



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪087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，将贵公司主体信用等级上调至AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年五月十四日

中粮地产（集团）股份有限公司 2008 年公司债券跟踪评级报告（2015）

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	2014/05/05		
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	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	77.13	89.70	106.65	108.33
总资产（亿元）	349.99	406.03	463.11	465.16
总债务（亿元）	125.39	162.63	208.18	205.30
营业总收入（亿元）	79.45	101.79	90.41	6.49
营业毛利率（%）	29.38	30.26	37.68	33.87
EBITDA（亿元）	15.30	18.62	19.52	2.73
所有者权益收益率（%）	8.74	10.25	8.47	2.09
资产负债率（%）	77.96	77.91	76.97	76.71
总债务/EBITDA（X）	8.19	8.73	10.67	18.80
EBITDA 利息倍数（X）	1.33	1.70	1.35	0.80
中国建设银行	2012	2013	2014	
资产总额（亿元）	139,728.28	153,632.10	167,441.30	
净利润（亿元）	1,936.02	2,151.22	2,282.47	
平均资本回报率（%）	21.92	21.23	19.62	
平均资产回报率（%）	1.47	1.47	1.42	
不良贷款率（%）	0.99	0.99	1.19	
拨备覆盖率（%）	271.29	268.22	222.33	
资本充足率（%）	14.32	13.34	14.87	

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、中粮地产 2012 年数据为 2013 年年初重述数，2013 年数据为 2014 年年初重述数

3、中粮地产 2015.Q1 的总债务/EBITDA 指标经年化处理

分析师

刘 丹 兰 lanliu@ccxr.com.cn

胡 辉 丽 hulu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 14 日

基本观点

2014 年，在房地产行业景气度波动的背景下，中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”或“公司”）房地产开发业务保持平稳发展，其项目区域布局进一步优化，相对充足的项目储备及合理的区域布局为其后续发展和风险防御奠定较好基础，并且随着所持工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司后续具有较大的发展潜力。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，房地产行业市场竞争加剧、公司债务规模持续上升等因素可能对公司信用水平带来挑战。

中诚信证评将公司主体信用等级上调至 AA⁺，评级展望稳定，维持“08 中粮债”信用等级 AAA。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

- 区域布局进一步优化。2014 年公司审慎拓展新项目，当年新增项目主要位于深圳及成都，其 2015 年计划新开工项目则主要位于北京、上海、深圳等一线城市和成都、南京及长沙等市场环境较好的重点二线城市，区域布局进一步优化，后续发展较有保障，且区域布局相对分散也有利于分散其房地产开发业务风险。
- 城市更新项目奠定公司发展潜力。公司在深圳宝安区拥有约 113 万平米的工业厂房物业，当前每年可为公司提供稳定的租金收入和现金流。随着工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司可持续发展能力较强，后续具有较大的发展潜力。
- 财务弹性良好。截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得各银行综合授信总额为 253.21 亿元，其中尚未使用的银行借款授信额度为 127.73 亿元，可用银行融资空间较大。随着政策面不断放宽房地产企业的融资渠道，公司资金来源将进一步多元化，财务弹性表现良好。

关 注

- 房地产市场竞争不断加剧。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，房地产行业集中度不断上升，行业竞争日益加剧，或将对公司业务运营造成一定压力。
- 债务规模持续上升。近年随着业务规模的扩大，公司对外部融资需求显著上升，债务规模持续增长。截至 2014 年末，公司总债务达到 208.18 亿元，同比增长了 28.01%。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

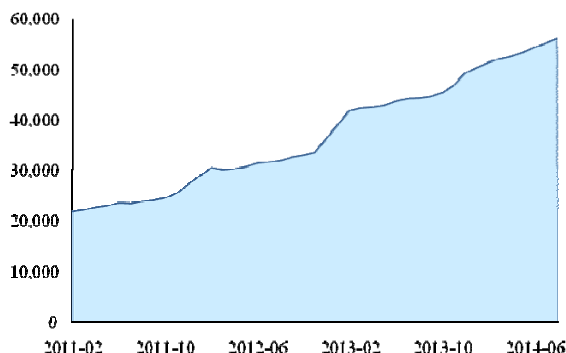
行业关注

2014 年，全国商品房销售面积和销售金额双双回落，市场库存压力加大，未来市场仍将以去库存为主基调；政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察

2014 年，我国宏观经济增速放缓，房地产市场整体规模呈现高位回落态势，全国商品房销售面积和销售金额双双回落，市场库存压力加大。从商品房销售来看，2014 年全国房地产销售面积及销售金额双双下滑，商品房销售面积和销售额分别为 12.06 亿平方米和 7.63 万亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%。2014 年末全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。

图 1：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



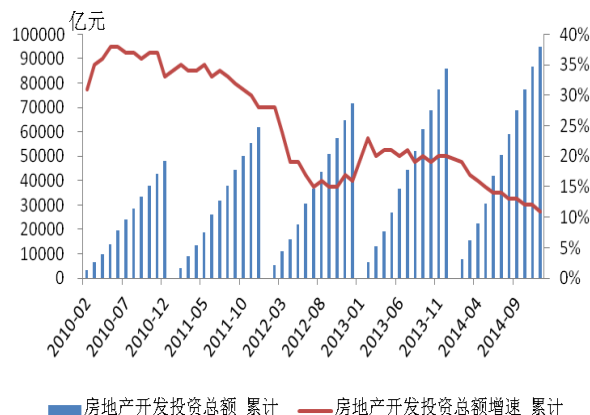
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月起连续 8 个月环比下跌，12 月百城住宅均价同比下跌 2.7% 至 10,542 元/平方米。

从房地产投资来看，2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速下降至 10.5%。房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工

规模以降低企业自身现金支出，2014 年我国房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。

图 2：2010~2014 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金面情况看，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比 2013 年下降 0.1%。结构上看，自筹资金、订金及预售款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。

表 1：2012~2014 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中：自筹资金	39,083	47,425	50,419.80
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242.61
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639.26
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689.81
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7% 和 57.2%，连续保持高速增长。

2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.14 万亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

从行业集中度来看，近年来，持续的政策调控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，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2014 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从 2013 年的 13.72% 上升至 17.19%，增加了 3.47 个百分点，升幅同比提升了 2.51 个百分点；前 20 和前 50 的房产企业同比也分别提升了 4.27 个百分点和 5.42 个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、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。

行业政策方面，2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，2014 年 9 月 30 日，中国人民银行网站发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“通知”）。该通知从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。供给端层面，拓宽保障性安居工程和普通商品住房的融资渠道，进一步发挥开发性金融对棚户区改造支持作用，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具，积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。需求层面，一方面要求金融机构积极支持居民家庭合理的住房贷款需求，下调房地产贷款利率下限，放松“二套房”贷款的认定标准等；另一方面，鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放，增强金融机构个人住房贷

款投放能力。

2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，通知指出，对个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。此外，央行分别于 2014 年 11 月和 2015 年 2 月和下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。

总体来看，目前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。

业务运营

受商品房项目结算规模出现波动的影响，2014 年公司实现营业收入 90.41 亿，同比下降 11.18%。从业务构成来看，商品房开发业务系公司核心业务，商品房销售收入仍是公司最主要的收入来源，2014 年公司实现商品房销售收入 83.26 亿元，占营业收入比重为 92.10%，占主营业务收入比重为 95.88%。此外，公司持有可供出租工业物业，能够提供一定规模的较为稳定的租金收入及现金流，2014 年公司实现房屋租赁收入为 2.53 亿元，同比略有增长，且物业管理及来料加工业务收入也有所提升。

表 2：2014 年公司主营业务收入构成-按行业

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	83.26	-11.39	95.88
房屋租赁	2.53	0.26	2.91
物业管理及来料加工	1.05	29.73	1.21
主营业务收入合计	86.84	-10.75	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

2014 年受房地产市场调整的影响，公司房地产开发和销售进程也出现一定波动，当年房产开发业务收入有所下滑，但公司当前项目区域布局合理，且其位于深圳市宝安区的工业物业体量较大，随着工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司后续具有较大的发展潜力

受房地产市场调整的影响，公司开发进程出现一定波动，影响其2014年房地产销售和结算的面积和收入均出现下滑。2014年公司住宅类项目（含权益类项目）可结算面积大幅减少，当年结算面积为54.97万平方米，同比下降了26.99%，受此影响，公司当年实现结算收入96.40亿元，同比下降了7.85%。

项目签约方面，2014年公司采取了“以价换量、加速去化”的营销策略促进销售，不过当年签约金额受整体市场的调整及部分项目调整价格策略的影响而有所下降，2014年公司住宅（含权益类项目）签约面积和签约金额分别为69.82万平方米和108.50亿元，分别较上年同期下降了3.96%和3.70%。公司当年在售项目分布于一线和重点二线共10个城市，其中北京、上海和深圳的签约销售金额在公司总销售金额中占比分别为31.30%、13.87%和6.11%，上述一线城市的销售占比超过50%；另外，重点二线城市如成都、南京、天津、杭州、沈阳和长沙的销售占比分别为19.47%、7.41%、6.85%、5.71%、4.53%和3.64%。

表3：2012~2014年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2012	2013 ¹	2014 ²	同比变化
结算面积	57.45	75.29	54.97	-26.99%
结算金额	77.58	104.61	96.40	-7.85%
销售面积	61.31	72.70	69.82	-3.96%
销售金额	90.58	112.67	108.50	-3.70%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

不过值得一提的是，2014年末公司已售待结转项目面积为68.87万平方米，该部分在未来逐步确认收入有望对公司的后续业绩形成有力支撑。

项目运营开发方面，随着市场环境的变化，公司亦适时调整项目的开发节奏。2014 年公司新开工面积 74.33 万平方米，较 2013 年的 93.93 万平方米减少了 19.60 万平方米，同比下降 20.87%。不过随着房地产市场政策面逐步宽松和项目储备的增加，2015 年公司计划新开工项目 8 个，新开工面积 131.27 万平方米，较 2014 年计划增长 25.25%，计划新开工项目主要位于北京、上海、深圳等一线城市和成都、南京等市场环境较好的重点二线城市，区域房地产市场发展前景相对较好，并且公司也不断调整产品结构逐步向刚需和改善型需求倾斜，可为公司未来销售业绩增长提供良好支撑。

表 4：近年来公司新增土地及项目情况

	2012	2013	2014
新拓展项目（个）	0	4	1
新增土地计容积率建筑面积（万平方米）	0.00	117.97	19.29
总价款（亿元）	0.00	69.08	13.70

注：新增土地储备包括股权收购项目，不包括工业土地转性为经营性用地和其他城市更新项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，在土地招拍挂市场方面，公司新增项目规模随房地产市场环境的变化而呈现较为明显的波动，2014 年公司仅在成都竞得成都市锦江区攀成钢 2 号地块，新增土地储备规划建筑面积

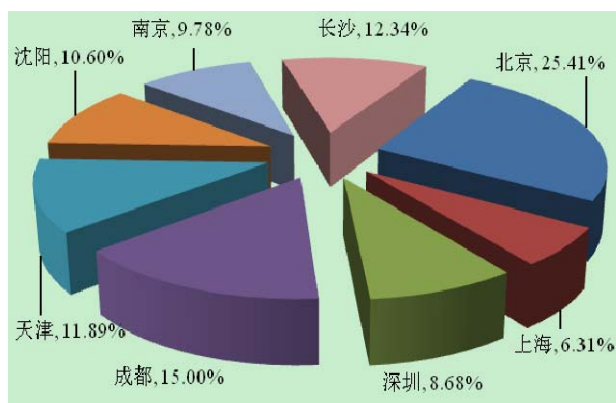
¹ 注：2013年公司各项运营指标值包含合作项目广州金域蓝湾（按权益计）、北京中粮万科3号地（按权益计）住宅实现的签约面积0.74万平方米，签约金额1.53亿元；结算面积5.99万平方米，结算收入10.64亿元。

² 注：2014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1.17万平方米，签约金额1.37亿元；结算面积8.09万平方米，结算收入13.13亿元。

19.29 万平方米，新增土地的折合楼面均价 6,820 元/平方米。另一方面，公司位于深圳市宝安区的工业物业体量较大，随着工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司由此渠道获得的新增项目也可为公司贡献可观收益；2014 年公司新增的深圳中粮凤凰里和深圳云景国际住宅地产项目均为城市更新项目，新增规划建筑面积分别为 12.78 万平方米和 42.32 万平方米。除在售和在建项目，目前公司旗下宝安 22 区项目、25 区项目和 69 区项目也已相继纳入了深圳的城市更新单元计划，公司后续发展潜力较大。除此之外，公司也在积极参与深圳前海自贸区的建设，未来也有望享受前海自贸区发展带来的机遇。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司在建拟建项目共 18 个，权益规划总建筑面积为 634.91 万平方米，较上年的 604.93 万平方米增长了 4.96%；在建拟建项目总投资合计约 897.95 亿元，截至 2014 年末累计已投入约 524.19 亿元。从项目的区域分布来看，2014 年末公司在建拟建项目中，一线城市中位于北京的项目建筑面积占比最高，达到 25.41%；其次为深圳，在建拟建建筑面积占比为 8.68%；上海在建拟建建筑面积占比为 6.31%。二线城市中，公司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、长沙和沈阳等。整体来看，当前公司在建拟建项目集中于经济较发达的一线城市和重点二线城市，后续发展较有保障，且区域布局相对分散，合理的区域布局也有利于分散其房地产开发业务风险。

图 3：截至 2014 年末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

受房地产市场调整的影响，2014 年公司房地产开发进程出现一定波动，但公司当年项目储备继续增加且区域布局合理，加上其位于深圳市宝安区的工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司可持续发展能力较强，后续具有较大的发展潜力。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也使公司面临着一定的资金压力。

工业地产业务

2014 年公司工业地产房屋租赁情况良好，租金收入保持稳定，随着公司工业地产积极参与深圳市旧城改造，未来其可租物业面积和租赁收入将会减少，但城市更新改造项目有望成为公司业务新的收入和利润来源。

公司的工业地产业务包括房屋租赁、物业管理和来料加工等业务。公司可出租物业主要集中在深圳市宝安区的新安片区和福永片区，截至 2014 年末，公司在新安片区物业占地 17.76 万平米、建筑面积 30.44 万平米，福永片区物业占地 47.84 万平米、建筑面积 83.48 万平米，年末持有物业建筑面积合计 113.92 万平方米。公司持有的物业一直保持着较高的出租率和租金收取率，2014 年分别为 99.1% 和 99.8%；并且，在当年部分物业被纳入城市更新旧城改造而导致可租面积减少的情况下，公司仍取得租金收入 2.53 亿元，与上年相比基本持平。

表 5：2012~2014 年公司物业租赁情况

	2012	2013	2014
可出租面积（万平方米）	125.46	119.44	113.92
出租率（%）	97.99	96	99.1
租金收取率（%）	98.45	98	99.8
租赁收入（亿元）	2.61	2.52	2.53
毛利率（%）	59.45	58.29	61.13

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据深圳市政府在 2009 年通过的《深圳市城市更新办法》，未来深圳市新增土地主要来源于对工业用地和老旧城区的城市更新。借助于深圳市城市更新政策与相关规划，公司已经将旗下部分工业用地转为经营性用地，大幅提升了工业用地的市场价值。其中，截至 2014 年末，深圳中粮紫云项目（深圳宝安 22 区项目）已完成项目实施主体确认，

正在办理用地审批；宝安 25 区城市更新项目在继续推进拆迁谈判及专项规划的审批工作；宝安区 67 区中粮商务公园项目则已竣工。

总体看，工业地产业务收入在公司主营业务收入结构中占比较低，对公司整体业务运营和经营业绩的影响不大。不过公司在深圳宝安区工业用地体量较大，随着公司工业地产积极参与深圳市旧城改造，未来该部分土地若能够在深圳市城市更新改造过程中顺利转化成经营性用地，将为公司创造较大发展空间，未来城市更新改造项目有望成为公司房地产业务新的收入和利润来源。

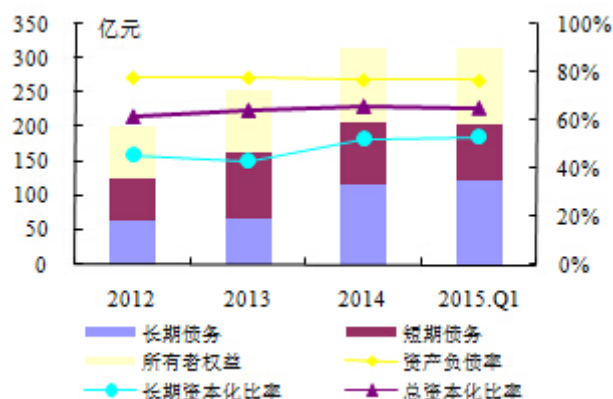
财务分析

以下分析基于经利安达会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的公司2012年度财务报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013、2014年度财务报告，以及公司提供的未经审计的2015年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则进行编制，其中2012、2013年数据为2013、2014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 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 463.11 亿元，较上年同期增长了 14.06%，主要系经营规模扩张带来存货增长和投资性房地产规模的大幅增加等。负债方面，公司主要通过外部融资和销售回款满足各项资金需求，当期负债水平继续扩大，年末负债总额达到 356.46 亿元，同比增长 12.69%。不过得益于当期利润留存对自有资本的充实以及股权合作带来少数股东权益的增长，2014 年末公司所有者权益合计为 106.65 亿元，同比增长 18.89%。另截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产和所有者权益分别略增至 465.16 亿元和 108.33 亿元，负债余额为 356.83 亿元，与 2015 年期初基本持平。

图 4：2012~2015.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2014 年末公司资产负债率为 76.97%，同比上年减少了 0.94 个百分点；同期预收账款规模有所增长，扣除预收账款后的实际资产负债率为 71.86%，较上年末减少了 1.56 个百分点；2015 年 3 月末公司资产负债率小幅下降至 76.71%，实际资产负债率也继续降至 70.42%。近年来公司部分项目以股权合作的方式进行开发，拓宽了资金来源，一定程度上降低了其资产负债率。不过因总债务规模继续攀升，2014 年末公司总资本化比率增长至 66.12%，同比上年增加了 1.67 个百分点；2015 年 3 月末总资本化比率则略有回落至 65.46%。总体来看，公司的财务杠杆比率与行业龙头企业相比处于较高水平，存在一定财务压力。

表 6：截至 2014 年 12 月 31 日部分房地产上市公司资本结构比较

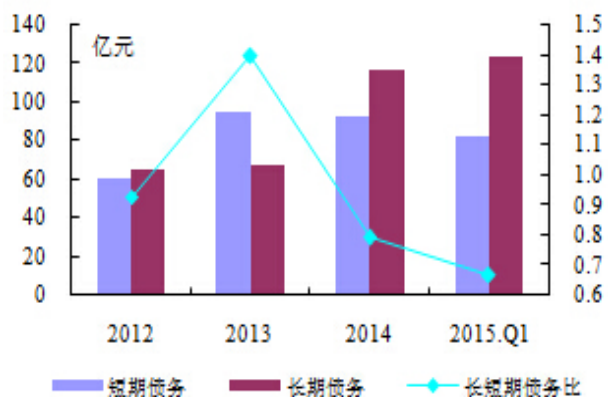
单位：亿元、%			
公司	总资产	资产负债率	实际资产负债率
万科 A	5,084.09	77.20	64.52
保利地产	3,657.66	77.89	67.97
招商地产	1,516.92	71.16	62.32
金融街	875.87	69.40	65.98
荣盛发展	757.92	79.58	71.77
中粮地产	463.11	76.97	71.86
中天城投	433.95	82.41	73.95
中华企业	408.14	81.99	80.51
信达地产	377.14	78.18	75.39
北辰实业	376.84	70.61	65.70
新城地产	338.98	75.54	65.88

注：实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从债务结构来看,2014年末公司长期债务增幅相对较高,短期债务/长期债务由上年末的1.40下降至0.79,短期债务占比有所回落,且至2015年3月末继续下降至0.67,2014年以来公司债务期限结构得到一定改善。同时,2014年以来公司开始了公司债和中期票据的发行申请,若成功发行则其债务期限结构将得到进一步优化。

图5: 2012~2015.Q1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,2014年公司负债率有所下降,且债务期限结构得到一定改善,但公司债务规模持续增长,其总资本化比率指标在同行内仍处于中等偏高水平,财务压力依然较大。

流动性

2014年末公司流动资产总额为406.64亿元,较上年末增长9.98%,占总资产的比重为87.81%。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,2014年末两项占流动资产的比重为98.28%,同比增加了0.62个百分点。

表7: 2014年末部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科A	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金融街	78.12%	11.78%	74.03%
荣盛发展	95.67%	8.12%	71.74%
中粮地产	87.81%	17.93%	80.35%
中天城投	87.29%	13.74%	79.56%
中华企业	87.50%	12.98%	85.64%
信达地产	94.12%	7.73%	84.98%
北辰实业	77.50%	14.76%	82.02%
新城地产	86.24%	11.34%	74.96%

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

存货方面,2014年公司存货规模持续保持增长,当年末存货账面价值为326.73亿元,同比增长11.96%。其中,在建开发产品和拟开发产品合计247.62亿元,较上年同期增长1.58%,占年末存货账面价值的75.79%;已完工开发产品79.11亿元,同比大幅增长64.85%,占年末存货账面价值的24.21%。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8: 2012~2014年公司存货明细

单位: 亿元			
项目	2012	2013	2014
在建开发产品	189.98	225.51	202.70
拟开发产品	16.76	18.27	44.92
已完工开发产品	42.68	47.99	79.11
其他存货	0.06	0.06	0.01
合 计	249.48	291.82	326.74

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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,不过由于公司产品此前的定位偏中高端,前期受房地产调控政策影响较大,2014年公司新增项目较多且存量项目销售进度未达预期,存货去化速度放缓,当年存货周转率和总资产周转率分别为0.18次和0.21次,较上年度均有所下降。与行业内其他上市公司相比,公司资产周转效率仍需进一步提升。

表9: 2014年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转 率(次)	货币资金/ 短期债务
万科A	0.32	0.30	1.42
保利地产	0.29	0.32	1.40
招商地产	0.30	0.30	2.32
金融街	0.33	0.27	0.64
荣盛发展	0.34	0.34	0.35
中粮地产	0.18	0.21	0.79
中天城投	0.28	0.29	0.78
中华企业	0.12	0.11	0.51
信达地产	0.13	0.16	0.37
北辰实业	0.15	0.18	1.75
新城地产	0.56	0.50	2.12

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

在经营性现金流方面,2014年公司销售资金回笼规模不及上年,加上当年新增数个项目,资本支

出规模较大，致使其经营性现金流仍呈现大幅净流出状态，2014 年经营性现金流净额为-20.62 亿元，经营性现金流状况未有明显好转。公司现有拟在建项目 18 个，未来短期内相关项目的资本支付压力较大，预计其主营业务的现金流可能仍将承受一定压力。

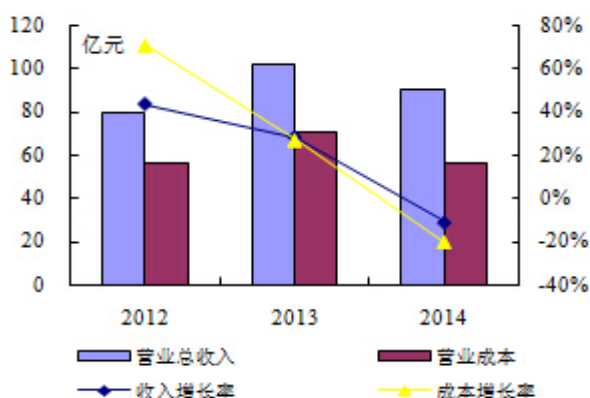
货币资金方面，截至 2014 年末，公司的货币资金余额为 72.91 亿元，同比增长 5.28%；同期末货币资金/短期债务为 0.79 倍，较上年略有提升，可对其短期债务形成一定覆盖。

此外，截至 2014 年末，公司持有价值 8.37 亿元的可供出售金融资产，主要系其持有的招商证券股票。公司持有的招商证券股票可变现能力较强，可根据公司需要贡献一定规模的投资收益，还能为公司融资创造条件，对其流动性形成一定补充。

总体看，公司当前资产周转能力亟需提升，随着项目的持续投入，经营性现金流还将承受一定压力。不过，考虑到公司在建拟建项目区域布局合理，并持有一定规模变现能力较强的金融资产，且其现金获取能力也尚有提升空间，公司实际流动性压力相对可控。

盈利能力

图 6：2012~2014 年公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从收入规模看，受房地产市场景气度和项目开发周期的影响，公司营业收入表现出一定的波动性。2014 年公司结转项目少于上年，全年实现营业收入 90.41 亿元，同比下降 11.18%。2014 年各大房企的销售形势比较严峻，但因公司本期结算项目中高毛利率项目比重有所上升，2014 年营业毛利率回升 7.43 个百分点至 37.68%。此外，我们也关注到，2014

年末公司预收款项规模达 84.09 亿元，较上年末增长 22.66%，占同期营业收入的 93.01%，这部分待结算资源可为公司未来 1-2 年的经营业绩提供一定保障。

期间费用方面，随着项目规模的增加，公司期间费用也不断上升。其中管理和销售费用在 2014 年继续增长，当期利息支出也有大幅增长，但因大部分进行了资本化而使得账面财务费用有所下降。2014 年公司期间费用合计 12.14 亿元，同比增长了 3.73%，总体规模仍呈上升趋势；同期期间费用占收入比重较 2013 年增加了 1.93 个百分点，达到 13.43%，公司期间费用规模仍需控制。

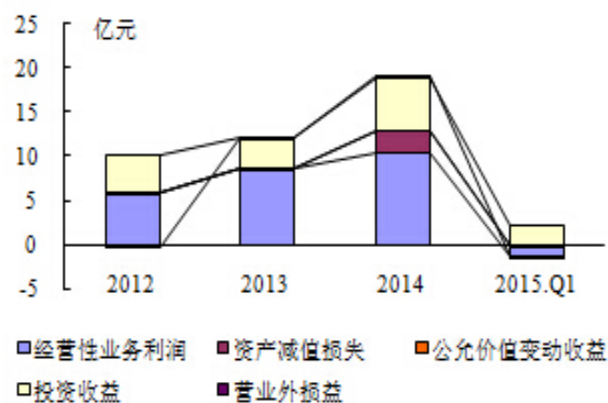
表 10：2012~2014 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2012	2013	2014
销售费用	3.35	4.24	4.87
管理费用	3.03	3.07	3.38
财务费用	3.73	4.39	3.89
三费合计	10.11	11.70	12.14
营业总收入	79.45	101.79	90.41
三费收入占比	12.73	11.50	13.43

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 7：2012~2014 年公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2014 年公司实现利润总额 14.06 亿元，较上年增长 14.66%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中主要受益于营业毛利率的回升，当年经营性业务利润为 10.62 亿元，同比增长 22.12%；公司当年取得投资收益 5.89 亿元，较上年增长了 64.25%，主要来源于公司出售其持有的部分招商证券股票。尽管 2014 年公司为杭州方圆府和杭州云涛名苑项目计提了 2.39 亿元的资产减值损

失，但其整体利润总额仍实现了增长。同期，公司取得净利润 9.03 亿元，同比略降 1.78%；净资产收益率为 8.47%，较上年减少了 1.78 个百分点，资产获利能力有所下滑。

表 11：2014 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94%	16.64%
保利地产	32.03%	17.60%
招商地产	37.33%	12.59%
金融街	30.62%	11.61%
荣盛发展	33.30%	22.33%
中粮地产	37.68%	8.47%
中天城投	31.29%	20.99%
中华企业	22.18%	-6.00%
信达地产	35.79%	9.25%
北辰实业	47.70%	5.30%
新城地产	24.42%	14.51%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

总体来看，2014 年公司收入规模有所下降，但整体利润规模仍保持了稳定，受相对可观的待结算资源和一定规模的新开工面积的支撑，预计短期内公司经营业绩仍有保证，但需注意公司期间费用占比偏高，一定程度上影响了其盈利水平。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2014 年末，公司总债务规模增至 208.18 亿元，同比增长 28.01%。其中，短期债务和长期债务分别为 92.03 亿元和 116.15 亿元，短期债务较上年末略降了 2.92%，长期债务同比则大幅增长了 71.22%。

表 12：2012~2015.Q1 公司偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.Q1
总债务（亿元）	125.39	162.63	208.18	205.30
短期债务（亿元）	60.37	94.80	92.03	82.18
长期债务（亿元）	65.01	67.83	116.15	123.12
EBITDA（亿元）	15.30	18.62	19.52	2.73
EBITDA 利息倍数（X）	1.33	1.70	1.35	0.80
长期债务/EBITDA（X）	4.25	3.64	5.95	11.28
总债务/EBITDA（X）	8.19	8.73	10.67	18.80

注：公司 2015.Q1 的 EBITDA 利息倍数、长期债务/EBITDA 和总债务/EBITDA 指标经年化处理

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，受利润水平提升的带动，公司 2014 年 EBITDA 为 19.52 亿元，同比增长 4.81%。但受债务规模增长较快影响，2014 年公司主要偿债能力指标小幅弱化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 10.67 倍和 1.35 倍，分别较上年度上升 1.94 倍和下降 0.35 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所波动，不过整体上看公司经营所得仍可对其债务的偿还形成一定保障。

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司无对外担保的情况，不存在因对外担保而存在的或有负债风险。

财务弹性方面，公司与金融机构保持长期合作关系，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得各银行综合授信总额为 253.21 亿元，其中尚未使用的银行借款授信额度为 127.73 亿元，可用银行融资空间较大。此外公司还通过资本市场债权融资、项目合作股权融资等多种渠道进行融资，具备较好的财务弹性。

总体来看，2014 年公司债务规模增长较快，主要偿债能力指标同比有所弱化，但考虑到公司不断优化区域布局、充足的项目储备为其未来经营业绩持续提供的支撑，以及较好的财务弹性，公司整体偿债能力仍属很强。

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

2014 年，建设银行资产质量保持稳定，业绩表现优良。截至 2014 年末建行资产总额 167,441.30 亿元，较上年增长 8.99%；全年实现营业收入 5,704.70 亿元，较上年增长 12.16%；净利润 2,282.47 亿元，较上年增长 6.10%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.42% 和 19.74%，资产收益稳健。

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。2014 年公司银行业务实现利润总额

1,518.86 亿元，同比增长 4.07%，利润贡献度为 50.79%。信贷投放方面，截至 2014 年末建行公司类贷款和垫款余额为 57,604.06 亿元，同比增长 6.68%。其中，基础设施行业领域贷款余额为 25,592.15 亿元；涉农贷款余额为 17,966.42 亿元。同时，建行严格实施名单制管理，钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、造船五个产能严重过剩行业贷款余额 1,407.07 亿元，较上年减少 49.86 亿元；严控政府融资平台贷款总量，监管类平台贷款余额较上年减少 286.38 亿元，现金流全覆盖类平台贷款占比 95.60%。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，2014 年建行个人银行业务实现利润总额 805.53 亿元，同比增长 24.63%，利润贡献度为 26.93%，较上年提高 3.83 个百分点。截至 2014 年末，建行境内个人贷款余额 28,841.46 亿元，同比增长 17.02%，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 22,538.15 亿元，同比增长 19.87%，余额、新增居同业首位。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。

2014 年，建行海外网络覆盖面稳步扩充，建行澳门分行、新西兰子银行、布里斯班分行（二级）和多伦多分行顺利开业。截至 2014 年末，建行海外机构已经覆盖 20 个国家和地区，资产总额为 9,480.92 亿元，同比增长 32.67%；实现利润总额 60.06 亿元，同比增长 68.99%。

财务分析

盈利能力方面，2014 年建行实现营业收入 5,704.70 亿元，较上年增长 12.16%。其中利息净收入 4,373.98 亿元，较上年增长 12.28%，主要是由于生息资产规模适度增长，净利息收益率稳中有升，当年净利息收益率较上年提升 6 个基点至 2.80%。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较上年增加 42.34 亿元，增幅为 4.06%。同时，建行进一步加强成本管理，优化费用支出结构，成本收入比较上年度下降 0.80

个百分点至 28.85%。综上，2014 年建行取得净利润 2,282.47 亿元，同比增长 6.10%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.42% 和 19.74%，主要财务指标继续保持同业前列。

资产质量方面，2014 年，建行继续深入推进信贷结构调整，全面强化贷后管理，加强风险防范化解，加快不良贷款处置，信贷资产质量状况基本稳定。于 2014 年 12 月 31 日，不良贷款余额 1,131.71 亿元，较上年增加 279.07 亿元；不良贷款率 1.19%，较上年上升 0.20 个百分点；关注类贷款占比 2.97%，较上年上升 0.59 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 2014 年末，建行客户贷款和垫款损失准备余额为 2,516.13 亿元，较上年增加 229.17 亿元；拨备覆盖率为 222.33%，较上年降低 45.89 个百分点；减值准备对贷款总额比率为 2.66%，与上年持平。

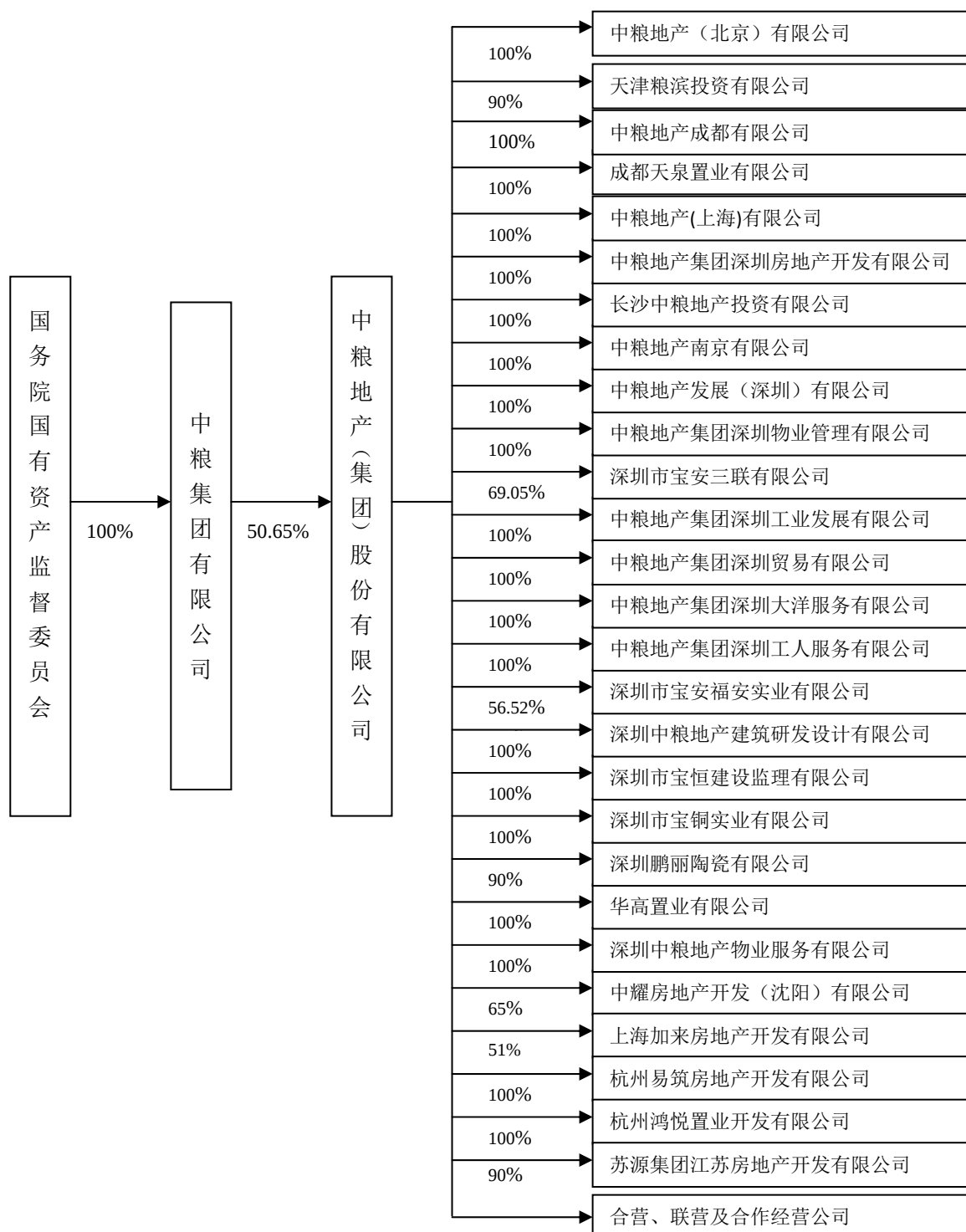
资本充足性方面，得益于持续良好的经营效益，近年来建行的未分配利润持续增长，截至 2014 年末，建行未分配利润为 5,587.05 亿元，较上年增长 25.81%，有效补充了核心资本；当年资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.87% 和 12.12%，较上年度分别上升 1.53、1.37 个百分点。

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。

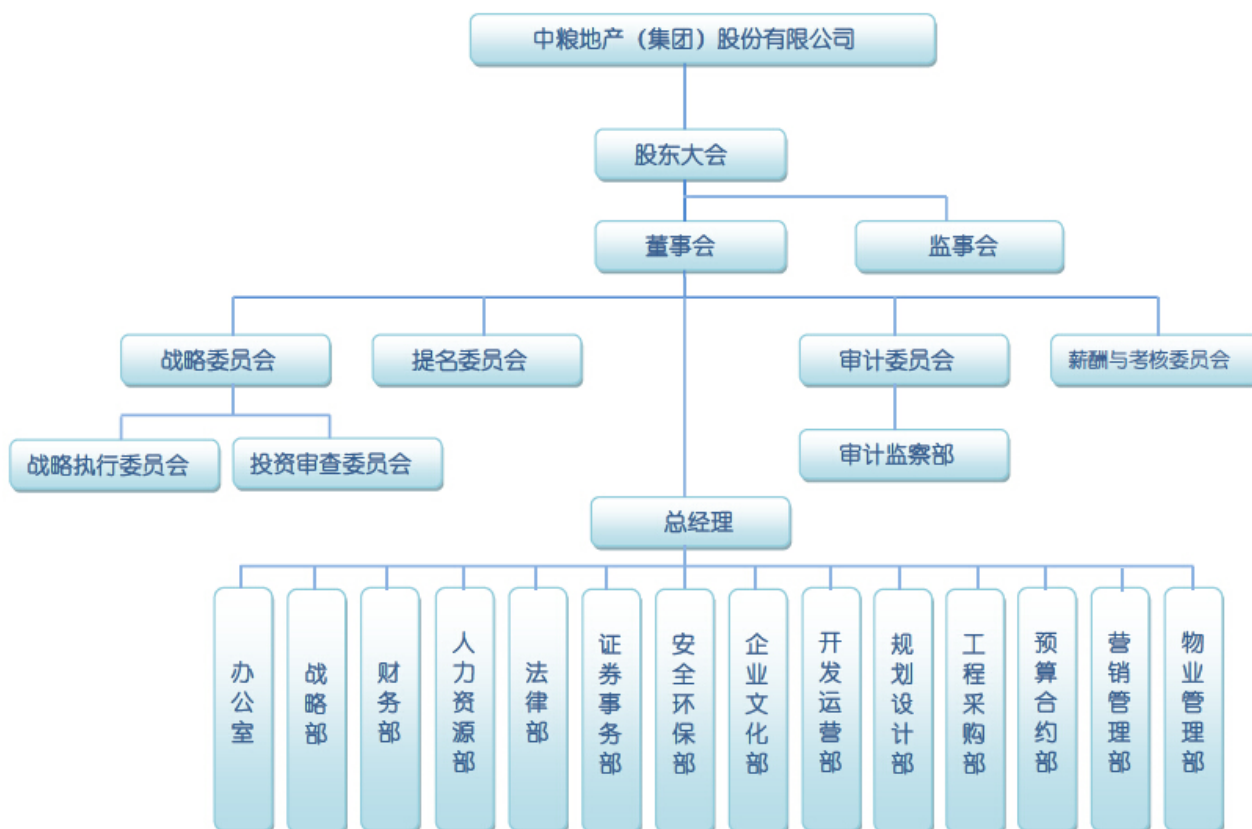
结 论

综上所述，中诚信证评上调公司主体信用等级至 AA^+ ，评级展望稳定，维持“08 中粮债”信用等级 AAA 。

附一：中粮地产（集团）股份有限公司股权结构图（截至2015年3月31日）



附二：中粮地产（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	596,277.48	692,505.88	729,059.91	544,805.27
应收账款净额	38,247.27	19,517.43	22,683.55	13,015.64
存货净额	2,494,808.22	2,918,236.34	3,267,327.10	3,491,989.11
流动资产	3,213,014.64	3,697,430.40	4,066,430.23	4,099,012.90
长期投资	131,857.17	165,513.65	132,099.13	122,511.26
固定资产合计	125,741.07	140,955.94	364,947.27	362,164.88
总资产	3,499,902.63	4,060,271.72	4,631,147.33	4,651,587.67
短期债务	603,737.47	948,000.00	920,330.00	821,830.00
长期债务	650,146.72	678,335.66	1,161,469.16	1,231,213.39
总债务（短期债务+长期债务）	1,253,884.19	1,626,335.66	2,081,799.16	2,053,043.39
总负债	2,728,564.19	3,163,232.09	3,564,643.55	3,568,298.68
所有者权益（含少数股东权益）	771,338.45	897,039.63	1,066,503.78	1,083,288.99
营业总收入	794,488.96	1,017,864.01	904,083.32	64,935.45
三费前利润	160,912.94	203,995.02	227,609.81	11,882.51
投资收益	41,265.42	35,869.42	58,915.73	23,270.50
净利润	67,417.20	91,918.65	90,280.82	5,669.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	153,024.28	186,226.44	195,192.92	27,298.11
经营活动产生现金净流量	264,333.65	-328,190.00	-206,182.43	-157,267.97
投资活动产生现金净流量	-32,693.14	31,494.25	-5,974.21	17,249.62
筹资活动产生现金净流量	-29,998.21	297,573.67	349,985.83	-44,236.28
现金及现金等价物净增加额	201,641.56	875.88	137,832.27	-184,254.64
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率（%）	29.38	30.26	37.68	33.87
所有者权益收益率（%）	8.74	10.25	8.47	2.09
EBITDA/营业总收入（%）	19.26	18.30	21.59	42.04
速动比率（X）	0.35	0.32	0.34	0.26
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	-0.20	-0.10	-0.31
经营活动净现金/短期债务（X）	0.44	-0.35	-0.22	-0.77
经营活动净现金/利息支出（X）	2.30	-2.99	-1.43	-4.67
EBITDA 利息倍数（X）	1.33	1.70	1.35	1.10
总债务/EBITDA（X）	8.19	8.73	10.67	18.80
资产负债率（%）	77.96	77.91	76.97	76.71
总债务/总资本（%）	61.91	64.45	66.12	65.46
长期资本化比率（%）	45.74	43.06	52.13	53.20

注：2015.Q1 的所有者权益收益、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。

附四：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）	2012	2013	2014
贷款总额	7,512,312	8,590,057	9,474,523
贷款损失准备	202,433	228,696	251,613
关注贷款	204,407	204,680	281,459
不良贷款（五级分类）	74,618	85,264	113,171
总资产	13,972,828	15,363,210	16,744,130
风险加权资产	7,637,705	9,872,790	10,203,643
存款总额	11,343,079	12,223,037	12,898,675
总负债	13,023,219	14,288,881	15,491,767
总资本	949,609	1,074,329	1,252,363
净利息收入	353,202	389,544	437,398
手续费及佣金净收入	93,507	104,283	108,517
净营业收入合计	460,746	508,608	570,470
业务及管理费用（含折旧）	-134,566	-148,692	159,825
税前利润	251,439	279,806	299,086
净利润	193,602	215,122	228,247
财务指标（单位：%）	2012	2013	2014
核心资本充足率	-	10.75	12.12
资本充足率	-	13.34	14.87
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	0.99	0.99	1.19
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	3.71	3.38	4.17
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	271.29	268.22	222.33
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	6.48	6.54	7.52
净利差	2.58	2.56	2.61
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	21.92	21.23	19.62
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.47	1.47	1.42
总贷款/总存款	66.23	70.28	73.45

注：按照《商业银行资本管理办法（试行）》相关规则计算资本充足率，自2014年第二季度起，采用资本计量高级方法计算资本充足率，并使用并行期规则。

附五：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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：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。