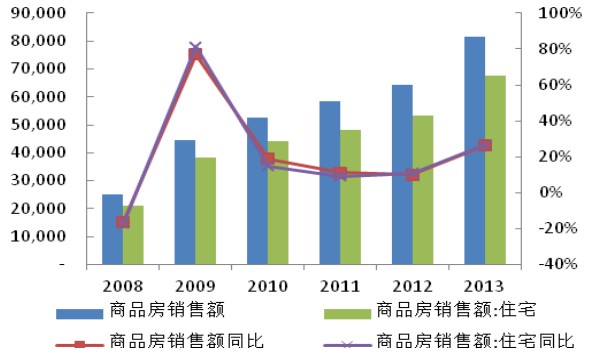


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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

单位：亿元



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：			
自筹资金	34,093	39,083	47,425
占比%	40.96	40.48	38.83
增速%	28.0	11.7	21.3
国内贷款	12,564	14,778	19,673
占比%	15.09	15.31	16.11
增速%	0.0	13.2	33.1
利用外资	813.63	402	534
占比%	0.98	0.42	0.44
增速%	2.9	-48.8	32.8
其他来源	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、四线市场持续低迷的城市，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、二线城市短期受限于政策，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 348.36 亿元，同比增长 6.00%，其中房地产开发收入 334.93 亿元，同比增长 5.08%，占公司营业收入的 96.14%。

在房地产市场销售回暖的背景下，公司加快销售和项目开发节奏，销售收入增长迅速，新开工面积翻倍增长，产品户型结构持续优化，为其未来销售业绩的提升奠定了良好基础

从销售业绩来看，2013 年公司继续加快销售力度，平均开盘周期由 12 个月缩短至近 10 个月。公司当年实现销售面积 359.8 万平方米，同比增长 25.20%；销售金额 450.4 亿元，同比增长 31.88%，保持较快增长态势。同时，公司各地项目在所在城市市场份额得到进一步稳固，尤其是近年来发展较快的二线城市。2013 年，公司在西安、沈阳的市场占有率分别为 5.8%和 4.26%，在南京、杭州、扬州的市场占有率超过或接近 3%。

表 2：2011～2013 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元

	2011	2012	2013	2013 年同比变动
结算面积	183.04	241.21	276.12	14.47%
结算金额	232.14	318.72	334.93	5.09%
销售面积	223.60	287.37	359.8	25.20%
销售金额	309.24	341.53	450.4	31.88%
已售未结转面积	236.70	282.56	346	22.45%
已售未结转金额	312.72	343.30	375	9.23%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算业绩来看，2013 年公司结算面积和结算金额均保持增长，全年房地产项目结算面积 276.12 万平方米，同比增长 14.47%；结算收入 334.93 亿元，同比增长 5.09%。但受前期高地价项目以及降价走量项目进入销售、结算周期的影响，2013 年公司营业毛利率为 26.91%，同比下降 5.27 个百分点。

目前公司已建立了华南、华北、华中、西北、东北、东南七大区域的全国化扩张格局，已进入 25 座城市。从 2013 年销售收入和结算收入的区域分布来看，当年销售收入和结算收入占比超过 10%以上的区域有华南、华东、华北、东南和东北。

表 3：公司 2013 年房地产收入区域分布情况

区域	销售收入占比	结算收入占比
华南	10.9%	15.7%
华东	18.8%	16.7%
华北	21.1%	16.0%
东南	18.0%	17.9%
华中	8.0%	8.2%
西北	8.9%	7.3%
东北	14.1%	18.2%
合计	**100.0%**	**100.0%**

注：表中数据经四舍五入而得，小数尾差并未调整，下同。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，在房地产行业销售回暖、景气度回升的背景下，公司加快了项目的开发节奏。2013 年公司新开工面积 573 万平方米，同比翻倍增长；竣工面积 333 万平方米，较上年度增长 6.7%。截至 2013 年末，公司在建、拟建项目有 75 个，规划总建筑面积约 2,800 万平方米，为公司未来经营业绩的提升提供了较好支撑的同时，亦给公司带来一定的资本支出压力。

表 4：2011～2014E 年公司开竣工情况

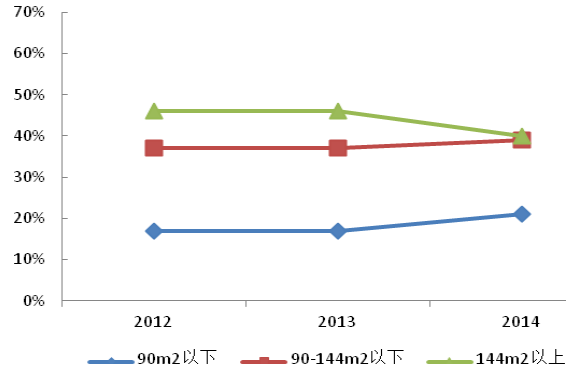
单位：万平方米

	2011	2012	2013	2014E
新开工面积	312.62	286.0	573	634
竣工面积	213.31	312.1	333	363

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在产品户型设计方面，在房地产调控持续的背景下，公司适时调整优化产品结构，提高首置首改刚需产品，以契合市场需求和政策导向。近年来，公司可售项目资源中中小户型比例呈增长态势，2013 年公司可售资源中 144 平方米以下的中小户型占比达到 54%，2014 年将进一步提升至 60%，为未来销售业绩的提升提供保障。

图 5：公司 2012～2014 年可售资源户型结构情况



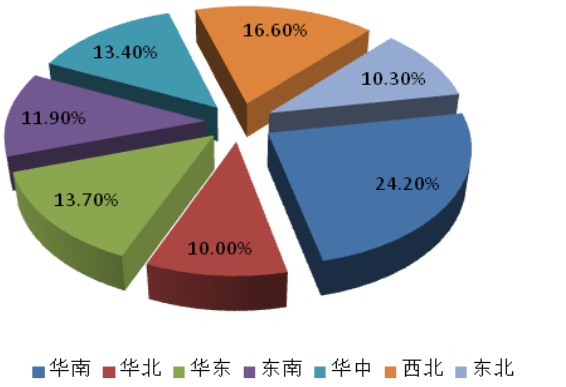
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新增土地储备大幅增长，充足的土地储备和多元化的区域布局为其后续发展和风险防御奠定了较好基础

在新增土地储备方面，2013 年公司继续加大土地储备力度，当年新增 26 宗地块，总地价为 295.21 亿元，可售面积合计 753.15 万平方米，新增项目的平均楼面地价（总地价/总可售面积）为 3,919.69 元/平方米，较 2012 年的 2,856.42 元/平方米上升 37.22%。从区域分布来看，2013 年公司新增项目分布于十余个城市，以二、三线城市为主，区域布局得到进一步优化。

截至 2013 年末，公司土地储备（可售面积）约 2,410.1 万平方米，其中权益土地储备 1,792.3 万平方米，按公司 2014 年计划新开工面积 634 万平方米计算，可满足公司未来 3-4 年开发需求，土地储备充足。从储备项目的区域分布来看，华南、华北、华东、东南、华中、西北、东北七大区域中，只有华南区域土地储备占比超过 20%以上，其余区域土地储备占比位于 10%-20%区间。总体来看，公司项目区域布局相对分散，充足的土地储备和多元化的区域布局为其后续发展和风险防御奠定了较好基础。

图 6：截至 2013 年 12 月 31 日公司土地储备区域分布情况



注：上述为土地储备可售面积。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

“一体两翼”战略进一步实施，公司向金地商置注入优质地产，提升海外平台规模和融资能力；基金规模突破 100 亿元，地产金融协同发展

2013 年，公司“以住宅业务为核心，以商业地产和金融业务为两翼，协同发展，成为复合型的房地产开发商”的发展战略进一步实施。

金融业务方面，作为公司旗下专注于中国房地产市场投资的私募基金管理公司，稳盛投资管理有限公司（以下简称“稳盛投资”）2013 年新增管理规模 33.5 亿元，总资产规模达到 105 亿元，并逐步完善以“基金产品”为核心的“基金管理人和投委会”管理责任体系，尝试“低成本夹层基金”等产品，研发“商业基金及开发基金”的商业模式，为公司将来发展更多的股权项目合作奠定了基础。

2013 年，金地商置稳步发展，在香港资本市场配售筹集股本金约 7 亿港币，引入不少世界级投资基金，并已被选为摩根士丹利资本国际全球小型股指数旗下摩根士丹利资本国际中国指数成分股之一，进一步提高了公司在资本市场的形象和品牌。同期，公司向金地商置注入 6 个优质地产项目，以提升金地商置的业务规模和融资能力。

财务分析

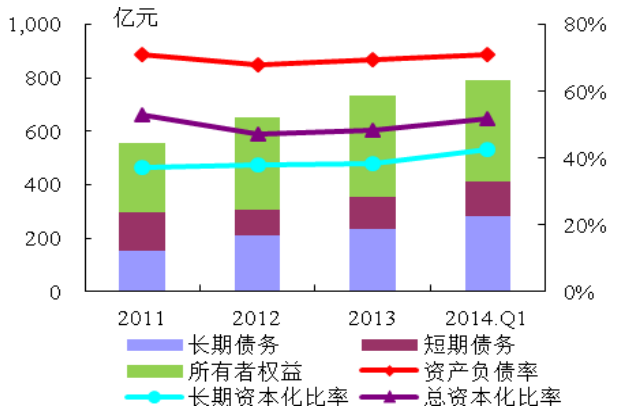
下列财务分析基于金地集团提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的 2011~2013 年审计报告以及 2014 年一季度未经审计的财务报告。其中 2012 年数据为 2013 年年初重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

截至2013年末，公司总资产为1,239.26亿元，同比增长15.67%，主要源于运营规模扩张带来的存货增长、土地保证金和合作往来款增加带来的其他应收款增长，以及投资性房地产从成本模式改为公允价值模式计量，公允价值调增而带来的投资性房地产的增长。自有资本方面，公司盈余利润的积累也使得自有资本实力不断增强，2013年末所有者权益合计380.35亿元，同比增长10.07%。

同期，随着公司开发项目和土地储备的增加，其债务规模和预收款项规模随之上升，公司负债水平亦保持增长，2013年末负债总额为858.91亿元，同比增长18.34%。受此影响，2013年末，公司资产负债率和总资本化分别为69.31%和48.12%，同比分别小幅上升1.56和1.04个百分点，与同行业上市公司相比较，公司具备很强的资产规模优势，负债水平仍处于行业较低水平，财务结构稳健性良好。

图 7：2011～2014.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

进入2014年以来，公司资产和负债规模继续保持增长。截至2014年3月末，公司资产总额1,309.75亿元，负债总额928.78亿元，资产负债率和总资本化比率小幅上升至70.91%和51.87%。

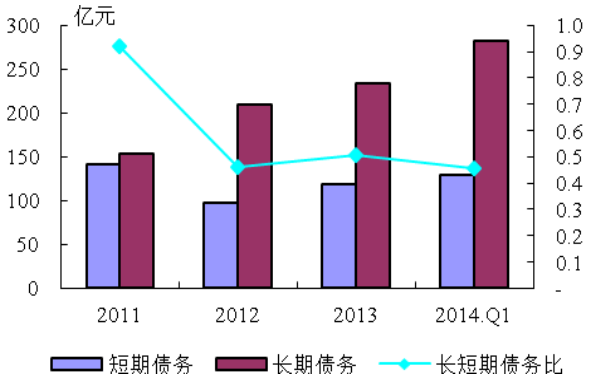
表 5：截至 2013 年 12 月 31 日部分上市公司资本结构指标

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%	78.53%	72.80%	0.46
万科 A	78.00%	67.43%	46.46%	1.08
保利地产	77.97%	66.56%	58.90%	0.27
中粮地产	77.91%	73.42%	64.45%	1.40
招商地产	70.97%	59.68%	44.07%	0.53
金地集团	**69.31%**	**59.39%**	**48.12%**	**0.50**
华侨城 A	68.53%	64.99%	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-预收款项)
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务期限结构方面，公司 2013 年 3 月通过海外业务平台发行了 20 亿元的人民币债券，进一步优化债务期限结构。2013 年末及 2014 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.50 和 0.46，与 2012 年末基本持平。

图8：2011～2014.Q1公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，在资本性支出持续增加的背景下，公司财务杠杆比率小幅上升，但与行业内其他上市公司相比，仍处于行业较低水平。同时海外公司债券的发行使得债务期限结构继续保持合理水平，整体财务结构稳健性良好。

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 1,100.34 亿元，较上年末增长 12.53%，占总资产的比重为 88.79%。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 86.56%，同比下降 5.95 个百分点。

存货方面，2013 年项目开发规模和土地储备规

模的提升，使得公司存货规模持续保持增长，当年末存货账面价值为 766.38 亿元，同比增长 9.73%。其中，房地产开发产品 143.88 亿元，较上年同期增长 1.62%，占年末存货账面价值的 18.77%，在当前行业景气度回升及公司住宅项目中小型户型结构占比提升的背景下，现房销售压力不大；房地产开发成本 622.41 亿元，同比增长 11.78%，占年末存货账面价值的 81.21%，较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其带来较大的开发资金需求。

表6：公司2011～2013年周转率相关指标

	2011	2012	2013
存货周转率（次/年）	0.27	0.33	0.35
总资产周转率（次/年）	0.29	0.33	0.30

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从资产周转率来看，近年来公司不断优化产品结构，提升项目管控效率，加快存货去化速度，资产周转效率持续保持行业内较好水平。2013 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.35 次和 0.30 次，分别较上年度上升 0.02 次和下降 0.03 次。

经营性现金流方面，2013 年受在建项目规模扩大和新增多宗地块影响，公司当年资本支出规模较大，经营性现金流呈现净流出状态。中诚信证评关注到，公司现有拟在建规模较大，预计未来短期内公司在建项目及土地储备的支付压力仍较大，主营业务的现金流可能仍会存在一定波动。

货币资金方面，截至 2013 年末，公司的货币资金余额为 186.10 亿元，同比下降 9.73%，主要由于公司当年房地产项目开发及储备投入较多资金所致。同期末，货币资金/短期债务为 1.57，同比下降 0.55，但仍可对其短期债务形成较好覆盖。

表7：2013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
中粮地产	0.26	0.27	0.73	-32.82
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，2013 年公司从公开市场买入香港上市公司中粮置地控股股票 116,250,000 股，年末价值为 1.79 亿元。这部分资产可变现能力较强，对其流动性形成一定的补充。

总体看，公司存货周转效率处于行业较好水平，相对充裕的货币资金对其短期债务形成良好覆盖，整体流动性处于良好水平。

盈利能力

2013 年，公司营业收入规模保持增长，全年实现营业收入 348.36 亿元，同比增长 6.00%；年末预收账款达到 302.76 亿元，同比大幅增长 23.62%，占同期营业总收入的 86.91%，较上年度上升 12.39 个百分点。较大规模的预收款项为公司未来 1-2 年经营业绩的提升提供了较好保障。从毛利空间来看，2013 年公司营业毛利率为 26.91%，较上年度下降 5.27 个百分点，主要是由于前期高价地项目及降价走量项目集中进入结算期。

表8：2012～2013年公司预收账款分析

	2012	2013	同比变化
营业总收入(亿元)	328.63	348.36	6.00%
预收账款(亿元)	244.90	302.76	23.62%
预收账款/营业总收入	74.52%	86.91%	上升 12.39 个百分点

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着公司销售规模及在建规模的扩大，产品推广服务费、人工费用及业务活动费用等相应增加。2013 年公司发生三费合计 25.23 亿元，同比增长 41.72%。受益于销售收入的大幅增长，公司当期三费占销售收入的比重小幅上升 0.39 个百分点至 5.60%。

表 9：2011～2013 年公司三费分析

	2011	2012	2013
销售费用(亿元)	9.50	8.39	10.51
管理费用(亿元)	9.02	8.43	12.48
财务费用(亿元)	0.21	0.98	2.24
三费合计(亿元)	18.73	17.80	25.23
销售收入*(亿元)	309.30	341.53	450.43
三费收入占比(%)	6.05%	5.21%	5.60%

注：销售收入*为当年房地产销售合同收入与其它业务收入之和；
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年公司实现利润总额 63.12 亿元，同比减少 2.96%，主要由经营性业务利润和公允价值变动

收益构成。其中经营性业务利润 40.04 亿元，受毛利水平的下降和期间费用的上升影响，同比下降 30.86%；公允价值变动收益 20.31 亿元，较上年同期大幅增长 290.68%，主要是由于投资性房地产由成本模式改为公允价值模式进行后续计量，公允价值增加所致。同期，公司取得归属于上市公司股东的净利润 36.09 亿元，同比下降 2.92%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 21.63 亿元，同比下降 24.50%。

总体来看，公司收入规模保持增长，但受毛利水平下滑的影响，公司经营性利润规模有所下降，盈利能力出现一定的波动。

偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩张，公司外部融资规模持续增长。截至 2013 年末，公司总债务规模增至 352.76 亿元，同比增长 14.73%。其中，短期债务和长期债务分别为 118.29 亿元和 234.47 亿元，较上年末分别增长 21.80%和 11.47%。

表 10：2011～2013 年公司长期偿债能力指标

	2011	2012	2013
总债务（亿元）	295.23	307.46	352.76
长期债务（亿元）	153.64	210.34	234.47
EBITDA（亿元）	52.02	67.64	70.32
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.25	3.02
经营活动净现金流/利息倍数（X）	0.96	3.04	-0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.21	-0.04
总债务/ EBITDA（X）	5.68	4.55	5.02

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，2013 公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 5.02 和 3.02 倍，分别较上年度上升 0.47 和下降 0.23，EBITDA 对债务本息的保障能力依然很强。但值得注意的是，公司 2013 年采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的收益 20.31 亿元，构成 EBITDA 的组成部分，占当年 EBITDA 的比重为 28.89%，这部分收益不具备可持续性。

或有负债方面，截至 2013 年末，公司担保余额 56.14 亿元（其中对子公司担保余额为 53.34 亿元，对联营公司担保余额 2.8 亿元），占公司净资产的比例为 19.28%。考虑到被担保对象均为公司子公司和联营公司，或有负债风险相对可控。

融资渠道方面，公司与银行保持良好的合作关系，截至 2013 年末，公司共获得各银行授信合计 730.41 亿元，其中未使用额度为 483.69 亿元。同时，公司大力开展项目层面的股权合作，与平安信托和瑞银等战略伙伴在房地产投资基金方面继续深入合作，以及拓展海外融资平台等多元化的融资渠道。

总体来看，2013 年公司业务运营良好，销售收入和结算收入持续增长，但受毛利空间持续下滑影响，公司房地产开发业务盈利能力有所下降。但考虑到公司可观的待结算资源、翻倍增长的新开工面积，充足的土地储备为其未来经营业绩提供的保障，以及行业内相对稳健的财务结构，公司整体的偿债能力仍很强。

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”）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%。

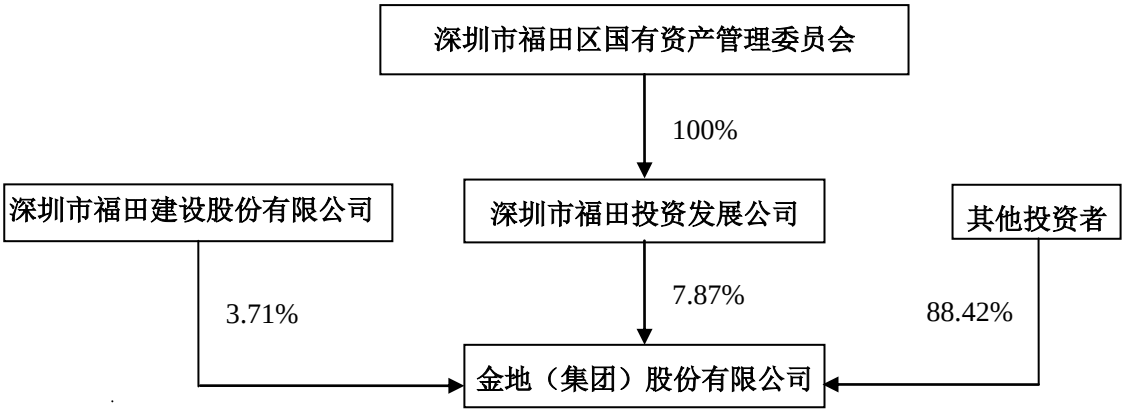
资本充足性方面，得益于持续良好的经营效益，近年来建行的未分配利润持续增长，截至 2013 年末，建行未分配利润为 4,440.84 亿元，较上年增加 530.32 亿元，有效补充了核心资本；当年资本充足率和核心资本充足率分别为 13.34%和 10.75%，保持同业领先。

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“金地（集团）股份有限公司 2008 年公司债券”信用等级 **AAA**，维持金地集团主体信用等级 **AA**$^{+}$，评级展望稳定。

附一：金地（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：金地（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	1,863,838.76	2,061,622.84	1,860,994.92	1,831,904.80
应收账款净额	325.21	424.68	986.33	948.28
存货净额	6,413,524.38	6,984,351.36	7,663,811.57	8,291,420.58
流动资产	8,823,816.59	9,777,981.99	11,003,355.31	11,696,645.95
长期投资	15,775.26	57,671.90	265,953.90	263,499.21
固定资产合计	147,519.68	784,161.32	1,033,892.26	1,037,703.99
总资产	9,050,005.42	10,713,765.77	12,392,633.30	13,097,465.45
预收款项	2,321,377.63	2,449,033.92	3,027,604.22	3,475,278.59
短期债务	1,415,927.35	971,236.90	1,182,935.13	1,289,841.37
长期债务	1,536,386.89	2,103,400.73	2,344,661.33	2,816,205.94
总债务（短期债务＋长期债务）	2,952,314.24	3,074,637.63	3,527,596.46	4,106,047.31
总负债	6,435,827.55	7,258,226.86	8,589,087.73	9,287,809.84
所有者权益（含少数股东权益）	2,614,177.87	3,455,538.91	3,803,545.57	3,809,655.61
营业总收入	2,391,850.62	3,286,336.04	3,483,584.13	315,041.31
三费前利润	684,450.81	757,230.60	652,756.37	59,269.63
投资收益	1,160.25	16,157.98	45,054.65	-2,018.54
净利润	374,087.46	476,640.95	451,017.82	6,084.45
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	520,181.25	676,411.58	703,171.78	34,813.39
经营活动产生现金净流量	153,026.12	632,736.66	-156,114.67	-345,594.96
投资活动产生现金净流量	-111,582.41	-216,206.60	-368,042.79	-188,885.14
筹资活动产生现金净流量	285,989.46	-117,650.03	297,798.53	598,150.76
现金及现金等价物净增加额	335,024.14	297,117.75	-230,308.73	64,313.70
财务指标	**2011**	**2012**	**2013**	**2014.Q1**
营业毛利率（%）	38.73	32.18	26.91	24.73
所有者权益收益率（%）	14.31	13.79	11.86	0.16
EBITDA/营业总收入（%）	21.75	20.58	20.19	11.05
速动比率（X）	0.49	0.56	0.56	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.21	-0.04	-0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.65	-0.13	-0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	0.96	3.04	-0.67	-5.89
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.25	3.02	0.59
总债务/ EBITDA（X）	5.68	4.55	5.02	117.94
资产负债率（%）	71.11	67.75	69.31	70.91
总债务/总资本（%）	53.04	47.08	48.12	51.87
长期资本化比率（%）	37.02	37.84	38.14	42.50

注：金地集团 2013 年一季度数据未经年化处理。

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＝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