

中粮地产(集团)股份有限公司

2015 年公司债券(第一期)

2016 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【145】号 01

债券剩余规模:
20 亿元

债券到期日期:
2020 年 08 月 17 日

债券偿还方式:
按年付息, 到期一次还
本

分析师

姓名:
易美连 王一峰

电话:
0755-82872736

邮箱:
yiml@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

中粮地产(集团)股份有限公司 2015 年公司债券(第一期) 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 24 日	2015 年 04 月 24 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对中粮地产(集团)股份有限公司(以下简称“中粮地产”或“公司”)及其 2015 年 8 月 17 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 公司主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2015 年公司房地产开发业务经营状况较好;项目储备较多,短中期业绩较有保障;租赁业务收入进一步增长。但同时我们也关注到公司在建与拟建项目尚需投入资金量较大,面临较大的资金压力;后续可持续获得的投资收益较少,利润有下滑的风险;经营净现金流表现不佳;负债水平较快攀升,面临一定的债务压力等风险因素。

正面:

- 2015 年公司房地产开发业务经营状况较好。2015 年公司土地储备和项目开发的步伐加快,按权益比例计算新增土地占比面积 21.00 万平方米,较 2014 年增加 17.72 万平方米¹,新开工面积达到 107.67 万平方米,较 2014 年增长 44.85%,实现签约面积 91.48 万平方米,签约金额 151.41 亿元,同比分别增长 31.02%、39.55%,房地产项目(含权益类项目)结算金额增长迅速,2015 年达到 129.53 亿元,同比增长 34.37%。
- 项目储备较多,短中期业绩较有保障。截至 2015 年底公司拥有预售房款 104.28

¹ 2014 年公司以解决历史遗留问题为契机取得深圳凤凰里项目,并通过股权收购方式取得深圳云景国际项目,使得全年累计新增土地(含城市更新项目)占地面积 19.67 万平米,规划建筑面积 74.40 万平方米,但 2015 年土地增加额的计算未考虑深圳凤凰里、深圳云景国际的项目用地。

亿元，竣工在售项目 12 个，剩余可售面积 46.94 万平方米，在建项目 17 个，剩余可售面积预计超过 168.00 万平方米，拟建项目 4 个，规划建筑面积 83.49 万平方米，且该等储备项目均位于国内一线或二线城市，短中期业绩较有保障。

- **租赁业务收入进一步增长。**2015 年公司新增租赁物业北京祥云国际项目商业及北京长阳 1、5 号地项目商业，受益于此，公司可供出租面积由 2014 年底的 113.00 万平方米增加至 2015 年末的 129.61 万平方米，全年租赁收入达到 3.39 亿元，较 2014 年增长 33.99%，该部分收入对公司房地产开发收入形成了较好的补充。

关注：

- **在建与拟建项目尚需投入资金量较大，公司面临较大的资金压力。**截至 2015 年底公司除北京阎村项目、北京稻田项目之外的在建和拟建项目预计总投资达 1,095.06 亿元，已完成投资 654.65 亿元，剩余资金投入超过 400.00 亿元，面临较大的资金压力。
- **后续可持续获得的投资收益较少，利润有下滑的风险。**2015 年公司处置可供出售金融资产取得投资收益 78,784.83 万元（2014 年为 45,490.76 万元），该部分收益占利润总额的比重达 56.25%，截至 2015 年底公司可供出售的金融资产已不多，账面价值仅为 3,518.00 万元，为持有的按成本计量的上海中城联盟投资管理公司的股份，后续可持续获得的投资收益较少。
- **经营净现金流表现不佳。**2015 年虽然公司房地产项目销售状况较好，但新增土地及项目开发投入使得本年度土地价款及工程款项支出增加，且拍地押金及归还往来款流出规模也较大，经营活动产生的现金流量净流出达到 181,622.29 万元。
- **负债水平较快攀升，面临一定的债务压力。**随着开发资金需求的增加，跟踪期内，公司负债水平较快攀升，2016 年 3 月末负债总额达到 461.08 亿元，较 2014 年末增长了 29.35%，资产负债率达 79.99%，剔除预收账款后的资产负债率为 75.56%，存续债务中有息债务规模达到 291.23 亿元，较 2014 年末增长 36.90%。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	5,764,193.02	5,532,165.10	4,631,147.33	4,060,271.72
归属于母公司所有者权益（万元）	616,904.33	597,856.87	598,482.33	540,771.85
资产负债率	79.99%	79.96%	76.97%	77.91%

剔除预收账款后的资产负债率	75.56%	75.52%	71.86%	73.42%
流动比率	2.19	1.87	1.72	1.50
速动比率	0.62	0.44	0.34	0.32
营业收入（万元）	318,224.94	1,349,954.27	904,083.32	1,017,864.01
营业利润（万元）	64,210.45	138,620.27	139,713.75	122,460.58
投资收益（万元）	516.42	88,263.33	58,915.73	35,869.42
利润总额（万元）	64,352.53	140,053.03	140,622.84	122,643.48
有息债务（万元）	2,912,312.18	2,586,722.85	2,127,299.16	1,853,302.54
综合毛利率	35.78%	26.45%	37.68%	30.26%
总资产回报率	-	3.80%	4.21%	4.53%
EBITDA（万元）	-	211,024.64	195,192.91	186,226.44
EBITDA 利息保障倍数	-	1.32	1.35	1.70
经营活动现金流量净额（万元）	-34,746.13	-181,622.29	-206,182.43	-328,190.00

注：有息债务=短期借款+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他应付款中的有息债务

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]1887”号文核准，公司于2015年8月17日发行5年期的20亿元公司债券，票面利率为4.40%。

本期债券起息日为2015年8月17日，到期日为2020年8月17日。本期债券按年付息，到期一次还本，2016年至2020年每年的8月17日为上一个计息年度的付息日。跟踪期内，本期债券尚未到付息日。

截至2016年3月31日，公司募集资金专项账户余额为1,037,783.85元，全部为募集资金产生的利息，其他资金已全部用于补充公司流动资金或偿还银行借款。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、总股本未发生变化，主营业务仍为房地产开发和经营，控股股东和实际控制人未发生变化，其中控股股东中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）持股比例由2014年末的50.65%下降至2015年末的45.67%，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会，其持有中粮集团100.00%的股份。

2015年公司合并范围较上年增加6户，减少0户，新增子公司的相关信息如表1所示。

表1 2015年公司新增合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
中粮祥云置业南京有限公司	45,000	51.00%	房地产开发	新设
上海置悦实业有限公司	10	100.00%	实业投资、投资管理	新设
成都和鑫悦企业管理有限公司	500	100.00%	房屋租赁	新设
中粮祥云置业（苏州）有限公司	45,000	51.00%	房地产开发	新设
深圳市创芯置业有限公司	1,000	100.00%	房地产开发	新设
北京稻香四季房地产开发有限公司	1,000	70.00%	房地产开发	新设

资料来源：公司2015年年报

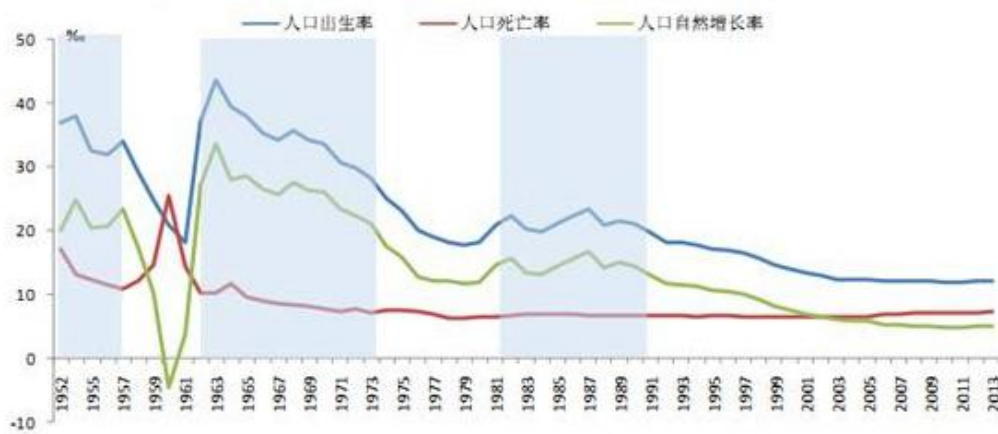
截至2016年3月31日，公司资产总额576.42亿元，归属于母公司的所有者权益为61.69亿元，资产负债率和剔除预收款项后的资产负债率分别为79.99%、75.56%；2015年度，公司实现营业收入135.00亿元，利润总额14.01亿元，经营活动现金净流出18.16亿元；2016年1-3月，公司实现营业收入31.82亿元，利润总额6.44亿元，经营活动现金净流出3.47亿元。

三、运营环境

受城镇化进度放缓和主要购房人群逐渐减少等因素影响，未来预计我国房地产市场需求将下降，房地产行业总体将呈下行趋势

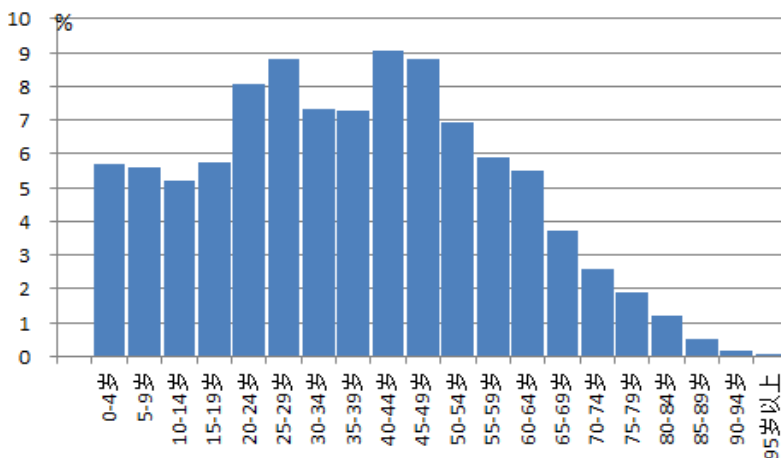
房地产行业发展趋势与社会人口结构、城镇化进程息息相关。从人口总量看，近年来受人口出生率逐步下降的影响人口自然增长率呈逐步下降趋势。分年龄阶段看，20-30岁人群为首次购房的主要人群，30-40岁人群为置换型购房的主要人群，目前第一次生育高峰出生的人群已基本跨过了房屋置换的年龄，而第二次生育高峰出生的人群已全部进入首次购房的年龄，因此预计很长一段时间内适龄购房人口将减少。

图1 1952年以来国内人口出生率、死亡率和自然增长率



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图2 2015年国内各年龄段人口占比



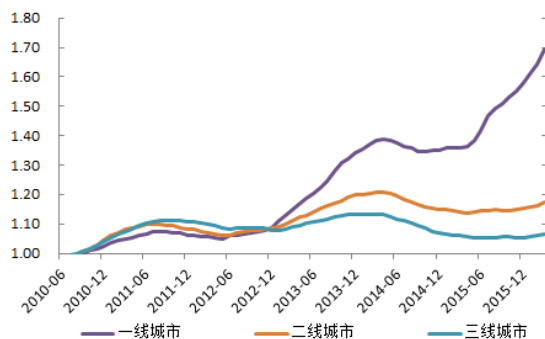
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

据国家统计局统计，2015 年末国内城镇总人口的比重上升到 56.10%，虽然该比重仍然大幅低于美国和日本的城市化水平，但在我国农村人口剩余劳动力已经不多的情况下，我国城镇化进度放缓将是大概率事件。人口增长率的下降、人口结构的变化以及城市化进程的放缓必然使得房地产需求下降，从而使得房地产行业总体呈下降趋势。

由于人口流动、居民收入水平、投资性需求等因素存在较大差异，目前我国房地产市场区域分化明显，一线城市坚挺，二、三线城市去库存压力大表现疲软

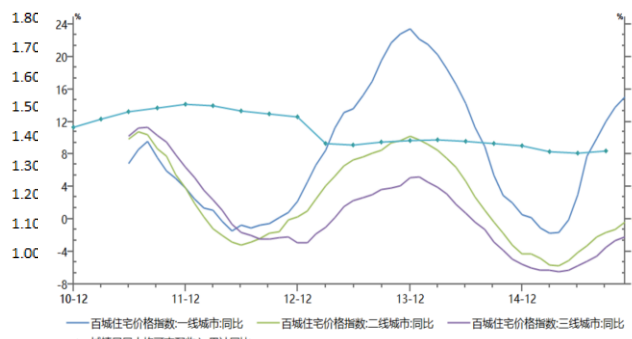
目前人口流动主要为从农村和欠发达城市向发达城市流动，且发达城市的人均收入水平较高，因此一线城市的房屋价格持续上升，二线城市房价增长乏力，三、四线城市的房价表现疲软。

图 3 一、二、三线城市房价定比变化²



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，鹏元整理

图 4 房价增速和城镇居民收入增速



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，鹏元整理

相对于全国居民收入的上涨，一线城市的房价上涨速度较快，而二、三线城市的房价上涨速度则总体较低。虽然一线城市的居民收入较高，但其工资收入对住房的购买力低于二、三线城市，支撑其高房价的另一重要因素是一线城市的投机性需求大。人口流入、居民收入高、医疗教育资源优势、市场的开放性等等因素都吸引资金投资于一线及二线发达城市的房地产。投资需求不同于刚需，其稳定性较差，容易造成价格和成交量的大幅波动。根据美国、日本等国家的经验，房地产泡沫总是与货币宽松相伴而生，2000 年以来，国内货币供应量持续保持高速增长，2014 年底开始，央行又连续推出降息降准等宽松措施，国内货币环境日益宽松，包括房地产在内的资产价格被连续推升；2015 年下半年，股市的剧烈下跌驱动更多资金进入房地产市场，上海、深圳等一线城市的房价出现大幅上升。与此同时，经济较弱的二线城市以及三、四线城市的房价总体变化不大。

² 以 2010 年 6 月的价格为基数 100。2010 年 6 月，百城住宅价格指数中，一线城市的平均房价为 20,799.50 元/平方米，二线城市的平均房价为 8,637.86 元/平方米，三线城市的平均房价为 6,396.15 元/平方米。

受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，2015年我国房地产行业短期复苏

2014年9月，在经济增长压力加大和楼市低迷的情况下，央行出台房贷新政，放宽二套房的首付及购房贷款限制，基本上是之前信贷政策的全面松绑。同时2014年以来，各地限购政策放松，除北上广深四个一线城市外，全国各地地方政府均逐步取消限购措施。2015年全国两会提出“支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。2015年3月21日，国家住建部举行会议，要求各地增加住房公积金贷款额度，进一步降低门槛。2015年11月，住房公积金管理条例修订稿出台征求意见，公积金提取范围将更广泛，进一步向市场放出利好信息。国家对房地产市场的调控立场再次趋于软化和市场化，支持消费者的合理需求，力求房地产市场平稳增长；我们预期房地产市场，特别是一线城市的房地产市场将得到一定支撑。

2015年12月18日-21日，中央经济工作会议提出增强经济增长三大新动力，“允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求”；同时将房地产去库存作为五大经济工作任务之一，通过政策配合促进房地产市场的回暖。

2016年2月，人民银行、银监会等部委推出新一轮宽松政策，在公积金账户利率、房屋交易税费等方面刺激房地产市场。但一系列的刺激政策促使一线城市房价快速上涨，上海、深圳于2016年3月推出限制政策以稳定房价。

表 2 2015 年至今中国房地产行业主要调控政策一览

时间	政策名称/地区	主要内容	性质
2015 年 3 月	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	住房公积金贷款购买的首套自住房，最低首付款为 20%；二套自住房，最低首付款为 30%	松
2015 年 11 月	《住房公积金管理条例》	放宽公积金提取条件，可发行住房公积金个人住房贷款支持证券，或者通过贴息等方式融资	松
2016 年 2 月 2 日	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	在不实施限购的城市对首套房首付比例最低降至两成，二套房首付比例最低可付三成	松
2016 年 2 月 17 日	《关于完善职工住房公积金账户存款利率形成机制的通知》	将职工住房公积金账户存款利率，由现行按照归集时间执行活期和三个月存款基准利率，调整为统一按一年期定期存款基准利率执行	松
2016 年 2 月 19 日	《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》	对个人购买两套住房给予降低契税优惠；对个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。	松
2016 年 3 月	上海	外地户口买房资格需缴纳社保的年限从 2 年改为 5 年，而且不能是单身；二套房首付比例普通住房为 50%，非普通住房 70%	紧
2016 年 3 月	深圳	家庭名下无房但近 2 年内有住房贷款记录的或在本市已有一套住房但已结清住房贷款的，贷款首付最低 4 成，非深圳户口购房，社保缴满年限由 1 年	紧

提高到3年

资料来源：中商情报网、鹏元整理

2015年，我国中央银行5次³下调存贷款基准利率，使得大型存款类金融机构存款准备金率从年初的21.00%，下降到年末的17.50%；中小型存款类金融机构存款准备金率从年初的18.00%，下降到年末的15.50%。2015年，我国中央银行5次下调存贷款基准利率，其中一年期贷款基准利率从年初的5.60%下调到年末的4.35%。

表3 2015年以来国内调整存贷款基准利率和存贷款基准利率情况

日期	货币政策	主要内容
2月4日	降低存款准备金率	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
3月1日	下调存贷款基准利率	下调金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，个人住房公积金贷款五年以下（含五年）利率为3.5%，五年以上为4.0%。
4月20日	降低存款准备金率	下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。
5月10日	下调存贷款基准利率	下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%。
6月27日	定向降准并调存贷款基准利率	有针对性地对金融机构实施定向降准。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。
8月25日	下调存贷款基准利率并降低存款准备金率	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
10月23日	下调存贷款基准利率并降低存款准备金率	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。
2016年2月	下调人民币存款准备金率0.5个百分点	自2016年3月1日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境

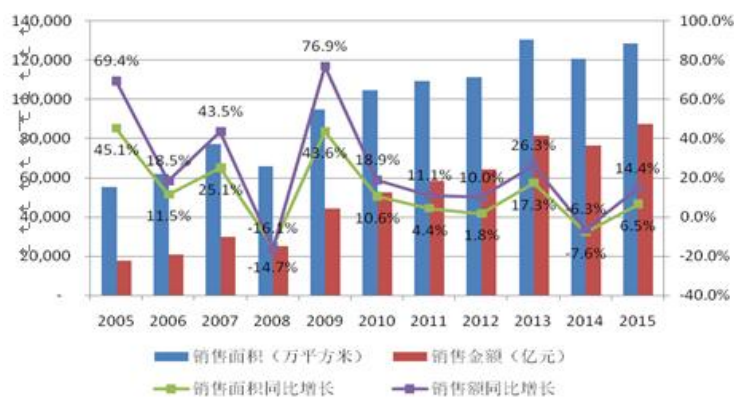
资料来源：公开资料

此外，2015年以来我国中央银行还实施了扩大逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具组合，并改革存款准备金考核制度、扩大信贷资产质押再贷款试点范围，使得市场流动性和可贷资金大幅增加。

受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，我国房地产行业短期复苏。2015年，我国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%，仅略低于2013年，处于历史第二高位；商品房销售额为87,281亿元，同比增长14.4%，超越2013年成为历史新高点。

³ 包括2015年6月27日中央银行有针对性地对金融机构实施定向降准。

图5 2005-2015年我国商品房销售面积、金额及其同比变化情况



资料来源：Wind资讯

四、经营与竞争

公司主要从事商品房开发、物业租赁和物业管理业务，2015年商品房销售收入依然是公司主要的收入来源，其占营业收入的比重达95.46%。主要受益于房地产业务规模的大幅扩张，2015年公司实现营业收入135.00亿元，同比增长49.32%。根据克尔瑞（中国）最新发布的《2015年中国房地产企业销售金额TOP100榜单》，公司排名47，较2014年提高3位。

各业务毛利率方面，2015年公司商品房销售业务毛利率有所下降，主要系当年结算项目中高端产品比重下降；房屋租赁业务毛利率大幅下滑，主要原因为2015年公司新增租赁物业北京祥云国际项目商业及北京长阳1、5号地项目商业前期出租率不高且部分客户存在免租期而相应期间物业的折旧成本照常发生；物业管理及来料加工业务亏损加大，主要为高毛利的来料加工业务已全部停止运营且物业管理业务新增了部分城市物业管理公司，人工成本增加。

表4 2014-2015年公司营业收入构成及各业务毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	128.87	26.01%	83.26	35.16%
房屋租赁	3.39	39.44%	2.53	61.13%
物业管理及来料加工	1.16	-28.39%	1.05	-15.98%
主营业务收入合计	133.42	25.88%	86.84	35.30%
其他业务收入	1.58	74.39%	3.57	95.74%
合计	135.00	26.45%	90.41	37.68%

资料来源：公司提供

2015年公司土地储备以及项目开发的节奏加快，在售项目的签约面积与签约金额较上年大幅增长，与此同时，受益于可结算收入的增加，公司房地产销售收入大幅增长

随着国内一二线城市房地产市场的回暖，2015年公司高度重视土地储备工作，并从工作机制、土地储备流程、激励机制等方面不断优化提升，激发并强化各城市公司拿地能力，全年先后通过招拍挂的方式取得南京中粮祥云、苏州中粮祥云、北京南苑、北京稻田、北京阎村等项目用地，按权益比例计算新增土地储备面积21.00万平方米，较2014年增加17.72万平方米。2016年1-3月公司通过招拍挂取得成都市金牛区西华街道地块，新增土地面积3.76万平方米，但我们也注意到公司新取得的北京稻田项目、北京南苑项目楼面地价较高，后续该等项目能否获得预期收益存在不确定性。

北京阎村项目位于房山区阎村镇，用地性质为综合性商业金融服务业用地、二类居住用地、体育用地。该宗地须配建建筑规模32,300平方米的限价商品住房，房屋销售限价为14,000元/平方米。北京稻田项目位于北京市房山区长阳镇，用地性质为住宅混合公建用地、二类居住用地，该宗地也需配建建筑规模22,000平方米的限价商品住房，房屋销售限价为18,000元/平方米。北京南苑项目位于北京市丰台区南苑乡槐房村和新宫村，用地性质为二类居住用地、基础教育用地，该项目需配建建筑规模26,000平方米的公共租赁住房。苏州中粮祥云国际位于苏州市相城区元和街道，该项目分为两个地块，地块一规划用地面积为26,653平方米，综合容积率为大于1且小于2.0，规划建筑密度不大于25.00%，绿地率不小于37.00%，用地性质为城镇住宅用地。地块二规划用地面积为68,621平方米；综合容积率为大于1且小于2.5；规划建筑密度不大于25.00%，绿地率不小于37.00%，用地性质为城镇住宅用地。南京中粮祥云位于南京市江宁高新园，规划用地性质为商办混合用地、商住混合用地。成都市金牛区西华街道地块用地性质为二类住宅用地，公司拥有100.00%的权益。

表5 2014-2016年3月公司新获得的土地储备情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	土地面积	规划建筑面积	土地价款	土地取得方式	权益比例
2014 年新增土地储备					
成都中粮鸿云	6.43	19.29	13.16	招拍挂	51.00%
2015 年新增土地储备					
北京阎村项目	11.68	19.21	26.60	招拍挂	30.00%
北京稻田项目	6.79	16.38	42.03	招拍挂	70.00%
北京南苑项目	13.24	25.42	85.95	招拍挂	34.00%
苏州中粮祥云国际	9.53	22.48	15.63	招拍挂	51.00%
南京中粮祥云	6.63	18.61	12.1	招拍挂	51.00%

小计	47.87	102.10	182.31	-	-
2016年1-3月公司新增土地储备					
成都市金牛区西华街道地块	3.76	3.76-7.51	2.84	招拍挂	100.00%

注：成都中粮鸿云项目用地为成都市锦江区攀成钢2号地块项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

与此同时，公司加快了新项目开发进度，全年新开工面积达到107.67万平方米，较2014年增长44.85%，新开工的项目主要包括深圳中粮紫云、深圳中粮凤凰里、深圳祥云国际、深圳云景国际等。

表6 2015年公司新开工房地产项目情况（单位：万平方米）

项目名称	2015年新开工面积
北京祥云国际	1.08
深圳中粮紫云	16.85
深圳中粮凤凰里	12.78
深圳祥云国际	20.70
深圳云景国际	20.97
成都中粮鸿云	19.29
南京中粮鸿云坊	16.00
合计	107.67

资料来源：公司提供，鹏元整理

销售方面，2015年随着国内一二线城市房地产市场的回暖，以及公司可售资源的增加，公司实现签约面积91.48万平方米，签约金额151.41亿元，同比分别增长31.02%、39.55%，销售的主要楼盘包括北京祥云国际、北京长阳1号地和5号地，上海南桥半岛、成都香颂丽都、长沙北纬28度等项目，具体如附录四所示。结算方面，在竣工面积逐步增加的带动下，公司房地产项目（含权益类项目）结算金额增长迅速，2015年达到129.53亿元，同比增长了34.37%，具体结算的项目如附录四所示。

表7 2014-2015年公司房地产开发业务主要经营指标

项目	2015年	2014年
新开工面积（万平方米）	107.67	74.33
结算面积（万平方米）	82.25	54.97
结算金额（亿元）	129.53	96.40
签约面积（万平方米）	91.48	69.82
签约金额（亿元）	151.41	108.50

注：以上数据均包含公司合作项目广州金域蓝湾、北京中粮万科3号地按权益计算的金额。

资料来源：公司提供

未来经营业绩方面，截至2015年底公司拥有预售房款104.28亿元，竣工在售项目12个，

剩余可售面积46.94万平方米，在建项目17个，剩余可售面积预计超过168.00万平方米，拟建项目4个，规划建筑面积83.49万平方米，具体如附录五所示，短中期业绩较有保障。但我们也注意到截至2015年底公司除北京阎村项目、稻田项目之外的在建和拟建项目预计总投资达1,095.06亿元，已完成投资654.65亿元，剩余资金投入超过400.00亿元，面临较大的资金压力。

2016年公司重点销售的项目包括深圳中粮紫云项目、深圳祥云国际项目、深圳云景国际项目、成都中粮鸿云项目等。深圳中粮紫云项目为宝安区22区城市更新项目，位于宝安区新安街道新安二路、新安三路与洪浪北路交叉口的西南侧，建设用地面积2.64万平方米，计入容积率建筑面积16.85万平方米，住宅部分主力户型为69平方米的两房，89平方米的三房。深圳祥云国际项目为爱联社区A区旧村改造项目，占地面积2.70万平方米，计入容积率建筑面积20.70万平方米，位于龙岗爱联深惠路与如意路交汇处，距离深圳地铁龙岗线爱联站不超过300米，主力户型为70平方米的两房，89平方米的三房。深圳云景国际项目为光明新区公明创维旧改项目，该项目位于深圳市光明新区松白路与金安路交汇处（近公明汽车站），与深圳目前在建的地铁6号线公明广场站较近，项目占地面积8.48万平方米，规划建筑面积42.32万平方米，配套有约5万平方米的商业，住宅的主力户型为70平方米的两房，89平方米的三房。成都中粮鸿云项目位于四川省成都市锦江区汇源北路333号，项目类型为普通住宅，主力户型80平方米的两房和90平方米的三房。

总体而言，2015年公司土地储备以及项目开发的节奏加快，在售项目的签约金额较上年大幅增长，与此同时，受益于可结算收入的增加，公司房地产销售收入大幅增长。目前公司在深圳储备有若干个旧改的房地产项目，该等项目质量相对较好，未来有望给公司带来较好的收益。

2015年公司工业地产租赁业务规模进一步扩大，深圳城市更新旧改项目的建设取得了较大进展，另外公司拟通过收购股权的方式获得深圳梅林一宗一类工业用地，该地块具备更新改造的可能性，但交易尚待付款和交割仍存在不确定性

2015年公司新增租赁物业北京祥云国际项目商业及北京长阳1、5号地项目商业，受益于此，公司可供出租面积由2014年底的113.00万平方米增加至2015年末的129.61万平方米，租赁收入达到3.39亿元，较2014年增长33.99%，该部分收入对公司房地产业务形成了较好的补充。但由于新增租赁物业初期出租率不高且前期给予客户的免租期较长，但折旧成本正常发生，因此租赁业务毛利率由2014年的61.13%下降至39.44%。

表 8 2014-2015 年公司物业租赁情况

项目	2015 年	2014 年
可出租面积（万平方米）	129.61	113.00
出租率	98.00%	99.10%
租赁收入（亿元）	3.39	2.53

资料来源：公司提供

2015年以来公司名下城市更新旧改项目的建设取得了较大进展，其中深圳中粮凤凰里项目（原福永鹏丽项目）、深圳云景国际（光明新区公明创维项目）、深圳中粮紫云（宝安区22区城市更新项目、深圳祥云国际（爱联社区A区旧村改造项目）已先后办妥相关建设施工手续陆续开工，其中深圳中粮凤凰里项目于2015年5月开工建设，并于2015年12月3日取得预售许可证，截至2015年12月底，已完成预售面积4.14万平方米。宝安69区城市更新项目于2015年3月9日纳入更新单元（《2015年深圳市城市更新单元计划第一批计划》），并于2016年2月4日取得专项规划批复。根据深圳市规划和国土资源委员会关于批准《宝安区新安街道中粮69区工业园城市更新单元规划》的通知，宝安69区城市更新项目（69区创芯公园项目）拆除用地面积为28,357.9平方米，开发建设用地24,100.40平方米，计入容积率建筑面积142,210平方米。2015年7月14日，深圳市政府批准并公告《2015年深圳市城市更新单元计划第二批计划》，对深圳市宝安25区城市更新项目进行范围调整，将拟拆除重建用地面积调整为114,775平方米（2011年公告的拟拆除重建用地面积为112,489平方米）。目前该项目正在开展拆迁谈判、专项规划等前期工作。深圳中粮商务公园（宝安67区中粮产业园项目）土地性质为工业地产，业态包括办公、公寓及商铺，由于产权暂无法分割销售，该项目主要采用以租代售的方式经营，即采用一次性收取租金的方式长期出租，并签订租赁合同，可使用至2057年。整个项目占地面积3.60万平米，建筑面积10.80万平米，可租面积为10.80万平米，截至目前其中公寓部分已全部出租，剩余1.07万平方米部分目前正面向市场招租。

除此之外，2016年1月公司董事会通过关于公司全资子公司收购中国食品有限公司旗下子公司Prized Development Limit100%股权的关联交易议案，公司全资子公司Tops Properties Limited（华高置业有限公司，以下简称“华高置业”）于2015年12月31日与China Foods Limited（中国食品有限公司，以下简称“中国食品”）签订了《股权及债权转让协议》，华高置业拟收购中国食品持有的Prized Developments Limit（以下简称“PD公司”）100%的股权并收购中国食品对PD公司的债权，股权收购款和债权收购款合计61,100万元。目前关联交易事项已经公司董事会、股东大会以及中国食品董事会、股东会审议通过，尚待进

行付款和交割。PD公司持有的主要资产为中粮食品金帝（深圳）有限公司（以下简称“金帝食品”）100%股权。金帝食品是编号为B405-0029宗地以及其地上5栋建筑物的100%权利人。B405-0029地块位于深圳市福田区北环路梅林工业区，面积约28,409.50平方米。土地用途为工业土地，使用年限为50年，从1990年3月8日起至2040年3月7日止。房屋建筑面积为44,326.23平方米。土地和房屋均已取得房地产证，地块及建筑物不存在抵押、查封等其他项权。根据最新的法定图则，金帝食品所有的B405-0029地块被规划为一类工业用地，但沿街建筑允许部分改为商业用途，该地块具备依据法定图则的规定进行工业区更新改造的可能性。

2016年公司计划非公开发行普通股募集资金49.98亿元，用于收购相关房地产项目公司股权并为现有在建房地产项目提供融资，该事宜若能顺利实施有望扩大公司经营规模、缓解公司资金压力

为优化公司资本结构，继续做大做强主营业务，2016年公司拟向公司控股股东中粮集团在内的不超过10名（含10名）特定对象发行股票数量合计不超过508,957,160股（含508,957,160股），拟募集资金总额不超过499,795.93万元（含499,795.93万元）用于收购中粮地产投资（北京）有限公司（以下简称“中粮地产投资”）49.00%的股份、烟台中粮博瑞房地产开发有限公司（以下简称“烟台中粮博瑞”）100%的股份，并为深圳中粮紫云项目、深圳中粮云景国际项目建设提供建设资金合计17.00亿元，同时偿还银行贷款10.26亿元。

表9 计划非公开发行普通股募集资金用途（单位：万元）

项目	投资总额	拟使用募集资金
收购中粮地产投资 49%股权	107,219.76	107,219.76
收购烟台中粮博瑞 100%股权	39,951.51	39,951.51
深圳中粮祥云国际项目（一期）	302,402.27	80,000.00
深圳中粮紫云项目	390,398.09	140,000.00
深圳中粮云景国际项目	654,745.31	30,000.00
偿还银行贷款	102,624.66	102,624.66
合计	1,597,341.60	499,795.93

资料来源：公司提供

中粮地产投资是由中粮地产（北京）有限公司（公司全资子公司）于2008年7月在北京投资成立的有限责任公司，截至目前中粮地产（北京）有限公司持股比例为51.00%，中粮集团持股比例为49.00%，唯一的在建项目为北京祥云国际项目。该项目为含住宅、公寓

及商业配套设施的综合性房地产开发项目，规划用地面积约29.00万平方米，规划建筑面积约52.10万平方米，项目北侧为低密度住宅及17栋小高层住宅，南侧为商业配套区域，分为商业住宅部分及写字楼。商业配套设施有影院、超市、餐饮、咖啡厅、儿童乐园的，预计于2017年四季度竣工。

2015年及2016年1季度，中粮地产投资的主要财务数据如表10所示。截至2016年3月31日，中粮地产投资资产总额为350,355.58万元，其中流动资产193,167.00万元，非流动资产157,188.58万元，非流动资产占比为44.87%；负债总额为196,076.25万元，其中流动负债132,147.68万元，非流动负债63,928.56万元，非流动负债占比32.60%。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的以2015年12月31日为评估基准日的《中粮地产（北京）有限公司拟收购中粮地产投资（北京）有限公司股权项目评估报告》（中企华评报字（2016）第1030-01号，国务院国资委授权机构评估备案通过稿），采用资产基础法作为最终评估结果，中粮地产投资股东全部权益价值资产基础法评估结果为218,815.84万元，中粮地产投资49.00%股权评估价值为107,219.76万元。

表10 2015年及2016年1季度中粮地产投资主要财务数据（单位：万元）

项目	2016年一季度（未经审计）	2015年度（经审计）
营业收入	46,957.92	182,134.67
营业利润	9,093.64	24,588.27
归属母公司所有者净利润	6,820.23	18,454.96
经营活动现金流净额	-10,182.83	-15,977.12
投资活动现金流净额	-12.74	-166.28
筹资活动现金流净额	-5,459.80	14,388.55
现金及现金等价物净增加额	-15,655.37	-1,754.84

资料来源：公司提供

烟台中粮博瑞于2014年7月7日注册成立，主要负责烟台中粮朗云项目的开发建设和销售。烟台中粮朗云项目位于烟台经济技术开发区昆仑山路以东、车家村以西、秦淮河路以南、扬子江路以北，规划用地面积约5.80万平方米，规划建筑面积约16.00万平方米，项目包含住宅、商业、物业及配套用房。目前该项目处于建设开发阶段，并已于2015年5月1日开盘，目前仍处于预售阶段，尚未竣工交付。

2015年及2016年1季度，烟台中粮博瑞的主要财务数据如表11所示。截至2016年3月31日，烟台中粮博瑞资产总额为74,797.88万元，其中流动资产74,769.78万元，非流动资产28.09万元，非流动资产占比为0.04%；负债总额为52,601.54万元，均为流动负债。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的以2015年12月31日为评估基准日的《中粮地产（集团）股

份有限公司拟收购烟台中粮博瑞房地产开发有限公司股权评估项目评估报告》（中企华评报字（2016）第1030-02号，国务院国资委授权机构评估备案通过稿），采用资产基础法作为最终评估结果，烟台中粮博瑞股东全部权益价值资产基础法评估结果为39,951.51万元，烟台中粮博瑞100.00%股权评估价值为39,951.51万元。

表11 2015年及2016年1季度烟台中粮博瑞主要财务数据（单位：万元）

项目	2016年一季度（未经审计）	2015年度（经审计）
营业收入	-	-
营业利润	-424.32	-1,826.99
归属母公司所有者净利润	-424.33	-1,384.62
经营活动现金流净额	2,472.11	24,811.83
投资活动现金流净额	180.41	-2,459.58
筹资活动现金流净额	-	-291.86
现金及现金等价物净增加额	2,652.52	22,060.40

资料来源：公司提供

总之，此次非公开发行普通股若能顺利实施有望扩大公司经营规模、缓解公司资金压力，但该事宜能否获得中国证券监督管理委员会的审批存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的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2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表。2014年针对公司2013年度因执行《企业会计准则解释第6号》而发生的会计政策变更对2013年财务报表相关数据进行了追溯调整，因此2013年财务数据采用的是2014年财务报表的期初数或同期比较数据。

公司财务报表均按照新会计准则编制。2015年公司合并范围较上年增加6户，减少0户，具体如表1所示。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，结构上以在建、拟建及完工的商品房项目为主，整体资产流动性一般

随着利润的留存、负债规模的扩张以及子公司吸收少数股东投资收到的现金增加，跟踪期内公司资产规模仍保持快速增长态势，2016年3月末达到576.42亿元，较2014年末增长24.47%。结构上仍以在建、拟建和完工的房地产项目为主，且部分资产已用于借款抵押，流动性一般。

表 12 2014-2016 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,179,608.86	20.46%	933,298.77	16.87%	729,059.91	15.74%
其他应收款	268,746.12	4.66%	209,503.81	3.79%	42,784.59	0.92%
存货	3,721,013.98	64.55%	3,791,828.60	68.54%	3,267,327.10	70.55%
流动资产合计	5,189,810.54	90.04%	4,954,747.95	89.56%	4,066,430.23	87.81%
投资性房地产	374,585.62	6.50%	378,096.13	6.83%	279,703.50	6.04%
非流动资产合计	574,382.48	9.96%	577,417.15	10.44%	564,717.10	12.19%
资产总计	5,764,193.02	100.00%	5,532,165.10	100.00%	4,631,147.33	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。受益于商品房销售回款的增长以及外部融资规模的上升，跟踪期内公司货币资金余额进一步增加，2016年3月末达到117.96亿元，较2014年末增长61.80%，2015年末公司货币资金余额为93.33亿元，其中0.80亿元为深圳祥云国际项目回迁安置房建设基金（使用权受限）。其他应收款主要系与合作企业往来款、项目保证金及押金，2015年末该科目余额较2014年末增长389.67%，其中账龄一年以上的占比31.38%，快速增长的原因为本年度公司新增合营公司北京悦恒置业有限公司往来款，该部分款项2015年末账面余额为13.46亿元，金额较大需关注回收风险。存货主要由公司商品房开发业务的完工开发产品、在建开发产品和拟开发产品等构成，以在建开发产品为主，目前公司完工开发产品的项目包括长沙北纬28度一至四期、上海南桥半岛一至二期、成都祥云国际一至三期、北京祥云国际一至四期等，在建的开发产品包括深圳中粮凤凰里、深圳祥云国际、深圳云景国际等，拟建项目主要包括北京稻田项目、苏州中粮祥云、沈阳隆玺壹号三期住宅等，2015年由于公司新增北京稻田项目、苏州中粮祥云等项目土地储备，拟建开发产品较上年增长58.57%。截至2015年底由于预计可变现净值低于存货成本，公司对成都祥云国际、杭州云涛名苑、杭州方圆府、沈阳隆玺壹号合计计提存货跌价准备2.33亿元。2015年末公司存货中有账面价值为123.03亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面总价值的比重达37.66%。

表 13 2013-2015 年公司存货明细（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比
完工开发产品	736,908.24	19.43%	791,076.56	24.21%	479,873.27	16.44%
在建开发产品	2,342,588.39	61.78%	2,027,038.85	62.04%	2,255,085.47	77.28%
拟开发产品	712,303.33	18.79%	449,196.87	13.75%	182,678.54	6.26%
其他存货	28.64	0.00%	14.82	0.00%	599.06	0.02%
合计	3,791,828.60	100.00%	3,267,327.10	100.00%	2,918,236.34	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由投资性房地产构成。公司投资性房地产按成本模式进行后续计量，2015年末该科目余额较2014年末大幅增长，主要原因为本年深圳67区商务公园和北京祥云国际项目商业及北京长阳1、5号地项目商业完工转入，期末有账面价值为14.24亿元的资产已用于借款抵押，另外，期末投资性房地产中未办理产权证明的原值为11.51亿元，净值8.51亿元，分别占投资性房地产年末账面原值比例的24.04%，账面价值比例的22.50%。

总体而言，跟踪期内，公司资产规模快速增长，结构上以在建、拟建及完工的商品房项目为主，且存货、投资性房地产已用于借款抵押的资产占比较高，资产整体流动性一般。

资产运营效率

2015年公司存货去化速度及总资产的周转速度加快，与收入规模相近的同业公司相比，资产周转效率较好

2015年公司存货去化速度及总资产的周转速度加快，资产运营效率提升，主要原因为：（1）在竣工面积增加的带动下，公司房地产项目（含权益类项目）结算金额增长迅速，2015年达到129.53亿元，同比增长了34.37%，同时，公司结转的营业成本也相应增长，增长幅度达76.24%；（2）随着房地产市场行情的回暖，公司加大去库存力度，签约金额创新高。

与收入规模相近的同业上市公司相比，公司存货周转天数较小，资产运营效率较好。

表 14 2013-2015 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
存货周转天数	1,279.70	1,976.29	1,372.50
总资产周转天数	1,355.15	1,730.43	1,336.95

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

表 15 2013-2015 年公司与收入规模相近的同业上市公司存货周转天数比较（单位：天）

公司简称	2015 年
中粮地产	1,279.70
泛海控股	3,254.97
金融街	1,910.83
中天城投	1,144.31
金科股份	1,742.50
泰禾集团	1,916.93
滨江集团	1,338.29
新湖中宝	1,912.86
北京城建	2,365.31
世茂股份	920.95

资料来源：Wind 资讯

盈利能力

2015年公司收入水平大幅增长，但盈利能力下降，投资收益对利润的贡献幅度较大

2015年在国内一二线城市房地产市场回暖的情况下，公司加快推进商品房项目的竣工与销售，使得结算面积与结算金额增加，实现营业收入135.00亿元，同比增长49.32%。截至2015年末，公司预收款账余额为100.54亿元，该款项未来的结转可在一定程度上锁定公司的短期业绩。此外，公司目前在国内一线和二线城市在建和拟建项目较多，业务持续性较有保障。

2015年由于结转的高端房地产项目占比相对较低，公司综合毛利率较2014年下降了11.23个百分点。主要受其影响，2015年公司营业利润率由2014年的15.45%下降至10.27%。由于公司营业收入的增长幅度大于期间费用的增长幅度，2015年公司期间费用率较上年有所下降。

2015年公司获得投资收益88,263.33万元，该部分收益对公司利润水平形成了较好的补充，占本年度营业利润的比重达63.67%。其中持有合营及联营企业（即长期股权投资）贡献的投资收益为8,677.37万元（2014年为12,690.43万元），该部分收益未来预计仍具有一定持续性，处置可供出售金融资产等取得的投资收益为78,784.83万元（2014年为45,490.76元），截至2015年底公司可供出售的金融资产已不多，账面价值仅为3,518.00万元，为持有的按成本计量的上海中城联盟投资管理公司的股份，后续该部分投资收益持续性不强。

总体来看，2015年公司盈利能力有所下滑，利润一半以上来自投资收益，与收入规模

相近的上市房企相比，公司盈利能力一般，后续可持续获得的投资收益较少，利润有下滑的风险。

表 16 2014-2016 年 3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	318,224.94	1,349,954.27	904,083.32
投资收益	516.42	88,263.33	58,915.73
营业利润	64,210.45	138,620.27	139,713.75
期间费用	20,637.12	133,385.43	121,377.12
利润总额	64,352.53	140,053.03	140,622.84
净利润	44,833.04	100,122.23	90,280.82
综合毛利率	35.78%	26.45%	37.68%
期间费用率	6.49%	9.88%	13.43%
营业利润率	20.18%	10.27%	15.45%
总资产回报率	-	3.80%	4.21%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

表 17 2015 年公司与规模相近的同业上市公司盈利能力比较（单位：万元）

公司简称	营业收入	综合毛利率（%）	营业利润率（%）
中粮地产	134.9954	26.45	10.27
泛海控股	94.4049	48.16	33.56
金融街	155.6475	30.05	20.49
中天城投	153.8609	35.44	17.47
金科股份	193.9857	28.41	8.99
泰禾集团	148.1326	29.90	11.75
滨江集团	126.1756	32.27	16.38
新湖中宝	116.3630	25.70	12.97
北京城建	91.7820	38.41	20.58
世茂股份	150.3280	36.32	26.65

资料来源：Wind 资讯

现金流

2015 年公司积极拿地并加快开发，目前在建和拟建项目较多，后续面临较大的资金压力

2015 年随着国内一二线城市房地产市场的回暖，以及公司可售资源的增加，公司商品房项目回笼资金较快上升，同时收到的工程保证金及与业务相关的往来款项增加，使得经营活动现金流入明显上升。与此同时，公司积极拿地，同时加快推进项目开发投入，使得

土地价款及工程款项支出增加，且拍地押金及归还往来款也有所增加，现金流出规模巨大，经营活动现金流量净额为负。截至2015年末，公司在建和拟建项目较多，后续需投入的开发资金超过400.00亿元，预计未来仍面临较大的开发资金压力。

投资活动方面，2015年公司通过处置了剩余所持有的招商证券股份有限公司股份获得了较多的现金净流入，该部分现金与筹资活动所募集的资金一起为公司储备土地和房地产项目建设提供了较好的资金支持。

筹资活动方面，为支持土地储备计划的实施与加快推进项目的开发，公司继续通过引入外部资金方共同开发、借入银行贷款等多种外部融资方式筹集资金，使得筹资活动表现为31.82亿元的现金净流入。

表 18 2014-2016 年 3 月公司主要现金流量指标（单位：万元）

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	363,715.43	1,608,518.37	999,997.95
收到其他与经营活动有关的现金	183,229.26	1,190,130.36	397,387.56
经营活动产生的现金流入小计	546,944.69	2,798,648.73	1,397,385.51
购买商品、接受劳务支付的现金	268,245.70	1,260,251.08	724,906.06
支付其他与经营活动有关的现金	247,174.25	1,455,080.17	684,730.64
经营活动产生的现金流出小计	581,690.82	2,980,271.02	1,603,567.94
经营活动产生的现金流量净额	-34,746.13	-181,622.29	-206,182.43
投资活动产生的现金流量净额	-8,885.19	65,644.53	-5,974.21
筹资活动产生的现金流量净额	289,941.41	318,157.08	349,985.83
现金及现金等价物净增加额	246,310.09	202,234.77	137,832.27

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司负债规模增长迅速，债务压力增加

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司负债水平快速攀升，2016年3月末达到461.08亿元，较2014年末增长了29.35%，但所有者权益主要依赖利润留存增加增长较为缓慢，受此影响，跟踪期内，公司产权比率提升迅速，由2014年末的334.24%提升至2016年3月末的399.75%，所有者权益对债务的保障能力有所弱化。

表 19 2014-2016 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	4,610,769.73	4,423,574.85	3,564,643.55
所有者权益	1,153,423.28	1,108,590.24	1,066,503.78

产权比率	399.75%	399.03%	334.24%
------	---------	---------	---------

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

有息负债依然是公司偿债压力的主要来源，2016年3月末公司有息债务达到291.23亿元，较2014年末增长36.90%。截至2015年末公司有息债务为258.67亿元，其中短期借款57.25亿元，均为信用借款，长期借款129.20亿元，其中23.47亿元为信用借款，其他为保证、抵押和质押借款。

表 20 2014-2016 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	541,500.00	11.74%	572,500.00	12.94%	604,000.00	16.94%
应付账款	336,742.79	7.30%	516,654.90	11.68%	349,868.17	9.81%
预收款项	1,045,353.17	22.67%	1,004,175.49	22.70%	840,906.34	23.59%
其他应付款	139,047.38	3.02%	145,209.43	3.28%	144,836.71	4.06%
一年内到期的非流动负债	210,025.47	4.56%	305,075.47	6.90%	316,330.00	8.87%
流动负债合计	2,372,626.59	51.46%	2,649,040.45	59.88%	2,366,095.15	66.38%
长期借款	1,743,495.33	37.81%	1,292,028.60	29.21%	1,042,157.66	29.24%
应付债券	377,291.38	8.18%	377,118.78	8.53%	119,311.50	3.35%
递延收益	103,263.77	2.24%	91,289.12	2.06%	212.96	0.01%
非流动负债合计	2,238,143.15	48.54%	1,774,534.41	40.12%	1,198,548.40	33.62%
负债合计	4,610,769.73	100.00%	4,423,574.85	100.00%	3,564,643.55	100.00%
有息债务	2,912,312.18	63.16%	2,586,722.85	58.48%	2,127,299.16	59.68%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

此外，公司应付账款主要系应付工程款及工程保证金，预收款项主要为商品房预售房款，无实际支付压力，2015年末公司预收款项余额为100.42亿元，其中天津中粮大道的预收房款为13.33亿元，北京长阳半岛25.54亿元，南京中粮鸿云坊4.92亿元，成都祥云国际5.60亿元。其他应付款系公司与北京中粮万科置业有限公司、北京名都房地产开发有限公司、广州市鹏万房地产有限公司等单位的往来款及保证金、押金等。

2015年由于所有者权益的增长幅度不如负债规模的增长幅度，公司资产负债率与剔除预收款项后的资产负债率均有所提升，与收入规模相近的同业上市公司相比，处于相对适中水平。因流动资产的增加与负债期限结构的调整，2014年以来公司流动比率、速动比率逐步改善，2016年3月末分别达到2.19、0.62，与收入规模相近的其他上市房企相比处于适中水平。

随着利润水平的总体上升，2015年EBITDA进一步提升，但由于负债规模大幅攀升带

来的利息支出大幅增长，EBITDA利息保障倍数有所下降。

表 21 2014-2016 年 3 月公司主要偿债能力指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	79.99%	79.96%	76.97%
剔除预收款项后的资产负债率	75.56%	75.52%	71.86%
流动比率	2.19	1.87	1.72
速动比率	0.62	0.44	0.34
EBITDA（万元）	-	211,024.64	195,192.91
EBITDA 利息保障倍数	-	1.32	1.35

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

表 22 2015 年公司与收入规模相近的同业上市公司负债水平比较

公司简称	资产负债率（%）	剔除预收款项的资产负债率（%）	流动比率	速动比率
中粮地产	79.96	75.52	1.87	0.44
泛海控股	87.19	86.58	2.07	1.01
金融街	72.56	70.12	3.10	0.67
中天城投	76.61	70.75	1.51	0.37
金科股份	83.95	77.76	1.44	0.25
泰禾集团	79.87	75.39	2.24	0.48
滨江集团	74.11	55.60	1.55	0.33
新湖中宝	71.48	68.10	1.99	0.62
北京城建	68.13	62.53	1.96	0.37
世茂股份	62.27	58.43	1.38	0.44

资料来源：Wind 资讯

六、评级结论

2015年公司房地产开发业务经营状况较好、项目储备较多，短中期业绩较有保障、租赁业务收入进一步增长。但我们也关注到公司在建与拟建项目尚需投入资金量较大，面临一定资金压力，后续可持续获得的投资收益较少，利润有下滑的风险、负债水平较快速攀升，面临一定的债务压力等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	1,179,608.86	933,298.77	729,059.91	692,505.88
应收票据	0.00	200.00	0.00	0.00
应收账款	16,426.02	16,026.43	22,683.55	19,517.43
预付款项	4,015.56	3,890.33	4,575.07	10,820.10
其他应收款	268,746.12	209,503.81	42,784.59	56,350.65
存货	3,721,013.98	3,791,828.60	3,267,327.10	2,918,236.34
流动资产合计	5,189,810.54	4,954,747.95	4,066,430.23	3,697,430.40
可供出售金融资产	3,518.00	3,518.00	83,707.77	83,865.78
长期应收款	5,340.29	5,340.29	715.67	65.26
长期股权投资	57,585.15	57,068.73	48,391.37	81,647.87
投资性房地产	374,585.62	378,096.13	279,703.50	75,935.22
固定资产	56,076.30	56,687.66	58,733.18	59,133.10
在建工程	0.00	0.00	26,510.59	5,887.62
无形资产	3,440.19	3,454.76	6,176.38	5,987.01
商誉	16,118.40	16,118.40	16,118.40	8,553.94
长期待摊费用	1,570.90	1,123.33	2,115.92	3,012.05
递延所得税资产	56,147.62	56,009.85	42,544.33	38,753.46
非流动资产合计	574,382.48	577,417.15	564,717.10	362,841.31
资产总计	5,764,193.02	5,532,165.10	4,631,147.33	4,060,271.72
短期借款	541,500.00	572,500.00	604,000.00	814,600.00
应付账款	336,742.79	516,654.90	349,868.17	360,201.39
预收款项	1,045,353.17	1,004,175.49	840,906.34	685,564.73
应付职工薪酬	6,809.46	12,875.41	11,627.06	9,065.95
应交税费	73,416.83	78,142.16	88,670.62	70,117.11
应付利息	18,526.72	13,202.83	9,701.49	7,092.25
应付股利	1,204.76	1,204.76	154.76	154.76
其他应付款	139,047.38	145,209.43	144,836.71	384,383.72
一年内到期的非流动负债	210,025.47	305,075.47	316,330.00	133,400.00
流动负债合计	2,372,626.59	2,649,040.45	2,366,095.15	2,464,579.90
长期借款	1,743,495.33	1,292,028.60	1,042,157.66	559,187.36
应付债券	377,291.38	377,118.78	119,311.50	119,148.31

长期应付款	0.00	0.00	0.00	32.44
预计负债	0.00	0.00	0.00	128.01
递延所得税负债	14,092.66	14,097.91	36,866.27	19,938.68
递延收益	103,263.77	91,289.12	212.96	217.40
非流动负债合计	2,238,143.15	1,774,534.41	1,198,548.40	698,652.19
负债合计	4,610,769.73	4,423,574.85	3,564,643.55	3,163,232.09
实收资本(或股本)	181,373.16	181,373.16	181,373.16	181,373.16
资本公积金	27,967.23	27,967.23	26,049.37	25,885.69
其它综合收益	224.36	224.36	57,912.55	54,777.20
盈余公积金	92,554.60	92,554.60	77,373.25	62,520.78
未分配利润	314,784.98	295,737.52	255,774.00	216,215.03
归属于母公司所有者权益合计	616,904.33	597,856.87	598,482.33	540,771.85
少数股东权益	536,518.95	510,733.38	468,021.45	356,267.77
所有者权益合计	1,153,423.28	1,108,590.24	1,066,503.78	897,039.63
负债和所有者权益总计	5,764,193.02	5,532,165.10	4,631,147.33	4,060,271.72

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	318,224.94	1,349,954.27	904,083.32	1,017,864.01
营业收入	318,224.94	1,349,954.27	904,083.32	1,017,864.01
二、营业总成本	254,530.91	1,299,597.33	823,285.31	931,272.85
营业成本	204,356.16	992,930.26	563,380.92	709,908.67
营业税金及附加	28,904.85	148,131.77	113,092.60	103,960.32
销售费用	3,495.55	49,641.35	48,689.96	42,421.93
管理费用	5,592.28	35,983.95	33,767.88	30,718.16
财务费用	11,549.29	47,760.13	38,919.28	43,867.55
资产减值损失	632.78	25,149.87	25,434.67	396.22
投资收益	516.42	88,263.33	58,915.73	35,869.42
三、营业利润	64,210.45	138,620.27	139,713.75	122,460.58
加：营业外收入	180.38	3,800.11	2,485.95	2,310.91
减：营业外支出	38.31	2,367.35	1,576.86	2,128.00
其中：非流动资产 处置净损失	0.25	1,547.01	45.64	157.03
四、利润总额	64,352.53	140,053.03	140,622.84	122,643.48
减：所得税	19,519.49	39,930.80	50,342.01	30,724.83
五、净利润	44,833.04	100,122.23	90,280.82	91,918.65

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	363,715.43	1,608,518.37	999,997.95	1,083,527.63
收到其他与经营活动有关的现金	183,229.26	1,190,130.36	397,387.56	513,308.29
经营活动现金流入小计	546,944.69	2,798,648.73	1,397,385.51	1,596,835.92
购买商品、接受劳务支付的现金	268,245.70	1,260,251.08	724,906.06	977,638.70
支付给职工以及为职工支付的现金	12,360.33	41,781.02	37,195.11	38,065.12
支付的各项税费	53,910.54	223,158.75	156,736.13	133,216.41
支付其他与经营活动有关的现金	247,174.25	1,455,080.17	684,730.64	776,105.68
经营活动现金流出小计	581,690.82	2,980,271.02	1,603,567.94	1,925,025.92
经营活动产生的现金流量净额	-34,746.13	-181,622.29	-206,182.43	-328,190.00
收回投资收到的现金	0.00	82,316.01	49,843.18	13,873.82
取得投资收益收到的现金	0.00	791.13	1,097.63	1,070.55
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.34	2,583.72	28,251.03	37,841.60
投资活动现金流入小计	0.34	85,690.85	79,191.83	52,785.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,885.54	18,668.33	23,323.43	9,629.28
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	10,828.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	1,378.00	61,842.62	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	834.44
投资活动现金流出小计	8,885.54	20,046.33	85,166.04	21,291.72
投资活动产生的现金流量净额	-8,885.19	65,644.53	-5,974.21	31,494.25
吸收投资收到的现金	0.00	107,900.00	78,400.00	61,250.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	107,900.00	78,400.00	61,250.00
取得借款收到的现金	503,982.75	1,331,911.24	1,365,942.81	1,245,728.90
发行债券收到的现金	0.00	258,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	503,982.75	1,697,811.24	1,444,342.81	1,306,978.90
偿还债务支付的现金	178,566.02	1,124,794.84	957,642.50	873,431.03
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33,975.33	207,118.96	133,768.78	132,876.42
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	55,867.91	809.20	26,013.09
支付其他与筹资活动有关的现金	1,500.00	47,740.36	2,945.70	3,097.78
筹资活动现金流出小计	214,041.34	1,379,654.16	1,094,356.98	1,009,405.22
筹资活动产生的现金流量净额	289,941.41	318,157.08	349,985.83	297,573.67

汇率变动对现金的影响	0.00	55.44	3.07	-2.05
现金及现金等价物净增加额	246,310.09	202,234.77	137,832.27	875.88
期初现金及现金等价物余额	925,273.39	723,038.62	585,206.35	584,330.48
期末现金及现金等价物余额	1,171,583.47	925,273.39	723,038.62	585,206.35

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	100,122.23	90,280.82	91,918.65
加：资产减值准备	25,149.87	25,434.67	396.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,633.73	9,881.96	10,744.23
无形资产摊销	1,235.49	229.91	144.53
长期待摊费用摊销	1,189.93	2,298.25	4,005.95
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-818.18	-28,034.47	-37,374.44
固定资产报废损失	6.89	1.31	145.95
财务费用	52,912.46	42,159.95	46,039.95
投资损失	-88,263.33	-58,915.73	-35,869.42
递延所得税资产减少	-13,465.52	-3,790.87	-26,546.03
递延所得税负债增加	-3,603.71	15,878.99	-396.61
存货的减少	-530,240.31	-301,919.57	-418,207.58
经营性应收项目的减少	-166,008.81	15,984.09	43,481.14
经营性应付项目的增加	424,526.97	-15,671.74	-6,672.53
经营活动产生的现金流量净额	-181,622.29	-206,182.43	-328,190.00

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

附录四 2015年公司各项目的签约及结算情况

项目	签约面积 (万平方米)	签约金额 (万元)	结算面积 (万平方米)
北京祥云国际	5.33	108,168.29	8.81
北京长阳一号地、五号地	13.6	356,755.21	9.17
北京中粮瑞府	4.39	93,787.27	-
上海翡翠别墅	1.35	32,617.68	1.49
上海南桥半岛	1.92	40,072.15	5.26
中粮凤凰里	4.14	137,947.79	-
深圳中粮锦云	0.42	12,769.93	0.62
深圳中粮鸿云	0.03	719.03	0.03
深圳一品澜山	4.35	57,991.01	2.97
成都御嶺湾	1.35	21,749.31	0.73
成都祥云国际	1.45	14,041.43	6.19
成都中粮锦云	9.11	95,752.37	8.6
成都中粮鸿云	8.83	100,214.76	-
成都香榭丽都	0.4	3,528.54	0.39
成都香颂丽都	5.41	61,061.81	8.01
沈阳中粮隆玺	6.71	70,559.72	4.27
天津中粮大道	3.41	79,543.52	7.63
南京颐和南园	-	-	0.02
南京彩云居	0.05	239	0.06
南京中粮鸿云坊	9.43	128,160.00	-
杭州云涛名苑	1.45	16,210.22	2.44
杭州方圆府	3.24	58,289.23	4.91
长沙北纬 28 度	4.95	21,250.61	10.31
广州金域蓝湾（按权益计）	0.16	2,682.54	0.32
北京长阳三号地南侧地块（按权益计）	-	-	0.02
合计	91.48	1,514,111.42	82.25

资料来源：公司提供

附录五 截至2015年底公司各项目的总投资、已投资、可售面积、累计已签约面积等（单位：万元，万平方米）

项目状态	具体项目	权益比例	计容建筑面积	预计总投资金额	实际投资金额	可供出售面积	累计已签约面积
已竣工项目							
竣工	南京彩云居	100%	7.46	73,513.00	65,477.71	7.51	7.55
竣工	杭州云涛名苑	100%	8.94	146,187.00	127,533.62	8.85	7.45
竣工	杭州方圆府	100%	9.45	208,789.00	183,424.66	9.22	8.44
竣工	深圳中粮鸿云	100%	6.79	67,929.25	62,831.38	6.70	6.68
竣工	深圳中粮锦云	100%	14.78	166,024.00	129,111.60	13.44	13.25
竣工	深圳一品澜山	100%	12.22	155,598.00	153,905.90	11.67	8.47
竣工	广州金域蓝湾	50%	43.4	436,591.45	436,722.41	43.40	22.78
竣工	上海翡翠别墅	51%	19.9	317,811.00	307,558.01	23.10	20.35
竣工	成都中粮锦云	51%	18.17	270,364.00	237,993.37	23.51	16.58
竣工	成都祥云国际	70%	22.47	274,360.00	278,320.32	33.67	26.90
竣工	成都香榭丽都	100%	5.88	76,793.49	85,192.86	8.67	8.40
竣工	成都香颂丽都	61.45%	10.33	125,256.00	102,952.35	13.62	9.57
小计			179.79	2,319,216.19	2,171,024.19	203.36	156.42
在建项目							
在建	北京祥云国际	51%	52.08	825,052.00	813,079.03	44.69	39.33
在建	北京长阳一号地、五号地	50%	85.25	1,296,556.65	1,091,412.09	77.88	69.25
在建	北京中粮瑞府	51%	8.17	440,883.00	339,122.11	7.60	4.39
在建	北京长阳三号地南侧地块	50%	15.80	192,545.48	188,671.43	-	7.05
在建	上海南桥半岛	100%	20.14	289,421.00	222,783.41	18.85	10.42
在建	深圳中粮紫云	100%	16.85	390,398.09	137,279.44		0.00
在建	深圳中粮凤凰里	100%	12.78	135,136.00	81,797.33	12.43	4.14
在建	深圳祥云国际	51%	20.7	542,643.00	127,480.34	-	-
在建	深圳云景国际	51%	42.32	654,745.31	333,933.34	-	-
在建	成都御嶺湾	100%	24.96	252,352.00	233,446.39	22.24	12.20
在建	成都中粮鸿云	51%	19.29	263,039.00	188,769.84	25.89	8.83
在建	沈阳中粮隆玺	65%	67.31	877,470.00	566,718.34	66.00	30.03
在建	天津中粮大道	90%	75.5	1,630,367.92	332,393.05	22.72	10.15
在建	南京中粮祥云	51%	18.61	264,540.38	127,415.61	-	-

在建	南京颐和南园	90%	30.21	170,449.76	155,414.15	27.27	27.17
在建	南京中粮鸿云坊	100%	31.89	467,558.00	348,424.01	29.33	16.12
在建	长沙北纬 28 度	98%	78.33	405,896.36	234,755.35	78.49	26.28
小计			620.19	9,099,053.95	5,522,895.26	433.39	265.36
拟建项目							
拟建	北京阎村项目	30%	19.21	-	-	-	0.00
拟建	北京稻田项目	70%	16.38	-	421,279.52	-	0.00
拟建	北京南苑项目	34%	25.42	1,540,017.00	859,500.42	-	0.00
拟建	苏州中粮祥云国际	51%	22.48	311,566.00	164,099.24	-	0.00
小计			83.49	-	-	-	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	79.99%	79.96%	76.97%
剔除预收账款后的资产负债率	75.56%	75.52%	71.86%
流动比率	2.19	1.87	1.72
速动比率	0.62	0.44	0.34
有息债务（万元）	2,912,312.18	2,586,722.85	2,127,299.16
综合毛利率	35.78%	26.45%	37.68%
总资产回报率	-	3.80%	4.21%
EBITDA（万元）	-	211,024.64	195,192.91
EBITDA 利息保障倍数	-	1.32	1.35
产权比率	399.75%	399.03%	334.24%
期间费用率	6.49%	9.88%	13.43%
营业利润率	20.18%	10.27%	15.45%
存货周转天数	-	1,279.70	1,976.29
总资产周转天数	-	1,355.15	1,730.43

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+其他应付款中的有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。