



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪065号

中粮地产（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2008年中粮地产（集团）股份有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年四月二十六日

2008 年中粮地产(集团)股份有限公司公司债券跟踪评级报告(2017)

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	2016/05/24		
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	2014	2015	2016
所有者权益(亿元)	106.65	112.35	112.88
总资产(亿元)	463.11	570.23	612.77
总债务(亿元)	208.18	254.87	241.80
营业总收入(亿元)	90.41	137.25	180.25
营业毛利率(%)	37.68	26.40	34.26
EBITDA(亿元)	19.52	20.20	30.76
所有者权益收益率(%)	8.47	8.27	11.81
资产负债率(%)	76.97	80.30	81.58
净负债率(%)	126.84	140.84	93.53
总债务/EBITDA(X)	10.67	12.62	7.86
EBITDA 利息倍数(X)	1.35	1.26	2.03
中国建设银行	2014	2015	2016
资产总额(亿元)	167,441.30	183,494.89	209,637.05
净利润(亿元)	2,282.47	2,288.86	2,323.89
平均资本回报率(%)	19.62	16.97	15.08
平均资产回报率(%)	1.42	1.30	1.16
不良贷款率(%)	1.19	1.58	1.52
拨备覆盖率(%)	222.33	151.06	150.36
资本充足率(%)	14.87	15.39	14.94

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 2015 年数据为 2016 年年初重述数，2014 年数据为追溯调整前数据。

分析师

解晓峰 xtxie@ccxr.com.cn

蒋 雁 tjiang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 26 日

基本观点

2016 年，在房地产行业宽松的政策环境背景下，中粮地产(集团)股份有限公司(以下简称“中粮地产”或“公司”)房地产开发业务销售业绩稳步提升，目前项目储备区域布局良好，同时深圳的城市更新项目顺利奠定公司后续发展潜力，2016 年公司盈利能力及偿债能力均提升较多。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司未来资金需求压力较高等因素可能对公司信用水平带来挑战。

中诚信证评将维持公司主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定，维持“2008 年中粮地产(集团)股份有限公司公司债券”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

- 销售业绩稳步提升，且目前项目区域布局良好。得益于公司项目处于良好的区域布局，2016 年销售金额和结算金额双双提升；同时，公司当年新增项目多位于北京、上海及深圳，使得期末在建及拟建项目亦多位于一线及市场环境较好的重点二线城市，良好的区域分布有助于公司保持稳健发展态势。
- 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 114.47 万平方米可租面积的工业厂房物业，每年可为公司提供稳定的租金收入和现金流。同时，由于前期工业物业纳入城市更新的项目进展顺利，公司申报的深圳宝安 25 区项目增值空间较大，随着更多城市更新项目的获取及顺利推进，公司后续发展潜力较大。
- 盈利能力和偿债能力有所提升。受益于收入规模的大幅增加、初始获利空间的回升以及期间费用控制能力的强化，2016 年公司盈利能力提升较多；同时，经营性现金流大幅改善，手

持货币资金充裕，能够对其债务本息形成良好覆盖，公司整体偿债能力亦得到提升。

关 注

- 公司未来资金需求压力较高。截至 2016 年末，公司的在建及拟建项目总投资合计约 1,302.41 亿元，尚需资金投入 400.47 亿元，未来存在较高的资本支出压力。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

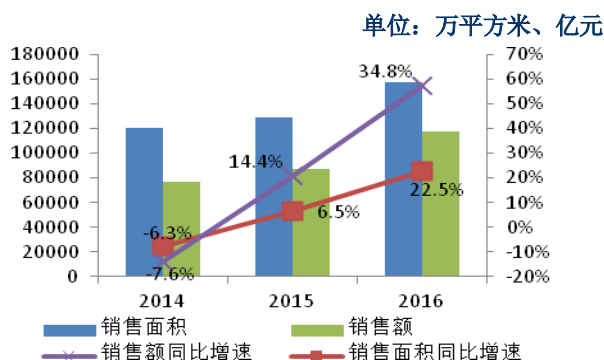
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市的商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上

涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年销售额300亿元以上房企已完成及正在进行的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企上榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿大幅增至647亿，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

业务运营

得益于公司在北京、深圳及南京等房价上涨较快区域的商品房结算占比大幅提升，2016年公司实现营业收入180.25亿元，同比增加31.34%。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。2016年公司实现商品房销售收入171.72亿元，同比上升33.25%，占营业收入比重为95.27%。此外，公司持有可供出租工业物业以及商铺写字楼，能为公司提供较为稳定的租金收入，2016年公司实现房屋租赁收入4.48亿元，同比增长30.06%，主要系北京祥云小镇租金收入增加所致。同时，随着当年新增住宅项目结转交付，公司物业管理收入同比增加36.81%，对公司收入亦形成一定补充。

表 1：2016 年公司主营业务收入构成

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	171.72	33.25%	95.27%
房屋租赁	4.48	30.06%	2.49%
物业管理	1.59	36.81%	0.88%
其他	2.46	-34.63%	1.37%
合计	180.25	31.34%	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年受整体政策环境宽松以及区域分化进一步显著影响，公司依托品牌影响力及合理优质的项目布局，房地产开发业务收入显著上升。

从项目销售情况看，2016 年得益于政策的进一步宽松和区域分化进一步加剧，公司借助其优质的项目资源分布，销售业绩实现较大幅度增长。2016 年全年公司实现签约销售面积 93.16 万平方米，同比减少 6.73%，但得益于当年销售均价较上年提升 5,728.88 元/平方米，签约销售金额为 199.62 亿元，同比增长 27.30%。公司 2016 年签约销售分布于一线和重点二线共 12 个城市，其中深圳、北京、上海和广州的签约销售金额在公司总销售金额中占比分别为 34.02%、23.73%、1.28%和 0.03%，上述一线城市的销售占比合计 59.06%，其中 2016 年公司在深圳等房价上涨较快区域的销售金额占比提升较大；另外，重点二线城市如南京、成都、苏州、天津、沈阳和长沙的销售占比分别为 14.95%、8.36%、5.12%、3.90%、3.38%和 3.24%。

表 2：2015、2016 年公司销售物业城市分布情况

单位：亿元、%、万平方米

城市	2015 年			2016 年		
	销售金额	销售占比	销售面积	销售金额	销售占比	销售面积
北京	55.87	35.63	23.32	47.38	23.73	14.13
上海	7.27	4.64	3.27	2.55	1.28	0.74
深圳	20.94	13.35	8.94	67.92	34.02	17.75
成都	29.63	18.90	26.55	16.68	8.36	15.42
沈阳	7.06	4.50	6.71	6.74	3.38	5.58
天津	7.95	5.07	3.41	7.78	3.90	3.06
南京	12.84	8.19	9.48	29.84	14.95	14.6
长沙	2.13	1.36	4.95	6.47	3.24	11.4
苏州	-	-	-	10.23	5.12	5.55
杭州	7.45	4.75	4.69	1.33	0.67	1.68
广州	0.27	0.17	0.16	0.05	0.03	0.02
烟台	5.4	3.44	8.4	2.66	1.33	3.23
合计	156.81	100.00	99.88	199.63	100.00	93.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售结算方面，公司 2016 年结算面积为 98.38 万平方米，同比上升 19.61%，由于当年结算区域多集中在北京、深圳和南京等重点城市，结算均价为 17,459.85 元/平方米，较上年增加 1,711.52 元/平方

米，故当年结算金额达 171.77 亿元，同比上升 32.61%。此外，2016 年公司已售待结转面积为 81.37 万平方米，较大规模的待结算资源可为公司未来业绩形成一定保障。

表 3：2014~2016 年公司项目运营情况

单位：万平方米、亿元

	2014	2015	2016	2016 年同比变化
结算面积	54.97	82.25	98.38	19.61%
结算金额	96.40	129.53	171.77	32.61%
销售面积	69.82	99.88	93.16	-6.73%
销售金额	108.50	156.81	199.62	27.30%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司对部分项目进行优化调整，新开工进度慢于预期；同时，公司继续通过在土地招拍挂市场联合拿地、股权收购以及城市更新等多样化模式积极增加土地储备。

2016 年公司顺应市场变动情况对部分项目的规划设计方案进行了调整和优化，导致部分项目的新开工进度慢于预期。2016 年公司原计划新开工住宅面积 104.01 万平方米，公司实际新开工面积为 67.66 万平方米，较上年减少 3.40%，2016 年新开工项目主要为北京稻田项目、深圳云景国际、成都中粮祥云里、南京中粮祥云、长沙北纬 28 度和苏州中粮祥云国际等项目。公司 2017 年计划新开工项目 10 个，新开工面积 139.68 万平米，比去年计划开工面积增加 34.29%。

表 4：2016 年公司项目开工情况及 2017 年计划

单位：万平方米、个

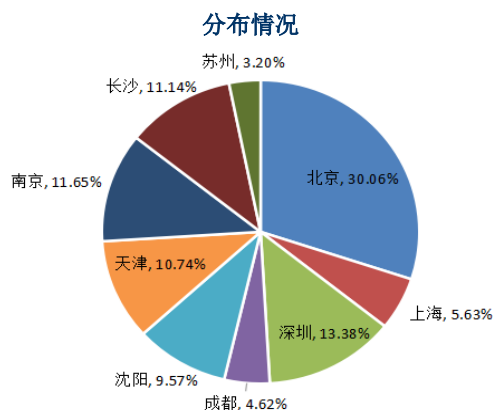
	2016 年	2017 年全年计划
项目数量	6.00	10.00
新开工面积	67.66	139.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司在建拟建项目共 23 个，规划总建筑面积为 702.99 万平方米（按权益计 653.73 万平方米），较上年基本持平；在建拟建项目总投资合计约 1,302.41 亿元，尚需资金投入约 400.47 亿元，后期仍有一定资金投入压力。从项目的区域分布来看，2016 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 30.06%；其次为深圳，占比为 13.38%；上海占

比为 5.63%。一线城市在建拟建建筑面积合计占比达 49.07%；二线城市中，公司在建拟建项目建筑面积占比达到 10%以上的地区有南京、天津和长沙等城市。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，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 2：2016 年末公司在建及拟建项目规划建筑面积



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

项目储备方面，公司通过在土地招拍挂市场联合拿地、股权收购以及城市更新等多样化模式积极增加土地储备。2016 年公司新拓展 7 个土地项目，新拓展项目数量较上年增加，分别为成都祥云里、上海新场、上海顾村、北京永丰、北京青龙湖、烟台中粮朗云和深圳 69 区创芯公园。上述新增土地储备规划计容建筑面积 77.95 万平方米，同比下降 23.65%，权益计容建筑面积 49.35 万平方米，新增土地折合楼面均价 21,641 元/平方米，同比上升 21.22%，新增土地储备金额 168.69 亿元，较上年有所收缩。其中，北京青龙湖、烟台中粮朗云系通过股权收购模式获取，权益占比分别为 20%和 100%；深圳 69 区创芯公园系通过城市更新方式获取。此外，公司还通过股权收购的方式，以 6.11 亿元获取位于深圳梅林工业区的土地（占地面积约 2.84 万平方米，按权益计 2.84 万平方米），通过联合合作方以 10.8 亿元（公司权益比例为 50%）获得位于深圳宝安区西乡街道固戍开发区的土地（占地面积约 9.9 万平方米，按权益计 4.45 万平方米），上述地块具备依据法定图则的规定进行工业区更新改造的可行性，公司未来将进行“城市更新”申报并进行项目开发。

表 5：2015 年和 2016 年公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

	2015 年	2016 年
当年新拓展项目	5.00	7.00
当年新增土地计容建筑面积	102.1	77.95
当年新增土地折合楼面均价	17,852	21,641
当年新增土地金额	182.27	168.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司物业租赁情况良好，租金收入保持稳定增长，而随着公司工业地产旧城改造项目的顺利推进，未来有望成为公司新的收入和利润来源。

公司可出租物业主包括位于深圳宝安区工业

表 6：2016 年末公司物业租赁情况

单位：万平方米、%、万元

经营性物业项目	业态	所在区域	可租面积	出租率	租金收入
宝安福永东芝泰格厂房，大洋华丰厂房，67 区中粮商务公园等	工业厂房及配套	深圳	114.47	98.17	25,833.48
宝安三区中心大厦	写字楼	深圳	2.67	97.76	2,301.50
北京祥云小镇，北京长阳半岛广场，成都地下商街，深圳宝河等	商铺	北京、成都、深圳	17.06	95.37	16,711.16
合计	-	-	134.2	-	44,846.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

借助于深圳市城市更新政策与相关规划，公司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，已被纳入更新改造的项目有天悦壹号（原中粮紫云，深圳宝安 22 区项目）和 69 区创芯公园（原“中粮 69 区工业园”）；另外，公司此前还通过收购方式取得城市更新项目，包括深圳祥云国际和深圳云景国际等。截至 2016 年末，天悦壹号、69 区创新公园、祥云国际和云景国际已分别完成开发进度 62.58%、21.51%、33.25%和 67.42%，其中天悦壹号、云景国际已于 2016 年开盘销售，祥云国际、69 区创芯公园预计于 2017 年开盘销售。同时，公司已申报了深圳宝安 25 区城市更新项目，目前尚未取得规划证；此外，公司通过股权收购方式获取的位于深圳梅林工业区的土地以及位于深圳宝安区西乡街道固戍开发区的土地，亦具备依据法定图则的规定进行工业区更新改造的可行性。总的来看，城市更新改造项目未来增值空间大，或将为公司提供新的收入和利润来源。

厂房与配套物业、写字楼以及位于北京、深圳和成都的商铺，截至 2016 年末公司工业厂房及配套物业可租面积 114.47 万平方米，写字楼可租面积 2.67 万平方米。同时，公司持有部分开发商品房底层、临街商铺与地下商街等，2016 年末公司商铺可租面积合计 17.06 万平方米。公司持有的物业一直保持着较高的出租率，2016 年末公司工业厂房及配套、写字楼和商铺出租率分别为 98.17%、97.76%和 95.37%。2016 年公司共实现租金收入 4.48 亿元，同比增加 30.06%，主要得益于北京祥云小镇租金收入同比增加 0.52 亿元。

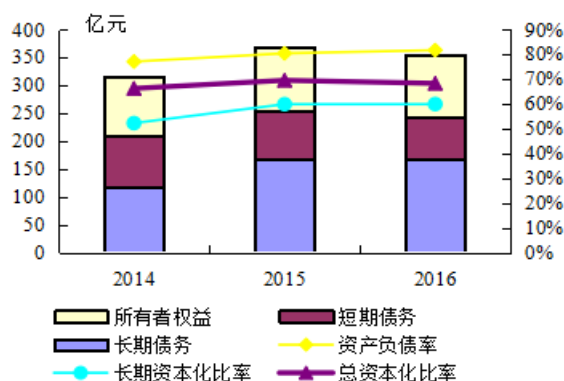
财务分析

以下分析基于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 2014~2016 年度财务报告。公司财务报表均依照新会计准则进行编制，其中 2015 年数据为 2016 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 2016 年末，公司总资产为 612.77 亿元，较上年同期增长了 7.46%，主要系货币资金增加，其他应收款增加以及通过新增或追加长期股权投资方式增加对合营、联营公司投资及新增长期委托贷款予合营公司合作开发项目等所致。负债方面，由于公司预售款项大幅增长导致当期负债规模继续扩大，年末负债总额达到 499.89 亿元，同比增长 9.18%。同时，得益于当期股权合作带来少数股东权益的增长，2016 年末公司所有者权益合计为 112.88 亿元，同比增长 0.74%。

图 3：2014~2016 年末公司资本结构分析

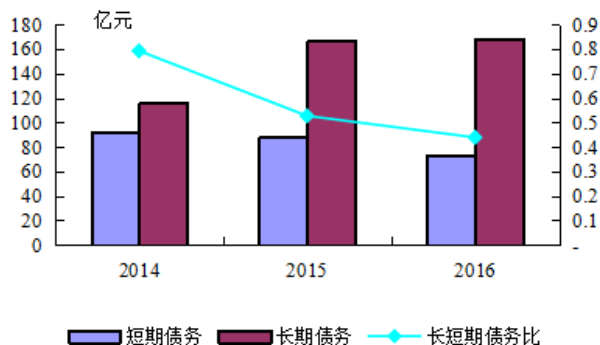


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率为 81.58%，同比上年略增了 1.28 个百分点；同期，净负债率为 93.53%，较上年末下降了 47.31 个百分点，公司的财务杠杆比率仍处于相对高位。

债务期限结构方面，2016 年末公司总债务规模 241.80 亿元，同比下降 5.05%。其中短期债务规模有所下降，长期债务小幅提升，短期债务/长期债务由上年末的 0.53 倍下降至 0.44 倍，公司债务期限结构得到进一步改善。

图 4：2014~2016 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着公司业务规模的扩张，其资产和负债规模均较去年有所推升，财务杠杆比率维持在较高水平；同时，2016 年以来随着公司部分短期债务的到付，债务期限结构得到优化。

流动性

2016 年末公司流动资产总额为 523.34 亿元，较上年末增长 2.35%，占总资产的比重为 85.41%。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，2016 年末两项占流动资产的比重为 84.15%，同比减少了 8.79 个百分点，主要系当

年所开发项目集中结转所致。

存货方面，2016 年公司存货规模大幅收窄，期末存货账面价值 304.18 亿元，同比减少 20.72%，主要系当年结转规模扩大以及新增土地储备减少所致。其中，在建开发产品和拟开发产品合计 209.27 亿元，较上年同期减少 32.33%，占年末存货账面价值的 68.80%；已完工开发产品 94.69 亿元，同比增长 28.50%，占年末存货账面价值的 31.13%，已完工产品占比偏高，但考虑到已完工项目多集中在深圳、北京及成都等一、二线重点城市，未来去化压力较小。

表 7：2014~2016 年末公司存货明细

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
在建开发产品	202.70	238.02	198.04
拟开发产品	44.92	71.23	11.22
已完工开发产品	79.11	73.69	94.69
其他存货	0.00	0.76	0.23
合 计	326.74	383.70	304.18

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，加之 2016 年一、二线重点城市房地产市场表现较好，使得公司存货去化速度有所提升，当年存货周转率和总资产周转率分别为 0.34 次/年和 0.30 次/年，同比分别略有上升。

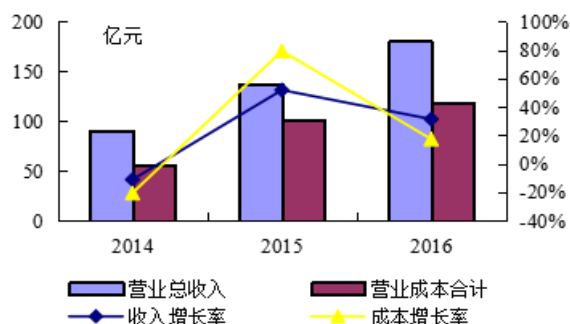
现金流方面，2016 年公司销售资金回笼情况较好，经营性现金流回正，当年经营性现金流净额为 68.38 亿元；同年，公司经营净现金/总债务为 0.28 倍，经营净现金/短期债务为 0.93 倍，经营性现金流对债务的保障能力较上年有所提升。

货币资金方面，截至 2016 年末，公司的货币资金余额为 136.23 亿元，同比增长 40.97%，其中约 1.24 亿元为受限资产，原因系回迁安置房建设基金；同期末货币资金/短期债务为 1.85 倍，较去年有所提高，公司货币资金对短期债务覆盖水平较好。

总体看，得益于较好的区域布局及市场表现，2016 年公司周转效率提升，且经营性现金流回正，加之货币资金对短期债务覆盖水平进一步加强，公司整体流动性情况较去年有所优化。

盈利能力

图 5：2014~2016 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，2016 年公司营业收入大幅提升，全年实现营业收入 180.25 亿元，同比上升 31.34%。毛利率方面，由于公司本期结算项目多集中在深圳、北京和南京等重点城市，当年营业毛利率提升 7.86 个百分点至 34.26%。此外，中诚信证评也关注到，2016 年末公司预收款项金额较大，约 141.39 亿元，占当期营业收入的 78.44%，较大规模的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，公司管理费用和财务费用在 2016 年继续增长，其中财务费用同比上升 5.22%，主要系当年资本化部分较去年减少；销售费用方面，由于 2016 年房地产整体市场转好，公司营销投入削减，销售费用同比下降 14.15%。2016 年公司期间费用合计 14.79 亿元，期间费用占收入比重为 8.21%，较 2015 年下降了 2.62 个百分点，公司期间费用控制水平持续提高。

表 8：2014~2016 年公司期间费用分析

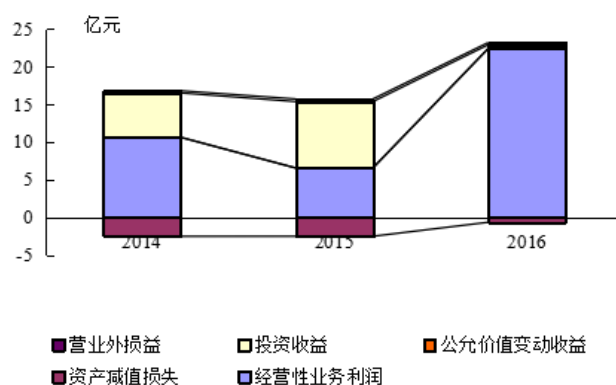
	单位：亿元、%		
	2014	2015	2016
销售费用	4.87	6.30	5.41
管理费用	3.38	3.77	4.34
财务费用	3.89	4.79	5.04
三费合计	12.14	14.86	14.79
营业总收入	90.41	137.25	180.25
三费收入占比	13.43	10.83	8.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2016 年公司实现利润总额 22.24 亿元，较上年提升 73.51%。其中，经营性业务利润为 22.42 亿元，同比增加 243.39%，占比为 100.81%。同期，公司取得净利润 13.33 亿元，同比增加

43.56%；所有者权益收益率为 11.81%，较上年增加了 3.54 个百分点，公司整体盈利能力有所提升。

图 6：2014~2016 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

总体来看，2016 年公司收入规模大幅提升，且得益于当年结算项目初始获利水平较高，公司经营性业务利润大幅增长，盈利能力有所提升；此外，较大规模的已售未结算资源为其未来营业收入形成较好保障。

偿债能力

从债务规模看，2016 年以来公司外部融资规模小幅收窄。截至 2016 年末，公司总债务规模为 241.80 亿元，同比减少 5.13%。其中，短期债务和长期债务分别为 73.76 亿元和 168.03 亿元，长短期债务比下降至 0.44 倍，债务期限结构有所优化。从债务构成来看，公司目前有息债务主要来自于银行借款、中期票据、债券和信托融资等。具体来看，银行贷款类为公司目前主要债务融资途径，2016 年末占比达 75%，融资成本为 4.35%~9.5%，其中短期借款和 1 年内到期的长期借款占比约为 40.59%；此外，债券类融资、信托融资和中期票据分别占比达 13.22%、9.22%和 2.48%。

表 9：2014~2016 年公司偿债能力指标

	2014	2015	2016
总债务（亿元）	208.18	254.87	241.80
短期债务（亿元）	92.03	87.96	73.76
长期债务（亿元）	116.15	166.91	168.03
EBITDA（亿元）	19.52	20.20	30.76
经营活动净现金流（亿元）	-20.62	-15.40	68.38
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.1	-0.06	0.28
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.43	-0.96	4.50
EBITDA 利息倍数（X）	1.35	1.26	2.03
总债务/EBITDA（X）	10.67	12.62	7.86

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 10：截至 2016 年末公司融资情况

融资途径	融资余额（亿元）	占期末有息债务比重	融资成本区间	期限结构
银行贷款	181.71	75.15%	4.35%-9.50%	短期借款、1 年内到期的中长期借款、长期借款
其中：委托贷款	66.48	27.49%	-	-
中期票据	5.98	2.48%	4.30%	长期借款（3 年期）
债券	31.79	13.15%	4.40%-6.06%	长期借款（5 年期、10 年期）
信托融资	22.31	9.22%	6.00%-6.61%	长期借款（3 年期）

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，受益于当年利润总额增长，公司 2016 年 EBITDA 提升至 30.76 亿元，同比增长 52.27%。与此同时，2016 年债务规模有所收缩，因此当年公司主要偿债能力指标得以强化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 7.86 倍和 2.03 倍，分别较上年度下降 4.76 倍和上升 0.77 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所扩大，公司整体经营所得对其债务的保障能力较好。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外无担保。

财务弹性方面，公司与金融机构保持长期合作关系，截至 2016 年末，公司共获得各银行综合授信总额 306.82 亿元，其中尚未使用的银行借款授信额度 166.36 亿元，备用流动性较好。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，2016 年公司拟非公开发行 A 股

股票，募集金额约 31 亿元，2016 年 8 月公司收到证监会申请受理通知，公司具备较好的财务弹性。

总体来看，2016 年公司债务规模小幅收窄，且受益于当年利润总额提升，主要偿债能力指标得以增强，同时考虑到公司充足的项目储备为其未来经营业绩提供的支撑，以及较好的财务弹性，公司整体具有很强的偿债能力。

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

2016 年，建设银行资产质量保持稳定，业绩表现优良。截至 2016 年末，建行资产总额 2,096.37 亿元，较上年增长 14.25%；全年实现营业收入 6,050.90 亿元，较上年减少 0.02%；净利润 2,323.89 亿元，较上年增长 1.53%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.18%和 15.44%，较上年略有下降。

公司银行业务方面，利润规模较上年有所萎缩，当年实现利润总额 983.29 亿元，同比下降 9.11%，利润贡献度为 33.31%，较上年下降 2.93 个百分点。信贷投放方面，截至 2016 年末建行境内公司类贷款和垫款余额为 58,648.95 亿元，同比增长 1.51%。其中，基础设施行业领域贷款余额为 28,961.56 亿元，占公司类贷款和垫款余额的 49.38%；涉农贷款余额为 16,939.68 亿元，同比减少 10.00%。具体来看，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 1,252.73 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 870.51 亿元，现金流全覆盖类平台贷款占比 99.32%。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，2016 年建行个人银行业务实现利润总额 1,292.69 亿元，同比增长 12.23%，利

润贡献度为 43.79%，较上年提高 5.2 个百分点。截至 2016 年末，建行境内个人贷款余额 43,383.49 亿元，同比增长 25.14%，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 35,856.47 亿元，同比增长 29.26%。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。

2016 年，建行海外布局稳步扩充，苏黎世分行和智利分行正式开业，建行马来西亚和建行欧洲华沙分行获颁牌照，并完成了对印尼温杜银行的收购。截至 2016 年末，建行海外机构已经覆盖 29 个国家和地区，海外商业银行资产总额为 13,800.37 亿元，同比增长 16.19%；实现净利润 42.47 亿元，同比增长 3.24%。

财务分析

盈利能力方面，2016 年建行实现营业收入 6,050.90 亿元，较上年减少 0.02%。其中利息净收入 4,177.99 亿元，较上年减少 8.73%，主要受 2015 年以来央行连续五次降息、存量业务重定价以及营改增价税分离因素影响；此外，建行积极拓展客户并加强产品创新，不断提升综合服务能力，手续费及佣金净收入较上年增加 49.79 亿元，增幅 4.39%。同时，建行进一步加强成本管理，优化费用支出结构，业务及管理费较上年下降 2.9 个百分点。综上，2016 年建行实现净利润 2,323.89 亿元，同比增长 1.53%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.18% 和 15.44%，主要财务指标继续保持同业前列。

资产质量方面，2016 年建行根据国家产业政策及外部经营环境变化，适时优化信贷政策和重检信贷制度，细化客户选择标准，坚持行业限额管理，信贷结构调整稳步推进。基础设施相关行业在余额增加的情况下贷款质量保持稳定；制造业不良贷款率基本稳定，批发零售业不良贷款额较上年有所降低。于 2016 年 12 月 31 日，不良贷款余额 1,786.90 亿元，较上年增加 127.10 亿元；不良贷款率 1.52%，较上年下降 0.06 个百分点；关注类贷款占比 2.87%，较上年下降 0.02 个百分点。同时，建行坚持审慎原则，充分评估宏观经济及调控政策等外部环境变化

对信贷资产质量的影响，足额计提客户贷款和垫款损失准备。截至 2016 年末，建行客户贷款和垫款损失准备余额为 2,686.77 亿元，较上年增加 180.60 亿元；拨备覆盖率为 150.36%，较上年降低 0.63 个百分点；减值准备对贷款总额比率为 2.29%，较上年降低 0.10 个百分点。

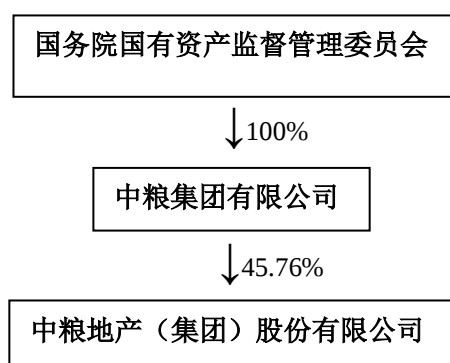
资本充足性方面，得益于持续良好的经营效益，近年来建行的未分配利润持续增长，截至 2016 年末，建行未分配利润为 7,841.64 亿元，较上年增长 17.07%，有效补充了核心资本；当年资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.94% 和 12.98%，均居同业领先水平。

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，具备雄厚的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

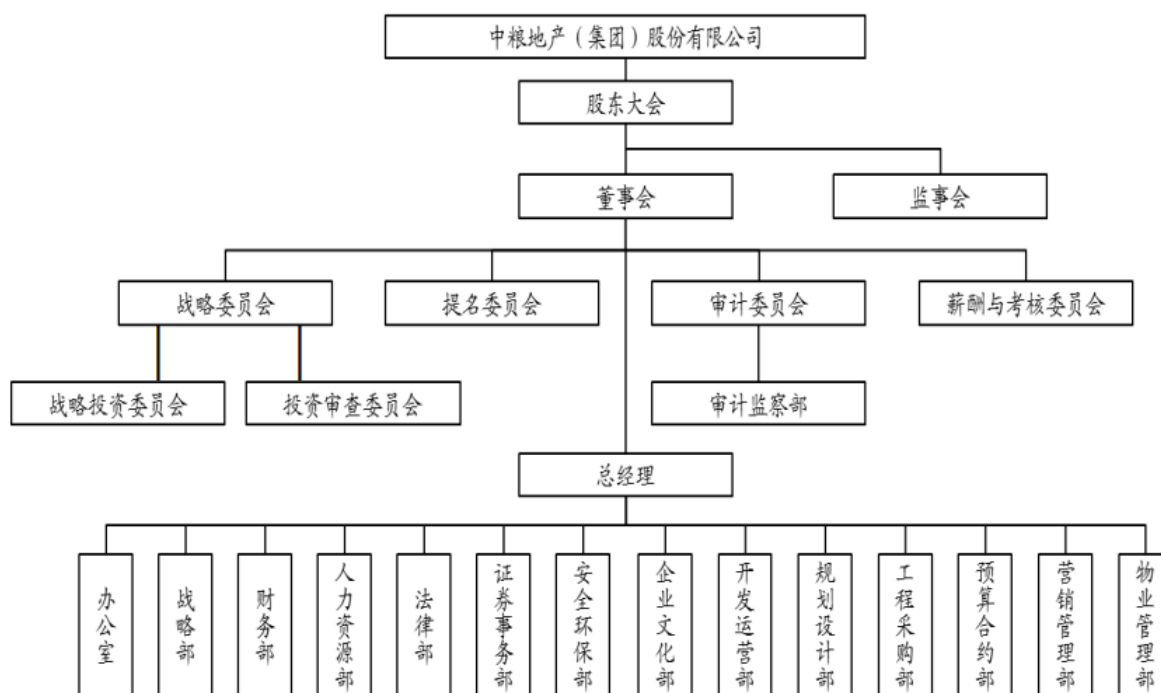
结 论

综上所述，中诚信证评维持公司主体信用等级 AA^+ ，评级展望稳定稳定，维持“2008 年中粮地产（集团）股份有限公司公司债券”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2016年12月31日）



附二：中粮地产（集团）股份有限公司组织结构图（截至2016年12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）	2014	2015	2016
货币资金	729,059.91	966,364.10	1,362,269.49
应收账款净额	22,683.55	16,910.42	21,314.11
存货净额	3,267,327.10	3,837,021.60	3,041,839.82
流动资产	4,066,430.23	5,113,065.49	5,233,364.61
长期投资	132,099.13	60,586.73	208,108.08
固定资产合计	364,947.27	440,569.89	463,771.51
总资产	4,631,147.33	5,702,254.46	6,127,695.01
短期债务	920,330.00	879,575.47	737,612.24
长期债务	1,161,469.16	1,669,147.37	1,680,339.72
总债务（短期债务+长期债务）	2,081,799.16	2,548,722.84	2,417,951.96
总负债	3,564,643.55	4,578,731.35	4,998,942.09
所有者权益（含少数股东权益）	1,066,503.78	1,123,523.11	1,128,752.92
营业总收入	904,083.32	1,372,454.39	1,802,519.15
三费前利润	227,609.81	213,937.90	372,149.09
投资收益	58,915.73	88,263.33	4,938.78
净利润	90,280.82	92,883.44	133,345.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	195,192.92	202,015.75	307,599.68
经营活动产生现金净流量	-206,182.43	-154,048.33	683,759.87
投资活动产生现金净流量	-5,974.21	65,246.93	-333,130.06
筹资活动产生现金净流量	349,985.83	315,523.82	40,876.14
现金及现金等价物净增加额	137,832.27	226,755.88	391,573.23
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	37.68	26.40	34.26
所有者权益收益率（%）	8.47	8.27	11.81
EBITDA/营业总收入（%）	21.59	14.72	17.06
速动比率（X）	0.34	0.46	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	-0.1	-0.06	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.22	-0.18	0.93
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.43	-0.96	4.50
EBITDA 利息倍数（X）	1.35	1.26	2.03
总债务/EBITDA（X）	10.67	12.62	7.86
资产负债率（%）	76.97	80.30	81.58
总债务/总资本（%）	66.12	69.41	68.17
长期资本化比率（%）	52.13	59.77	59.82
净负债率（%）	126.84	140.84	93.53

注：中粮地产 2015 年数据为 2016 年年初重述数，2014 年数据为追溯调整前数据。

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）	2014	2015	2016
贷款总额	9,474,510	10,485,140	11,757,032
贷款损失准备	251,613	250,617	268,677
关注贷款	281,459	302,917	337,093
不良贷款（五级分类）	113,171	165,908	178,690
总资产	16,744,093	18,349,489	20,963,705
风险加权资产	10,203,754	10,722,082	11,937,774
存款总额	12,898,153	13,668,533	15,402,915
总负债	15,492,245	16,904,406	19,374,051
总资本	1,251,848	1,445,083	1,589,654
净利息收入	437,398	457,752	417,799
手续费及佣金净收入	108,517	113,530	118,509
净营业收入合计	570,470	605,197	605,090
业务及管理费用（含折旧）	159,825	157,380	152,820
税前利润	299,086	298,497	295,210
净利润	228,247	228,886	232,389
财务指标（单位：%）	2014	2015	2016
核心一级资本充足率	12.11	13.13	12.98
资本充足率	14.86	15.39	14.94
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.19	1.58	1.52
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	4.17	4.47	4.39
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	222.33	151.06	150.36
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	7.52	9.78	9.62
净利差	2.61	2.46	2.06
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	19.62	16.97	15.08
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.42	1.30	1.16
总贷款/总存款	73.45	76.71	76.33

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。