

中粮地产(集团)股份有限公司

2015 年公司债券(第一期)

2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【173】号 01

债券简称：15 中粮 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：
郜宇鸿 林心平

电话：
0755-82873966

邮箱：
gaoyh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司房地产行业
企业主体长期信用评级
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） 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2018 年 05 月 08 日	2017 年 05 月 09 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”，股票代码：000031）及其 2015 年 8 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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 2017 年公司商品房销售情况较好，且项目储备较多，区域布局较好，未来业务发展较有保障，租赁业务可为公司贡献稳定的现金流入。但鹏元也关注到房地产行业政策调控持续升级，房价增速快速回落；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，以及有息债务规模较高使公司面临一定偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司商品房销售业务发展较好。2017 年公司商品房签约面积为 85.38 万平方米，同比减少 8.35%，但合同销售金额同比增长 31.04%至 261.59 亿元，合同销售均价同比增加 0.92 万元/平方米至 3.06 万元/平方米，合同销售金额和销售均价有所提升，商品房销售状况较好。
- 公司项目储备较多，区域布局较好，未来业务发展较有保障。公司房地产开发项目主要布局在北京和深圳等一线城市和热点二线城市，区域布局情况较好；2017 年公司新增土地储备计容建筑面积合计为 349.58 万平方米，同比大幅增长 348.47%，土地储备充足；2017 年末商品房已售待结转面积 89.89 万平方米，较多的项目、土地储备以及较大规模的待结算资源为公司未来业绩提供了一定保障。
- 公司租赁业务可贡献稳定的现金流入。2017 年随着北京祥云小镇和北京长阳半岛

出租物业逐步运营成熟，公司全年实现租赁业务收入 5.87 亿元，较上年增长 30.79%；同时公司近年积极参与深圳市城市更新项目，若能够顺利推进将产生更多的可出租物业。

关注：

- **受政策调控和信贷收缩影响，房地产行业短期趋势不明朗。**2017 年我国房地产政策调控持续收紧，房价增速快速回落，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势；同时从公司债发行和银行信贷政策看，房地产行业融资收紧，市场利率上行推高了房地产企业融资成本，房地产行业短期趋势不明朗。
- **公司项目建设面临一定资金压力。**截至 2017 年底，公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资达 1,386.93 亿元，已完成投资 871.05 亿元，尚需资金投入约 515.88 亿元，后续面临一定的开发资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临一定偿债压力。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模为 298.91 亿元，同比增长 17.97%，负债规模仍较大，面临一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	8,061,290.30	7,575,147.58	6,127,695.01	5,702,254.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	690,758.85	663,048.56	589,212.77	612,789.74
有息债务（万元）	2,989,080.75	2,655,098.77	2,417,951.96	2,548,722.85
资产负债率	85.21%	84.50%	81.58%	80.30%
剔除预收账款后的资产负债率	80.07%	79.30%	76.05%	75.84%
流动比率	1.43	1.35	1.65	1.82
速动比率	0.63	0.63	0.69	0.46
营业收入（万元）	218,429.94	1,404,235.59	1,802,519.15	1,372,454.39
营业利润（万元）	50,864.18	239,144.97	222,404.65	128,181.63
投资净收益（万元）	10,975.24	52,295.51	4,938.78	88,263.33
利润总额（万元）	51,712.11	239,479.48	223,413.16	129,723.03
综合毛利率	48.04%	36.33%	34.26%	26.40%
总资产回报率	-	4.86%	4.88%	3.54%
EBITDA（万元）	-	355,542.72	307,599.69	202,015.75
EBITDA 利息保障倍数	-	2.27	1.79	1.45
经营活动现金流量净额（万元）	-214,427.69	171,779.54	683,759.87	-154,048.33

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

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%。截至2018年4月30日，公司募集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

2017年及2018年一季度，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变更；截至2018年3月末，公司注册资本和实收资本均为181,373.16万元，控股股东仍为中粮集团有限公司¹（以下简称“中粮集团”），持股比例为45.67%，较上年末未发生变化。公司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。

2016年6月，公司计划非公开发行普通股募集资金31.18亿元获得国资委批复同意，但截至2017年7月22日，该次非公开发行股票方案仍未取得中国证监会的书面核准文件，方案已自动失效，公司董事会决定撤回本次非公开发行股票相关申报材料。

2018年3月31日，公司披露重大资产重组预案，拟以发行股份的方式向Vibrant Oak Limited（以下简称“明毅”）收购大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，股票代码：00207.HK）91.34亿股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的59.59%），交易预估价格约为147.56亿元，并拟非公开发行募集配套资金总金额不超过24.26亿元。若交易顺利完成后，大悦城地产将成为公司的控股子公司。但本次重大资产重组尚需履行的决策及审批程序较多，该事宜能否获得审批并顺利完成仍存在不确定性。

截至2017年12月31日，公司资产总额为757.51亿元，归属于母公司股东权益合计为66.30亿元，资产负债率为84.50%；2017年度，公司实现营业收入140.42亿元，利润总额23.95亿元，经营活动现金净流入17.18亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为806.13亿元，归属于母公司股东权益合计为69.08亿元，资产负债率为85.21%；2018年1-3月，公司实现营业收入21.84亿元，利润总额5.17亿元，经营活动现金净流出21.44亿元。

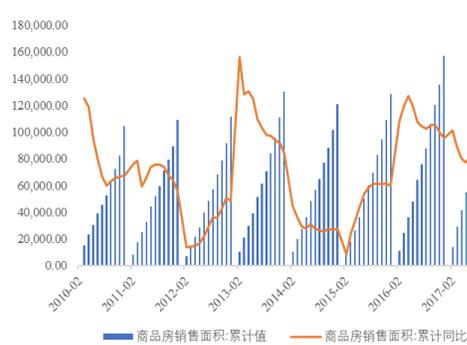
¹ 公司未提供控股股东中粮集团企业信用报告。

三、运营环境

2017年房地产调控政策总体偏紧，但三、四线城市商品房成交活跃，价格抬升，带动全国商品房销售实现增长

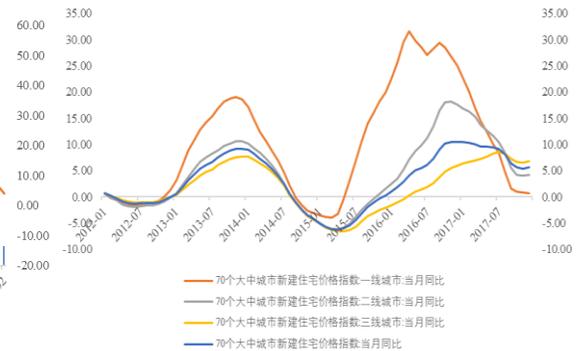
自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年本轮政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，以去库存为主，成为市场成交主力。根据国家统计局数据，2017年全国商品房销售面积16.94亿平方米，同比增长7.7%；商品房销售额13.37万亿元，同比增长13.7%。其中40大中城市中的三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；一线城市商品房销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%。

图1 我国商品房销售情况（亿元，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图2 新建住宅价格指数同比变化（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

政策调控持续收紧，房价增速快速回落，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势；二线城市次之，2017年房价仍保持一定增长；而三线城市政策环境相对宽松，2017年市场成交旺盛，价格增速依然较快，但第四季度以来略有回落。总体来看，2017年三、四线城市表现较好，受棚改货币化安置、房地产市场热度由二线城市向三、四线城市外溢以及相对宽松的政策环境等因素影响，预计2018年将有所延续；对于部分二线城市，如南京、天津、武汉和兰州以“落户宽松、人才吸引”为主要抓手，边际政策有所松动，有望带动区域市场成交；一线城市短期仍然保持严厉的调控趋势，量价企稳。

房屋新开工面积保持增长，库存去化周期略有缩短，但整体去化仍面临一定压力；土地成交量价齐升，一线城市房企拿地意愿增强，三线城市土地成交量迅速放大

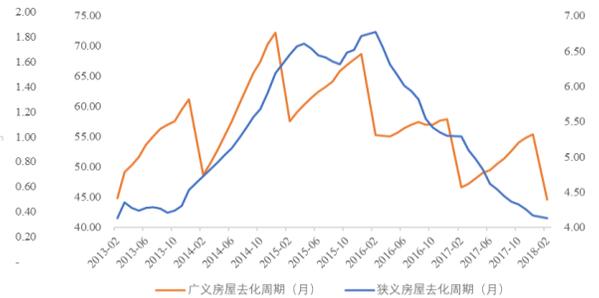
2015年以来，全国房地产市场销售情况较好，2016年房屋新开工面积增速转正，受政策调控影响，2017年全国房屋新开工面积同比增长7.0%，较上年增速回落1.1个百分点，全

年房屋开售比²为1.05，降至近年较低水平。截至2017年末，全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.0%，同时受市场成交量较好影响，2017年广义房屋库存去化周期³下降至55.36个月，较上年下降2.3个月。

图3 房屋新开工面积增速（左轴，%） 图4 广义（左轴）与狭义（右轴）房屋去化周期



资料来源：Wind，鹏元整理



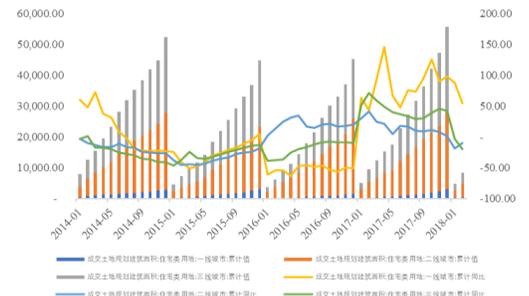
资料来源：Wind，鹏元整理

2017年房地产市场销售状况依然较好，库存去化周期缩短，房地产企业购置土地积极性较强，全年市场购置土地面积2.55亿平方米，同比增长15.8%；全年土地成交价款1.36万亿元，同比增长49.4%，土地成交价款增速明显高于购置土地面积增速，平均土地价格上升。按城市分层来看，2017年一线城市摆脱负增长，全年住宅类成交土地规划建筑面积3,046.80万平方米，同比增长98.7%；二线城市表现平稳，较上年小幅增长；三线城市住宅类土地市场表现强劲，全年成交土地规划建筑面积2.79亿平方米，同比增长43.0%。总体来看，2017年土地市场成交旺盛，价格走高，其中一线城市房地产企业拿地意愿增强，三线城市在库存去化支撑下，住宅类土地成交量快速放大。

图5 土地购置情况（万平方米，亿元，%） 图6 住宅类土地成交情况（万平方米，%）



资料来源：Wind，鹏元整理



资料来源：Wind，鹏元整理

² 开售比=当年房屋新开工面积/当年商品房销售面积

³ 广义房屋库存去化周期=当期期末施工面积/连续12月商品房销售面积

2017年房地产市场集中度继续上升，大型房地产企业拿地加快，融资成本优势突出，中小型房地产企业运营压力加大，面临被整合风险，未来行业集中度将进一步抬升

随着房地产市场不断发展，我国房地产市场集中度持续上升。根据中国指数研究院发布的数据，2017年全国商品房销售额超过100亿元企业144家，同比增加13家；前15大房地产企业销售额合计3.80万亿元，占同期全国商品房销售额的28.42%，较上年增加5.99个百分点；前15大房地产企业销售面积合计2.88亿平方米，占同期全国商品房销售面积的17.00%，较上年增加2.44个百分点。根据Wind数据及相关公开资料，2017年15家主流⁴房地产企业拿地规划建筑面积占100大中城市成交土地规划建筑面积的比重约为42%，15家主流房地产企业拿地面积与当期销售面积比值约为1.92，2016年以来主流房地产企业拿地意愿强烈，预计未来房地产市场销售集中度将明显上升。

从融资来看，2017年国债到期收益率波动走高，年末5年期国债到期收益率约为3.8149%，无风险收益率较2016年明显上升，2018年以来小幅回落。AA+级房地产信用利差快速上行，逐渐接近AA级，在无风险收益率快速上升过程中，AA和AA+级房地产企业融资成本偏高，整体抗风险能力趋弱；而AAA级房地产企业信用利差基本保持平稳，融资成本相对较低，融资成本优势突出。除融资成本大幅上升外，非市场化招拍挂制度、土地保证金制度、预售证监管等供给端制度的推行加剧了中小型房地产企业的运营压力，为市场提供了大量兼并机会，未来行业集中度将进一步提高。

图7 中证国债到期收益率走势（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图8 兴业房地产信用利差中位数走势（BP）



资料来源：Wind，鹏元整理

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等业务，2017年公司实现营业收入140.42亿元，同比下降22.10%。商品房销售仍然是公司最主要收入来源，占公司2017年营

⁴ 15家主流房地产企业：碧桂园、恒大地产、万科、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂地产、富力地产和远洋地产。

业收入比重为92.70%；租赁收入主要来自深圳宝安福永东芝泰格厂房、宝安三区中心大厦、北京祥云小镇等可租物业，2017年实现房屋租赁收入5.87亿元，同比增长30.79%，主要是由于北京祥云小镇和北京长阳半岛项目逐步运营成熟租金水平增长所致；随着交付商品房增加，公司物业管理面积随之增加，2017年公司实现物业管理收入2.65亿元，同比增长67.01%；公司其他业务收入主要包括项目公司出售地下停车位、巧克力食品销售和物业管理公司其他增值业务等，2017年由于金帝食品公司处置巧克力生产线导致巧克力销售收入下滑，其他业务收入规模同比减少29.74%。

各业务毛利率方面，2017年公司商品房销售业务毛利率小幅提升至36.59%，主要系公司当年结算地产项目多位于北京、深圳等一线城市，如深圳中粮凤凰里、深圳云景国际、北京祥云国际等项目；公司租赁地产项目运营渐趋成熟，房屋租赁业务毛利率基本与上年持平；公司物业管理业务多为自建的地产项目，该项亏损主要是因为2017年新增的部分业务成本费用支出大于管理费收入所致。

表 1 2016-2017 年公司营业收入构成及各业务毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	1,301,768.77	36.59%	1,717,173.00	34.05%
房屋租赁	58,653.66	53.64%	44,846.15	54.10%
物业管理	26,510.97	-23.34%	15,874.30	-25.74%
其他业务	17,302.19	49.03%	24,625.70	51.82%
合计	1,404,235.59	36.33%	1,802,519.15	34.26%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司加大联合拿地力度，新增土地储备面积大幅提升，但新购置地块未来收益实现有一定不确定性

近年我国土地购置市场依旧保持增长态势，2017年我国房地产开发企业土地购置面积25,508万平方米，比上年增长15.8%；土地成交价款13,643亿元，同比增长49.4%，增速较上年提高2.4个百分点，土地购置金额增速明显高于土地购置面积，单位购置成本持续上升。在土地成本上升背景下，公司加大一线城市以及重点二线城市土地储备工作，并以环北京、环上海、环深圳的核心城市群为基础的“核心城市-中心城市-卫星城市”、“3+X”进行区域布局。同时为提高拿地成功率、分散风险和降低资金压力，2017年公司继续鼓励在公开市场上联合拿地，通过招拍挂形式取得北京孙河、南苑、顺义马头庄、成都武侯区簇桥街道、天府北侧等项目地块，通过股权收购方式取得成都崇州市街子古镇旅游景区、北京良乡、佛山禅城华祥路等项目地块。

公司2017年通过招拍挂、股权收购和资产收购等方式新增土地储备项目23个，计容建

筑面积合计为349.58万平方米，同比大幅增长348.47%；购置总金额为457.13亿元，同比增长170.99%；由于当年公司购置土地区域拓展至北京、深圳和上海等核心城市群的周边城市，如杭州、苏州和佛山等城市，2017年平均楼面地价为1.31万元/平方米，同比降低39.35%。

2018年1-3月，公司通过招拍挂形式获得杭州青山湖科技城、北京孙河和浙江省嘉兴市嘉秀洲等项目地块，土地用途均为住宅，规划建筑面积合计33.41万平方米，平均楼面地价为1.83万元/平方米。

截至2017年末，公司在建及拟建项目可供出售土地面积合计837.54万平方米，目前的土地储备预期可满足未来2-3年的发展需求，2018年公司计划依据城市战略有计划、有节奏地继续增加土地储备，并持续跟进深圳城市更新项目的进展。考虑到未来几年房地产市场景气程度尚不明朗，或将影响公司房地产业务利润率，新购置地块未来收益实现有一定不确定性。

表2 2016-2017年以及2018年1-3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	规划计容建筑面积	土地价款	土地取得方式	权益比例
2016年新增土地储备					
成都祥云里	3.76	7.51	2.84	招拍挂	51%
上海新场	5.69	6.84	24.4	招拍挂	50%
上海顾村	7.02	12.64	67.9	招拍挂	25%
北京永丰	8.42	18.33	57.6	招拍挂	39%
北京青龙湖	7.05	5.66	2.10	股权收购	20%
中粮朗云	5.8	12.76	4.00	股权收购	100%
深圳 69 区创芯公园	2.41	14.22	9.85	城市更新	100%
小计	40.15	77.95	168.69	-	-
2017年新增土地储备					
北京孙河 N 地块项目	5.95	8.93	45.75	招拍挂	37%
北京南苑槐新自住房地块	7.64	16.40	41.50	招拍挂	25%
北京顺义马头庄地块	6.56	12.02	49.50	招拍挂	25%
北京良乡 3 号地	5.36	10.15	18.10	股权收购	11.10%
成华珑悦锦云	3.62	10.86	10.43	招拍挂	50%
武侯区簇桥街道项目	10.48	20.96	26.40	招拍挂	50%
成都崇州市街子古镇旅游景区地块	24.49	16.28	0.76	股权收购	24.5%
成都天府三街北侧、益州大道东侧地块	1.34	8.00	2.81	股权收购	24.5%
沈阳望花地块	5.02	13.55	6.19	招拍挂	100%
沈阳中粮保利堂悦	6.48	17.74	7.85	招拍挂	51%

天津北辰高峰路项目	10.66	19.05	36.10	招拍挂	100%
南京溧水 G07 地块	3.43	6.85	6.20	股权收购	50%
南京溧水 G09 地块	3.78	8.32	5.85	股权收购	49%
南京溧水 G19 地块	7.33	14.66	11.50	股权收购	29%
苏州太仓项目	2.72	4.62	3.45	招拍挂	100%
苏州科技城项目	19.44	38.84	68.69	股权收购	12.25%
苏州相城区元和街道项目	17.8	36.02	26.71	招拍挂	50%
良渚祥云项目	4.25	6.80	11.41	招拍挂	50%
佛山禅城华祥路 03 项目	5.5	19.25	24.07	股权收购	25%
佛山禅城华祥路 04 项目	2.29	8.00	10.00	股权收购	25%
厦门环东海新城 07 地块	2.22	5.43	15.41	招拍挂	100%
重庆鸿云	3.67	12.84	3.47	资产收购	50%
绍兴柯桥城区 R-15 地块	13.6	34.01	24.98	招拍挂	34%
小计	173.63	349.58	457.13	-	-
2018 年 1-3 月新增土地储备					
杭州青山湖科技城 02 地块	6.35	15.87	17.63	招拍挂	50%
北京孙河 U 地块	5.35	5.89	33.65	招拍挂	51%
浙江省嘉兴市 2017 嘉秀洲-060 号地块	6.47	11.65	9.99	招拍挂	100%
小计	18.17	33.41	61.27	-	-

注：表中土地面积、规划建筑面积和土地价款均为全口径统计，未按照权益比例计算。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在售面积、未来规划可售面积较多，且项目多位于一二线城市，项目区域布局较好，但需关注政策调控对项目销售的影响，同时公司房产项目开发面临一定资金压力

2017年公司商品房签约面积为85.38万平方米，同比减少8.35%，但合同销售金额同比增长31.04%至261.59亿元，合同销售均价同比增加0.92万元/平方米至3.06万元/平方米，重点销售项目包括北京京西祥云（原北京稻田项目）、北京中粮天恒天悦壹号（原北京南苑项目）、深圳云景国际、深圳祥云国际和苏州中粮祥云国际等项目。

2017年公司当期结算面积同比减少28.12%至70.72万平方米，结转收入130.19亿元，同比减少24.18%。公司当年结算的主要项目包括（1）深圳云景国际项目，结算金额37.57亿元；（2）成都中粮鸿云项目，结算金额21.84亿元；（3）南京中粮鸿云坊项目，结算金额18.82亿元；（4）深圳中粮凤凰里，结算金额12.92亿元；（5）北京祥云国际项目，结算金额10.51亿元，具体结算项目情况见附录六。由于公司2017年结转项目主要位于北京、深圳等一线城市以及南京、成都等热点二线城市，单位房价相对较高，带动公司商品房销售毛利率同比小幅提升2.54个百分点至36.59%。

表3 2016-2017年公司房地产开发业务主要经营指标

项目	2017年	2016年
新开工面积（万平方米）	115.09	67.66
竣工面积（万平方米）	58.97	94.49
合同销售面积（万平方米）	85.38	93.16
合同销售金额（亿元）	261.59	199.62
当期结算面积（万平方米）	70.72	98.38
当期结转收入（亿元）	130.19	171.72
期末已售待结转面积（万平方米）	89.89	81.37
新增土地储备面积（万平方米）	合计计容建筑面积 349.58 万平方米	合计计容建筑面积 77.95 万平方米
新增土地价款合计（亿元）	457.13	168.69

注：期末已售未结转金额含已签售房合同但尚未全款缴付的部分；新增土地价款合计数为全口径，即整个项目的土地价款，非按权益计的价款。

资料来源：公司提供

未来经营业绩方面，截至2017年底，公司商品房已售待结转面积89.89万平方米；竣工在售项目18个，未结算面积（包括已售待结转和未售面积）合计为52.65万平方米；在建项目21个，尚未结算面积约291.75万平方米；拟建项目23个，规划可供出售总面积合计316.91万平方米，具体如附录六所示，较大规模的待结算资源为公司业绩形成一定的保障。2017年公司扩大自建营销团队，积极去化库存，并通过降低长期库存占比，优化库存结构，同时提升新开盘项目去化率以实现快速回款。但我们也关注到，公司在沈阳、成都等地商业及办公产品去化相对较慢，存在一定的去化压力。2018年公司将进一步加强精细化管理，积极去化库存，提高存货周转效率。截至2017年底，公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目预计总投资达1,386.93亿元（具体见附录六），已完成投资871.05亿元，尚需资金投入约515.88亿元，后续面临一定的开发资金压力。

表4 2016-2017年公司新开工房地产项目情况（单位：万平方米）

年份	项目名称	项目性质	新开工面积
2016年	北京稻田项目	住宅、商业	9.52
	深圳云景国际	住宅、商铺、写字楼、公寓	21.59
	成都中粮祥云里	住宅	7.51
	南京中粮祥云	住宅、写字楼、商业	8.34
	长沙北纬28度	住宅	11.95
	苏州中粮祥云国际	住宅	8.75
	小计	-	67.66
2017年	北京京西祥云（原北京稻田项目）	住宅、商业	6.87
	北京中粮天恒天悦壹号（原北京南苑项目）	住宅	11.87
	上海新场项目	住宅	6.83

上海顾村项目	住宅	12.64
上海南桥半岛	住宅	8.30
沈阳中粮隆玺	住宅、写字楼、公寓	6.90
南京中粮祥云	住宅、写字楼、商业	11.47
长沙北纬 28 度	住宅	17.98
苏州中粮祥云国际	住宅	12.59
杭州良渚祥云	住宅	6.80
重庆鸿云	住宅、公寓、商业	12.84
小计	-	115.09

资料来源：公司提供，鹏元整理

从新开工项目情况看，公司持续推进“3+X”区域布局，以环北京、环上海、环深圳的核心城市群为基础辐射周边城市，形成“核心城市-中心城市-卫星城市”的城市星系布局。2017年公司全年新开工项目11个，合计新开工面积115.09万平方米，较上年增加70.10%。2018年公司计划新开工项目30个，计划新开工面积389.28万平方米，新开工区域范围包括北京、深圳、厦门和佛山和天津等，项目性质包括住宅、商业、公寓等，具体如表5所示。但需注意的是，在目前我国“房住不炒”的基调下，政策调控持续升级，一二线城市销售面积下滑，房价增速出现回落，有可能对公司项目销售、维持目前利润率水平带来一定的压力。

表 5 公司 2018 年住宅项目新开工计划（单位：万平方米、万元）

项目名称	项目性质	新开工面积	预计总投资	截至 2017 年末实际已投资
北京中粮天恒天悦壹号	住宅	2.65	1,483,519.00	1,032,475.80
北京京西祥云	住宅、商业	2.43	726,727.00	512,350.00
北京孙河 N 地块*	住宅、公寓	8.93	-	501,192.48
北京南苑槐新自住房地块*	住宅、商业、办公、养老	4.11	-	444,360.70
北京青龙湖西海项目	商业别墅	3.88	200,026.00	139,759.78
北京良乡 3 号地项目*	住宅、公寓	10.15	-	-
北京海淀永丰项目*	住宅、商业	18.33	-	639,390.99
北京顺义后沙峪马头庄地块*	住宅、公寓	12.02	-	-
北京孙河 U 地块*	住宅	5.89	-	-
深圳 25 区城市更新 1 期 A	住宅、办公、公寓	15.04	581,402.00	116,252.99
广东佛山禅城华祥路 03 地块项目*	住宅	19.25	-	255,864.47
广东佛山禅城华祥路 04 地块项目*	住宅	79.99	-	107,394.73
厦门环东海新城 07 地块*	住宅	5.43	-	158,800.05

天津北辰高峰路项目	住宅、商业	13.70	638,966.00	392,066.83
合计	-	389.28	-	4,299,908.82

注：（1）实际已投资是截至 2017 年末数据；（2）标*项目表示尚处于立项阶段，总投资规模未定。

资料来源：公司提供

随着运营渐趋成熟，公司租赁收入稳步增加，毛利率相对较为稳定，可为公司贡献稳定的现金流入；未来随着深圳城市更新项目的建设，公司可租面积有望增加，但城市更新项目受拆迁进度、城市规划等因素影响，在实施进度、收益实现等方面存在一定不确定性

公司可出租物业主要包括位于深圳市宝安区的工业厂房、写字楼及位于北京、深圳和成都等地的商铺。2017年公司可出租面积合计为129.64万平方米，受小部分厂房拆迁影响较上年减少4.56万平方米；随着北京祥云小镇和北京长阳半岛出租物业逐步运营成熟，租赁收入同比增长30.79%至5.87亿元。公司物业出租率均保持在较高水平，2017年工业厂房、写字楼和商铺的出租率分别为98.00%、97.00%和95.00%。跟踪期内，公司租赁项目运营效率及可租面积整体保持稳定，2017年公司租赁业务毛利率为53.64%，与上年基本持平。公司可供租赁物业中，67区中粮商务公园项目已完成运营服务体系全面落地，搭建金融、信息化服务平台，完成创智体验馆的改造及运营。

表 6 公司 2016-2017 年房地产租赁业务情况（单位：万平方米、万元）

类型	出租项目	2017 年		2016 年	
		可出租面积	出租率	可出租面积	出租率(%)
工业厂房及配套	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	110.39	98.00%	114.47	98.17%
写字楼	宝安三区中心大厦	2.67	97.00%	2.67	97.76%
商铺	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	16.58	95.00%	17.06	95.37%
合计	-	129.64	-	134.20	-
确认房屋租赁收入		58,653.66		44,846.15	

资料来源：公司提供

从未来租赁业务持续性看，公司近年积极参与城市更新项目，若能够顺利推进后将产生更多的可租物业。除在建的深圳中粮天悦壹号（原名中粮紫云）、深圳祥云国际、深圳云景国际、69区创芯公园等城市更新项目外，公司还申报了深圳宝安25区城市更新项目、深圳梅林工业区、深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区等项目。深圳市宝安25区城市更新项目一期A项目于2017年6月15日获得实施主体确认书，于2017年11月14日取得用地规划许可证；一期B、C部分正在开展拆迁、谈判等前期工作。金帝食品厂城市更新项目（即深圳梅林工业区项目）于2017年9月规划草案公示，于2017年12月28日取得专项规划

批复，该项目拟更新方向为新型产业等功能，更新单元用地面积28,409.50平方米，拆除用地面积28,409.50平方米，其中开发建设用地24,147.50平方米，计容建筑面积144,810平方米。深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区城市更新项目的更新方向以普通工业为主，更新单元面积为187,631.2平方米，拟拆除范围用地面积为166,439.4平方米，拟拆除重建用地范围内落实不少于59,889.1平方米的公共利益项目用地（含道路、绿地等）。此外，深圳宝安区西乡街道固戍项目已开展拆迁谈判等前期工作，公司将择机进行“城市更新”申报并进行项目开发。

未来通过随着该等项目的实施，在带来商品房销售的同时，也将增加公司可租物业面积，带动租赁收入规模增长；但同时我们也关注到，城市更新项目受拆迁进度、城市规划等影响，在实施进度、收益实现方式等方面存在一定不确定性。

公司拟非公开发行股份购买大悦城地产股份及募集配套资金，大悦城地产专注于商业地产和综合开发板块，若重组成功将有利于公司实现住宅地产和商业地产的双轮驱动和协同效应，可提升公司的持续经营能力；但本次重组尚需履行的决策及审批程序较多，仍存在不确定性

根据公司2018年3月31日发布的公告，公司拟向明毅发行股份购买其持有的大悦城地产9,133,667,644股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的59.59%），本次重组的交易对价暂定为147.56亿元；同时，公司拟向不超过十名其他符合条件的投资者非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过242,578.14万元（募集配套资金使用计划见表7），不超过以发行股份方式购买大悦城地产9,133,667,644股普通股股份交易价格的100%，且发行股份数量不超过本次交易前公司总股本的20%。

表 7 募集配套资金使用计划（单位：万元）

项目	实施主体	项目总投资	募集资金计划使用金额
中粮·置地广场项目	北京昆庭资管	283,877.00	91,605.36
杭州大悦城-购物中心项目	浙江和润天成置业	302,241.78	150,972.78
合计	-	586,118.78	242,578.14

资料来源：《中粮地产（集团）股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》

大悦城地产作为中粮集团商业综合体及商业地产运营的海外上市平台，依托于全国性商业地产品牌“大悦城”，是专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业的大型地产开发商及运营商。截至2018年3月末，大悦城地产控股股东为明毅（持股比例为64.18%），实际控制人为国务院国资委。2017年大悦城地产实现营业收入116.58亿元，同比增长66.85%，收入主要来源于投资物业出租（34.33亿元）、物业开发销售（71.24亿元）、酒

店运营（9.59亿元）、以及物业管理及其他服务业务板块。若本次重组能够成功，将为公司主营业务注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应，公司将成为中粮集团下属融合住宅地产与商业地产一体化的房地产专业化平台。公司既能通过开发型物业的高周转实现现金回流，又能实现持有型物业带来的长期稳定收益和升值红利，有利于改善公司的持续经营能力，提高竞争力。

表8 2016-2017年大悦城地产主要财务数据（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业总收入	1,165,776.10	698,709.70
净利润	134,236.28	4,881.09
资产总额	5,855,053.79	5,620,144.54
股东权益合计	2,093,465.84	2,110,374.88
资产负债率	64.25%	62.45%

资料来源：瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）于2018年4月24日出具的大悦城地产有限公司2017年审计报告，鹏元整理

但应注意的是，本次重大资产重组尚需履行的决策及审批程序较多，仍存在交易无法获得批准的风险。总体而言，此次非公开发行普通股若能顺利实施，将有望扩大公司经营规模、增强可持续经营能力、缓解公司资金压力，但该事宜能否获得审批并顺利完成仍存在不确定性。

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2016-2017年审计报告以及2018年1-3月未经审计财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年公司合并范围较上年增加18户，减少1户，具体如附录五所示。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，结构上以应收款项目和在建、拟建、在售房地产项目为主，其他应收款对公司资金有较大占用且抵押资产占比较高

随着业务发展，公司总资产规模不断增长，截至2017年12月31日，公司总资产规模达757.51亿元，同比增长23.62%；流动资产是公司资产的主要组成部分，2017年末占总资产比重为86.09%。截至2018年3月31日，公司总资产较2017年末进一步增长6.42%至806.13亿

元。

表 9 2016-2017 年及 2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	823,143.76	10.21%	1,028,255.65	13.57%	1,362,269.49	22.23%
其他应收款	2,011,899.33	24.96%	1,809,877.40	23.89%	675,760.11	11.03%
存货	3,895,963.64	48.33%	3,463,066.01	45.72%	3,041,839.82	49.64%
其他流动资产	205,811.31	2.55%	185,621.49	2.45%	116,307.81	1.90%
流动资产合计	6,988,839.45	86.70%	6,521,551.34	86.09%	5,233,364.61	85.41%
长期股权投资	379,870.65	4.71%	336,388.15	4.44%	204,535.28	3.34%
投资性房地产	360,024.45	4.47%	381,960.09	5.04%	400,920.29	6.54%
固定资产	50,479.41	0.63%	56,845.36	0.75%	62,851.22	1.03%
非流动资产合计	1,072,450.85	13.30%	1,053,596.24	13.91%	894,330.40	14.59%
资产总计	8,061,290.30	100.00%	7,575,147.58	100.00%	6,127,695.01	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2017年末公司货币资金余额102.83亿元，其中1.73亿元为受限资金，主要为深圳祥云国际项目回迁安置房建设基金。公司其他应收款主要系公司与合作单位的往来款、项目保证金、押金，以及子公司与子公司其他股东之间的往来款等，2017年末公司其他应收款同比大幅增长167.83%至180.99亿元，主要是由于公司（或公司子公司）与参股子公司及子公司的其他股东往来款增加所致；其他应收款中往来款、保证金（及押金）账面余额占比分别为88.92%和11.50%，往来款对象主要是公司关联企业如佛山市鹏悦置业有限公司、上海众承房地产开发有限公司和北京恒合悦兴置业有限公司等。截至2017年末，公司其他应收款金额前五名情况如表10所示。

表 10 截至 2017 年末公司其他应收款金额前五名情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	年末金额	年限	占比	坏账准备
佛山市鹏悦置业有限公司	往来款	349,131.66	1 年以内	19.06%	3,491.32
北京恒合悦兴置业有限公司	往来款	305,619.42	1 年以内	16.69%	3,056.19
北京正德丰泽房地产开发有限公司	往来款	182,335.09	1 年以内	9.96%	1,823.35
苏州工业园区悦金房地产有限公司	往来款	173,687.93	1 年以内	9.48%	1,736.88
上海众承房地产开发有限公司	往来款	119,765.54	1 年以内	6.54%	1,197.66
合计	-	1,130,539.64	-	61.73%	11,305.40

资料来源：公司 2017 年审计报告

公司存货由房地产开发业务产生，主要包括完工开发产品、在建开发成本等；截至2017年末，公司存货账面价值346.31亿元，同比增长13.85%，主要系房地产项目开发投入增加

所致。截至2017年末，公司已完工开发项目包括深圳中粮凤凰里、深圳一品澜山、深圳云景国际、成都中粮锦云等；在建开发成本包括深圳祥云国际以及天津北辰区天重项目等，多集中在深圳、北京和成都等一线和热点二线城市。截至2017年底，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0.53亿元，较上年减少0.71亿元。2017年末公司存货中有账面价值为70.67亿元的资产已用于借款抵押，占期末存货账面价值的20.41%。

表 11 2016-2017 年公司存货构成明细（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
开发产品	725,666.52	20.95%	946,905.98	31.13%
开发成本	2,677,817.86	77.33%	2,092,671.33	68.80%
出租开发产品	59,469.60	1.72%	0.00	0.00%
其他存货	112.03	0.003%	2,262.51	0.07%
合计	3,463,066.01	100.00%	3,041,839.82	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。公司长期股权投资按权益法进行核算，2017年末账面价值为33.64亿元，同比增长64.46%，主要是参股子公司投资额增加所致；2017年公司权益法核算的长期股权投资收益-9,761.47万元，由于项目尚在开发中因此资产收益情况较差。公司投资性房地产按成本法进行计量，2017年末账面价值38.20亿元，同比减少4.73%，主要是计提折旧增加所致；从构成看，公司投资性房地产主要包括房屋建筑物和土地使用权，二者占比分别为71.94%和28.06%。由于历史遗留原因，截至2017年末，公司尚有账面价值3.95亿元的投资性房地产未办理产权证明，主要为自建厂房、宿舍等，正在上报材料进行补办。截至2017年末，公司投资性房地产中账面价值30.16亿元用于长期借款抵押，抵押资产占比达78.96%。公司固定资产主要为公司日常经营所需的房屋建筑物、机器设备、运输设备等，截至2017年账面价值为5.68亿元，其中2.67亿元用于长期借款抵押。

总体看，随着业务的发展公司资产稳步增长，资产以应收款项和商品房开发项目为主。但考虑到截至2017年末，公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产中合计账面价值105.23亿元资产使用权受限，受限资产占总资产比重为13.89%，公司整体资产流动性一般。

资产运营效率

2017年公司资产运营效率下降，在同业中处于中等偏弱的水平

2017年公司商品房去库存速度加快，全年商品房签约销售金额261.59亿元，同比增长31.04%；但结算面积和结转收入分别为70.72万平方米和130.19亿元，同比分别下降28.12%和24.18%。商品房结算减少使得营业收入规模下降，同时房地产项目开发投入带动存货规模增长，在此双重作用下，公司存货周转效率有所下降，2017年存货周转天数为1,309.53天，比上年同期增加264.55天；营业收入下滑使得资产运营效率下降，全年总资产周转天数为1,756.48天，同比增加575.14天。

与收入规模相近的同业上市公司相比，公司存货周转天数处于中等偏弱水平。2018年公司计划通过调整价格策略、付款方式和加强整售来提高存货周转率。

表 12 2016-2017 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
存货周转天数	1,309.53	1,044.98
流动资产周转天数	1,506.79	1,033.20
总资产周转天数	1,756.48	1,181.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

表 13 2017 年同行业收入规模相近上市公司存货周转天数比较（单位：天）

上市公司简称	存货周转天数
福星股份	839.94
中华企业	931.20
滨江集团	946.87
世茂股份	1,060.07
迪马股份	1,060.38
陆家嘴	1,179.17
金融街	1,192.05
中粮地产	1,309.53
信达地产	1,381.96
阳光城	1,457.49
华发股份	2,327.08

资料来源：Wind 资讯

盈利能力

2017年公司营业收入有所下降，但待结算面积规模较大，未来短中期业绩仍有一定保障；公司盈利能力有所提升，在同业中处于较好水平

公司2017年营业收入同比减少22.10%至140.42亿元，但考虑到截至2017年末，公司预收款项余额为190.09亿元，已售待结转面积89.89万平米，且当前在建、拟建项目规模较大

且多位于国内一线城市和热点二线城市，公司未来地产销售收入来源较有保障。毛利率方面，公司2017年结转收入的房地产项目多位于深圳、北京等一线城市，因此实现的销售毛利率较高，综合毛利率较上年小幅提升。

2017年公司实现投资净收益5.23亿元，同比大幅增长，主要为向关联企业（包括合营企业、联营企业等）收取的借款利息（2017年该部分利息收入由计入财务费用的利息收入转入投资净收益科目核算）；实现资产处置收益1.45亿元，主要系子公司华高置业有限公司处置巧克力生产线。2017年公司实现营业利润23.91亿元，同比增长7.53%，其中投资收益及资产处置收益二者合计占营业利润的比重为27.92%。

2017年公司期间费用较上年增加4.66亿元，主要为股东借款增加进而利息支出增加、以及2017年将关联企业收取的利息收入调整至投资收益中导致财务费用大幅增长所致，同年期间费用率同比增加5.64个百分点至13.85%。受益于营业利润增长和所得税费用降低，2017年公司利润总额和净利润同比分别增长7.19%和30.10%。

受益于利润规模增长，2017年公司各项盈利能力指标均表现较好，总资产回报率与上年基本持平，净资产收益率同比提升3.22个百分点15.06%。从收入相近的同业上市公司对比看，公司盈利能力处于相对较好水平。

表 14 2016-2017 年以及 2018 年 1-3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	218,429.94	1,404,235.59	1,802,519.15
投资净收益	10,975.24	52,295.51	4,938.78
资产处置收益	2.80	14,462.19	0.00
营业利润	50,864.18	239,144.97	222,404.65
期间费用	41,394.42	194,501.10	147,938.11
利润总额	51,712.11	239,479.48	223,413.16
净利润	33,935.71	173,483.84	133,345.90
综合毛利率	48.04%	36.33%	34.26%
期间费用率	18.95%	13.85%	8.21%
营业利润率	23.29%	17.03%	12.34%
总资产回报率	-	4.86%	4.88%
净资产收益率	-	15.06%	11.84%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

表 15 2017 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）

上市公司简称	营业收入	综合毛利率	营业利润/营业总收入
陆家嘴	932,459.38	49.80%	52.12%
世茂股份	1,866,677.04	44.91%	28.65%
中粮地产	1,404,235.59	36.33%	17.03%

滨江集团	1,377,370.40	30.40%	21.38%
金融街	2,551,934.09	29.42%	21.64%
华发股份	1,991,681.39	28.18%	12.77%
信达地产	1,521,604.89	28.16%	11.66%
福星股份	1,165,851.11	26.59%	15.16%
迪马股份	953,798.76	25.25%	10.02%
阳光城	3,316,313.02	25.08%	11.08%
中华企业	765,897.03	21.30%	8.23%

注：以综合毛利率自高向低排序。

资料来源：Wind 资讯

现金流

公司经营活动现金流受往来款规模影响较大，在建及拟建房产项目所需资金规模大，未来仍有一定筹资压力

经营现金流入方面，2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降12.75%至191.89亿元；同时收到的押金、保证金规模达322.29亿元，主要为公司土地竞拍保证金。经营活动现金流出方面，公司继续加大土地储备力度，当年支付的保证金、押金、备用金为355.63亿元（体现在支付的其他与经营活动有关的现金）。公司经营活动现金流受公司土地储备保证金和往来款进出影响较大，2017年经营活动净现金流为17.18亿元。

2017年公司对联合营企业借出的款项大幅增加导致当年投资活动现金流表现为大额净流出，包括支付的关联方资金拆借规模达到143.30亿元，以及投资支付的现金16.10亿元。

2017年公司主要通过银行借款和关联方资金拆借进行融资，取得借款收到的现金为111.84亿元、收到关联方资金拆借款57.75亿元，由于当年债务偿还规模有所下降，筹资活动现金流净额为54.61亿元，较上年大幅增长。但考虑到公司除仍处于立项阶段之外的在建和拟建项目尚需资金投入约515.88亿元，未来仍有一定的筹资压力。

表 16 2016-2017 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	173,483.84	133,345.90
营运资本变化	-34,584.66	469,032.36
其中：存货减少（减：增加）	-447,283.14	750,210.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	-158,193.08	-483,238.53
经营性应付项目的增加（减：减少）	570,891.56	202,060.65
经营活动产生的现金流量净额	171,779.54	683,759.87
投资活动产生的现金流量净额	-1,056,783.35	-333,130.06
筹资活动产生的现金流量净额	546,065.09	40,876.14

现金及现金等价物净增加额	-339,006.14	391,573.23
--------------	-------------	------------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债规模增长迅速，新增部分以经营性负债为主；但有息债务规模依然较大，公司面临一定偿债压力

随着土地收储和房地产开发项目的推进，公司资金需求加大，负债水平较上年进一步上升，2017年末公司负债总额同比增长28.04%至640.07亿元。公司所有者权益增长主要依赖留存收益，增长较慢，且2017年公司收购北京正德兴合房地产开发有限公司调减资本公积约1.22亿元。截至2017年末，公司产权比率同比上升102.12个百分点至544.99%；所有者权益对总债务的保障程度持续降低。截至2018年3月末，公司负债总额较上年末增长7.31%至686.87亿元，产权比率较上年末上升30.93个百分点至575.92%。

表 17 2016-2017 年以及 2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	6,868,651.24	6,400,688.66	4,998,942.09
股东权益	1,192,639.06	1,174,458.92	1,128,752.92
产权比率	575.92%	544.99%	442.87%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司应付账款主要系应付工程款及工程保证金，截至2017年末账面价值为48.44亿元。预收款项主要为商品房预售房款，无实际支付压力，2017年末公司预收款项余额为190.09亿元，同比增长34.45%；其中深圳天悦壹号的预收房款为52.36亿元，南京中粮鸿云18.91亿元，苏州中粮祥云国际一期14.56亿元。公司其他应付款主要是与相关单位往来款借款、工程项目保证金、补偿款及违约金等，截至2017年末，公司其他应付款账面金额78.89亿元，同比大幅增长395.34%，其中公司与北京中粮万科置业有限公司和广州市鹏万房地产有限公司的往来款账龄均超过3年，合计金额4.30亿元。

表 18 2016-2017 年以及 2018 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	516,837.00	7.52%	462,500.00	7.23%	512,500.00	10.25%
应付账款	440,703.86	6.42%	484,422.57	7.57%	508,370.53	10.17%
预收款项	2,076,000.76	30.22%	1,900,947.43	29.70%	1,413,883.93	28.28%
其他应付款	806,395.49	11.74%	788,862.61	12.32%	159,255.60	3.19%
一年内到期的非流动负债	618,255.80	9.00%	778,017.08	12.16%	225,112.24	4.50%

流动负债合计	4,871,413.92	70.92%	4,841,999.23	75.65%	3,180,001.43	63.61%
长期借款	1,655,127.54	24.10%	1,215,834.91	19.00%	1,302,518.56	26.06%
应付债券	198,860.41	2.90%	198,746.78	3.11%	377,821.16	7.56%
非流动负债合计	1,997,237.32	29.08%	1,558,689.43	24.35%	1,818,940.66	36.39%
负债合计	6,868,651.24	100.00%	6,400,688.66	100.00%	4,998,942.09	100.00%
其中：有息债务	2,989,080.75	43.52%	2,655,098.77	41.48%	2,417,951.96	48.37%

注：有息债务未包括其他应付款中有息债务。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从构成看，公司债务规模增长主要来自预收款项、其他应付款和长期借款的增加。截至2017年末，公司有息债务为265.51亿元，同比增加9.81%，其中短期借款46.25亿元、长期借款181.40亿元（含一年内到期部分）、应付债券（含一年内到期部分）37.86亿元。截至2017年末，公司短期借款均为信用借款；长期借款中有114.61亿元为信用借款，其余均为保证、抵押或质押借款（抵质押物为公司存货、投资性房地产、固定资产以及子公司股权等）；应付债券包括本期债券（“15中粮01”）、“08中粮债”以及2015年中期票据（“15中粮地产MTN001”），其中“08中粮债”将于2018年8月25日到期，需偿还债券本金12亿元。截至2018年3月末，公司有息债务较上年末增长12.58%至298.91亿元，新增部分主要为银行借款。总体看，公司债务规模增长部分主要为经营性负债，但公司有息债务规模依然较高，公司面临一定的偿债压力。

从偿债能力指标看，2017年公司资产负债率和剔除预收款项后的资产负债率分别为84.50%和79.30%，较上年分别增加2.92和3.25个百分点，负债水平相对较高。2017年公司流动比率、速动比率分别为1.35和0.63，均较上年有所下降，面临一定的短期偿债压力。公司2017年EBITDA利息保障倍数达2.27，较上年有所提升，现金生成能力对利息支出的保障程度略有增强。

表 19 2016-2017 年以及 2018 年 3 月公司主要偿债能力指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	85.21%	84.50%	81.58%
剔除预收款项后的资产负债率	80.07%	79.30%	76.05%
流动比率	1.43	1.35	1.65
速动比率	0.63	0.63	0.69
EBITDA（万元）	-	355,542.72	307,599.69
EBITDA 利息保障倍数	-	2.27	1.79
有息债务/EBITDA	-	7.47	7.86

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2017年公司商品房销售业务发展较好，合同销售金额和销售均价有所提升；公司房地产开发项目主要布局在北京和深圳等一线城市以及热点二线城市，区域布局情况较好，且公司土地储备充足，待结算资源规模较大，未来业务发展较有保障；公司租赁业务可贡献稳定的现金流入，同时公司近年积极参与深圳市城市更新项目，若能够顺利推进将产生更多的可租物业。但鹏元也关注到，我国房地产行业政策调控持续升级，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势，短期趋势不明朗；公司在建与拟建项目尚需投入资金量较大，后续面临一定的开发资金压力，以及有息债务规模较高使公司面临一定偿债压力等风险因素。

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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	823,143.76	1,028,255.65	1,362,269.49	966,364.10
应收票据	0.00	0.00	0.00	200.00
应收账款	27,555.76	17,936.32	21,314.11	16,910.42
预付款项	24,161.49	16,490.30	7,185.18	4,866.30
应收利息	304.17	304.17	8,688.09	0.00
其他应收款	2,011,899.33	1,809,877.40	675,760.11	211,824.10
存货	3,895,963.64	3,463,066.01	3,041,839.82	3,837,021.60
其他流动资产	205,811.31	185,621.49	116,307.81	75,878.97
流动资产合计	6,988,839.45	6,521,551.34	5,233,364.61	5,113,065.49
可供出售金融资产	3,572.80	3,572.80	3,572.80	3,518.00
长期应收款	7,790.29	7,140.29	7,140.29	5,340.29
长期股权投资	379,870.65	336,388.15	204,535.28	57,068.73
投资性房地产	360,024.45	381,960.09	400,920.29	378,096.13
固定资产	50,479.41	56,845.36	62,851.22	62,258.25
在建工程	0.00	0.00	0.00	215.51
无形资产	5,286.00	5,435.06	5,695.52	4,788.65
商誉	13,371.95	13,371.95	14,763.37	16,118.40
长期待摊费用	2,032.08	2,211.14	1,354.04	1,169.70
递延所得税资产	110,207.08	106,855.25	69,083.11	60,615.32
其他非流动资产	139,816.15	139,816.15	124,414.50	0.00
非流动资产合计	1,072,450.85	1,053,596.24	894,330.40	589,188.98
资产总计	8,061,290.30	7,575,147.58	6,127,695.01	5,702,254.46
短期借款	516,837.00	462,500.00	512,500.00	574,500.00
应付账款	440,703.86	484,422.57	508,370.53	525,094.58
预收款项	2,076,000.76	1,900,947.43	1,413,883.93	1,051,393.35
应付职工薪酬	9,730.37	23,727.01	16,210.70	13,317.19
应交税费	385,506.41	390,506.97	331,444.15	150,307.89
应付利息	16,583.77	11,615.08	12,014.78	13,204.20
应付股利	1,400.47	1,400.47	1,209.50	1,204.76
其他应付款	806,395.49	788,862.61	159,255.60	170,099.51
一年内到期的非流动负债	618,255.80	778,017.08	225,112.24	305,075.47
流动负债合计	4,871,413.92	4,841,999.23	3,180,001.43	2,804,196.95
长期借款	1,655,127.54	1,215,834.91	1,302,518.56	1,292,028.60

应付债券	198,860.41	198,746.78	377,821.16	377,118.78
预计负债	180.89	180.89	0.00	0.00
递延所得税负债	12,797.08	12,797.08	13,100.88	14,097.91
递延收益	130,271.39	131,129.77	125,500.06	91,289.12
非流动负债合计	1,997,237.32	1,558,689.43	1,818,940.66	1,774,534.41
负债合计	6,868,651.24	6,400,688.66	4,998,942.09	4,578,731.35
股本	181,373.16	181,373.16	181,373.16	181,373.16
资本公积	0.00	0.00	12,192.11	52,567.23
其它综合收益	7,863.79	5,913.11	1,443.47	2,960.47
盈余公积金	115,371.09	115,371.09	118,181.96	96,738.54
未分配利润	386,150.81	360,391.20	276,022.07	279,150.33
归属于母公司所有者权益合计	690,758.85	663,048.56	589,212.77	612,789.74
少数股东权益	501,880.21	511,410.35	539,540.14	510,733.38
所有者权益合计	1,192,639.06	1,174,458.92	1,128,752.92	1,123,523.11
负债和所有者权益总计	8,061,290.30	7,575,147.58	6,127,695.01	5,702,254.46

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及 2018 年 1-3 月未经审计财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	218,429.94	1,404,235.59	1,802,519.15	1,372,454.39
营业收入	218,429.94	1,404,235.59	1,802,519.15	1,372,454.39
二、营业总成本	178,543.81	1,231,848.33	1,585,053.28	1,332,536.08
营业成本	113,489.51	894,125.50	1,184,898.33	1,010,184.10
税金及附加	24,418.59	121,570.96	245,471.73	148,332.38
销售费用	5,364.44	53,215.75	54,101.20	63,018.16
管理费用	9,160.57	46,241.27	43,429.17	37,746.30
财务费用	26,869.41	95,044.08	50,407.74	47,880.25
资产减值损失	-758.70	21,650.76	6,745.12	25,374.89
投资净收益	10,975.24	52,295.51	4,938.78	88,263.33
资产处置收益	2.80	14,462.19	0.00	0.00
三、营业利润	50,864.18	239,144.97	222,404.65	128,181.63
加：营业外收入	1,012.03	1,796.19	1,972.40	3,995.68
减：营业外支出	164.10	1,461.68	963.89	2,454.28
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	229.90	1,595.39
四、利润总额	51,712.11	239,479.48	223,413.16	129,723.03
减：所得税	17,776.40	65,995.64	90,067.26	36,839.59
五、净利润	33,935.71	173,483.84	133,345.90	92,883.44

注：2015年财务数据均采用2016年审计报告期初数。

资料来源：公司2015-2017年审计报告以及2018年1-3月未经审计财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	406,845.75	1,918,936.40	2,199,372.18	1,678,274.67
收到的税收返还	10.07	0.00	11.69	19.74
收到其他与经营活动有关的现金	441,412.41	3,859,118.52	3,941,155.33	1,191,122.97
经营活动现金流入小计	848,268.23	5,778,054.92	6,140,539.19	2,869,417.37
购买商品、接受劳务支付的现金	388,502.07	1,224,519.99	1,088,185.14	1,286,577.98
支付给职工以及为职工支付的现金	27,884.57	60,745.77	57,833.83	45,545.99
支付的各项税费	84,264.47	307,187.44	243,603.68	228,982.45
支付其他与经营活动有关的现金	562,044.80	4,013,822.18	4,067,156.68	1,462,359.27
经营活动现金流出小计	1,062,695.92	5,606,275.38	5,456,779.32	3,023,465.70
经营活动产生的现金流量净额	-214,427.69	171,779.54	683,759.87	-154,048.33
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	82,316.01
取得投资收益收到的现金	2,488.66	24,993.07	375.00	791.13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	19.41	14,562.54	2,445.37	2,609.82
收到其他与投资活动有关的现金	144,919.29	501,343.83	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	147,427.36	540,899.43	2,820.37	85,716.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,960.75	3,642.33	19,556.55	19,092.02
投资支付的现金	65,010.00	161,023.21	282,183.04	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	1,640.02	1,378.00
支付其他与投资活动有关的现金	246,174.06	1,433,017.24	32,570.82	0.00
投资活动现金流出小计	313,144.80	1,597,682.79	335,950.43	20,470.02
投资活动产生的现金流量净额	-165,717.44	-1,056,783.35	-333,130.06	65,246.93
吸收投资收到的现金	0.00	23,230.00	3,920.00	107,900.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	23,230.00	3,920.00	107,900.00
取得借款收到的现金	396,965.46	1,118,439.87	1,526,126.94	1,345,111.24
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	258,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	62,894.93	577,548.26	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	459,860.39	1,719,218.13	1,530,046.94	1,711,011.24
偿还债务支付的现金	173,171.83	882,027.41	1,194,300.21	1,140,194.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	46,548.32	173,371.64	181,079.43	207,552.22
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	14,700.00	24,210.20	9,896.00	55,867.91
支付其他与筹资活动有关的现金	65,065.40	117,753.99	113,791.17	47,740.36

筹资活动现金流出小计	284,785.55	1,173,153.04	1,489,170.81	1,395,487.43
筹资活动产生的现金流量净额	175,074.84	546,065.09	40,876.14	315,523.82
汇率变动对现金的影响	-41.61	-67.41	67.29	33.46
现金及现金等价物净增加额	-205,111.89	-339,006.14	391,573.23	226,755.88
期初现金及现金等价物余额	1,010,905.81	1,349,911.95	958,338.72	731,582.84
期末现金及现金等价物余额	805,793.92	1,010,905.81	1,349,911.95	958,338.72

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及 2018 年 1-3 月未经审计财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	173,483.84	133,345.90	92,883.44
加：资产减值准备	21,650.76	6,745.12	25,374.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	19,762.22	18,324.70	16,669.16
无形资产摊销	2,416.11	364.10	1,289.30
长期待摊费用摊销	399.44	370.87	1,284.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-14,462.19	28.56	-789.61
固定资产报废损失	0.00	114.81	6.89
财务费用	93,485.47	69,837.06	53,071.34
投资损失	-52,295.51	-4,938.78	-88,263.33
递延所得税资产减少	-37,772.14	-8,467.79	-13,907.93
递延所得税负债增加	-303.80	-997.04	-3,603.71
存货的减少	-447,283.14	750,210.24	-551,978.87
经营性应收项目的减少	-158,193.08	-483,238.53	-156,200.07
经营性应付项目的增加	570,891.56	202,060.65	470,115.28
经营活动产生的现金流量净额	171,779.54	683,759.87	-154,048.33

注：2015年财务数据均采用2016年审计报告期初数。

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 截至2017年末公司纳入合并范围一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1、中粮地产集团深圳工人服务有限公司	深圳	工业地产租赁	100.00	设立
2、中粮地产集团深圳大洋服务有限公司	深圳	工业地产租赁	100.00	设立
3、中粮地产集团深圳工业发展有限公司	深圳	工业地产租赁	100.00	设立
4、深圳鹏丽陶瓷有限公司	深圳	工业生产	90.00	设立
5、深圳市宝安三联有限公司	深圳	工业地产租赁	74.04	设立
6、深圳市宝安福安实业有限公司	深圳	工业地产租赁	56.52	设立
7、华高置业有限公司	香港	商业贸易	100.00	设立
8、中粮地产集团深圳物业管理有限公司	深圳	物业管理	100.00	设立
9、深圳中粮地产物业服务有限公司	深圳	物业管理	100.00	设立
10、中粮地产集团深圳房地产开发有限公司	深圳	房地产开发	100.00	设立
11、中粮地产发展(深圳)有限公司	深圳	房地产开发	100.00	设立
12、长沙中粮地产投资有限公司	长沙	房地产开发	100.00	设立
13、中粮地产成都有限公司	成都	房地产开发	100.00	设立
14、成都天泉置业有限责任公司	成都	房地产开发	100.00	同一控制下企业合并
15、中粮地产南京有限公司	南京	房地产开发	100.00	设立
16、苏源集团江苏房地产开发有限公司	南京	房地产开发	90.00	同一控制下企业合并
17、杭州易筑房地产开发有限公司	杭州	房地产开发	100.00	设立
18、杭州鸿悦置业有限公司	杭州	房地产开发	100.00	设立
19、中粮地产(上海)有限公司	上海	房地产开发	100.00	设立
20、上海加来房地产开发有限公司	上海	房地产开发	51.00	同一控制下企业合并
21、中粮地产(北京)有限公司	北京	房地产开发	100.00	设立
22、天津粮滨投资有限公司	天津	房地产开发	90.00	设立
23、中耀房地产开发(沈阳)有限公司	沈阳	房地产开发	65.00	设立
24、中粮祥云置业(苏州)有限公司	苏州	房地产开发	51.00	设立
25、中粮地产(天津)有限公司	天津	房地产开发	100.00	设立
26、中粮房地产开发(杭州)有限公司	杭州	房地产开发	100.00	设立
27、烟台中粮博瑞房地产开发有限公司	烟台	房地产开发	100.00	同一控制下企业合并
28、中粮天悦地产(苏州)有限公司	苏州	房地产开发	100.00	设立
29、太仓悦祥房地产开发有限公司	太仓	房地产开发	100.00	设立
30、中粮地产(武汉)有限公司	武汉	房地产开发	100.00	设立
31、深圳市前海中粮投资管理有限公司	深圳	房地产开发	51.00	设立
32、沈阳锐镜投资有限公司	沈阳	房地产开发	100.00	设立
33、沈阳和悦投资有限公司	沈阳	房地产开发	51.00	设立
34、中粮地产(西安)有限公司	西安	房地产开发	100.00	设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录五 2017年公司合并范围子公司增减情况

增加子公司	原因	持股比例 (%)
上海世而房地产开发有限公司	设立	100.00
上海世斯房地产开发有限公司	设立	100.00
上海世良房地产咨询有限公司	设立	100.00
上海玥世企业管理咨询有限公司	设立	51.00
太仓悦祥房地产开发有限公司	设立	100.00
中粮地产（武汉）有限公司	设立	100.00
深圳前海汇金添安资本管理有限公司	设立	51.00
重庆华悦锦合实业有限公司	设立	50.00
中粮（深圳）智汇置业有限公司	设立	100.00
北京燕都水郡房地产开发有限公司	设立	100.00
深圳市前海中粮投资管理有限公司	设立	51.00
南京三金祥云置业有限公司	设立	50.00
成都中金澍茂置业有限公司	设立	50.00
沈阳锐境投资有限公司	设立	100.00
沈阳和悦投资有限公司	设立	51.00
中粮地产（西安）有限公司	设立	100.00
天津市中辰朝华置业有限公司	设立	100.00
北京中粮万科商业运营管理有限公司	设立	100.00
减少子公司	原因	持股比例 (%)
中粮地产集团深圳贸易有限公司	注销	100.00

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 公司2017年房地产项目开发及销售明细(单位:万平方米、亿元)

具体项目	业态	权益比例	可供出售面积	2017年签约面积	2017年签约金额	2017年结算面积	2017年结算金额	累计结算面积	预计总投资金额	截至2017年末已投资金额
(一) 在建项目										
北京青龙湖西海项目	商业别墅	20%	5.66	0.04	0.13	-	-	0.08	20	13.98
北京京西祥云(原北京稻田项目)	住宅、商业	49.91%	16.38	5.58	31.31	-	-	-	72.67	51.24
北京长阳一号地、五号地	住宅、商业	50%	77.88	6.1	8.31	2.47	6.45	78.62	129.66	121.31
北京中粮天恒天悦壹号(原北京南苑项目)	住宅	51%	22.84	3.25	25.91	-	-	-	148.35	103.25
北京中粮瑞府	住宅	100%	7.6	2.81	24.43	3.61	4.47	4.97	44.09	42.84
上海新场项目	住宅	50%	6.58	-	-	-	-	-	40.2	28.07
上海顾村项目	住宅	25%	10.36	-	-	-	-	-	98.58	78
上海南桥半岛	住宅	100%	18.85	0.27	0.05	-	0.17	10.6	31.88	24.45
69区创芯公园	公寓、写字楼	100%	14.02	4.26	16.17	-	-	-	26.78	13.94
深圳祥云国际	住宅、公寓、写字楼、商业	51%	15.36	4.47	15.55	-	-	-	54.26 (注2)	26.11
深圳云景国际	住宅、商铺、写字楼、公寓	51%	41.58	6.31	20.16	15.78	37.57	15.78	66.1	50.75
成都中粮祥云里(原金牛地块项目)	住宅	51%	7.48	4.24	5.42	-	-	-	7.32	6.09
成都御岭湾	住宅	100%	22.34	1.75	2.72	1.44	2.4	12.51	25.24	25.95
沈阳中粮隆玺	住宅、写字楼、公寓	65%	66	5.06	8.4	4.68	7.07	39.26	87.75	63.02
天津中粮大道	住宅、写字楼、商业	90%	22.72	0.16	1	-	-	8.04	163.04	36.83
南京中粮祥云	住宅、写字楼、商业	51%	19.77	2.5	6.42	-	-	-	26.45	16.68

南京颐和南园	住宅	90%	27.27	-	-	-	-	27.17	17.04	15.71
长沙北纬 28 度	住宅	98%	76.44	8.98	6.48	1.73	1.89	31.85	45.05	29.18
苏州中粮祥云国际	住宅	51%	22.06	10.14	19.43	-	-	-	31.16	21.91
良渚祥云项目	住宅	50%	6.74	-	-	-	-	-	21.76	13.06
重庆鸿云	住宅、公寓、商业	50%	12.7	2.93	4.00	-	-	-	9.98	6.05
在建项目小计			520.63	68.85	195.89	29.71	60.02	228.88	1,167.36	788.42
(二) 拟建项目										
北京孙河 N 地块项目	住宅、公寓	37%	6.25	-	-	-	-	-	注 1	50.12
北京南苑槐新自住房地块	住宅、商业、办公、养老	25%	10.05	-	-	-	-	-	注 1	44.44
北京海淀永丰项目	住宅、商业	39%	9.87	-	-	-	-	-	注 1	63.94
北京顺义马头庄地块	住宅、公寓	25%	10.6	-	-	-	-	-	注 1	-
北京良乡 3 号地	住宅、公寓	11.10%	10.03	-	-	-	-	-	注 1	-
深圳宝安 25 区更新项目一期 A	住宅、办公、公寓	100%	9.79	-	-	-	-	-	58.14	11.63
成华珑悦锦云	住宅	50%	10.83	-	-	-	-	-	20.62	10.93
武侯区簇桥街道项目	住宅	50%	20.07	-	-	-	-	-	注 1	19.24
成都崇州市街子古镇旅游景区地块	住宅、商业	24.50%	16.26	-	-	-	-	-	注 1	1.18
成都天府三街北侧、益州大道东侧地块	商业	24.50%	7.99	-	-	-	-	-	注 1	0.004
沈阳望花地块	住宅	100%	13.55	-	-	-	-	-	13.56	-
沈阳中粮保利堂悦	住宅	51%	17.74	-	-	-	-	-	17.74	7.85
天津北辰高峰路项目	住宅、商业	100%	19.05	-	-	-	-	-	63.9	39.21
南京溧水 G07 地块	住宅、商业	50%	6.73	-	-	-	-	-	12.07	6.54
南京溧水 G09 地块	住宅、办公、商业	49%	8.16	-	-	-	-	-	12.04	6.04
南京溧水 G19 地块	住宅、商业	29%	14.41	-	-	-	-	-	21.5	0.43
太仓项目	住宅	100%	4.5	-	-	-	-	-	注 1	3.65

苏州科技城项目	住宅、商业	12.25%	38.84	-	-	-	-	-	注1	74.63
苏州相城区元和街道项目	高层、洋房	50%	22.27	-	-	-	-	-	注1	11.29
佛山禅城华祥路03项目	住宅	25%	14.84	-	-	-	-	-	注1	25.59
佛山禅城华祥路04项目	住宅	25%	6.37	-	-	-	-	-	注1	10.74
厦门环东海新城07地块	住宅	100%	4.97	-	-	-	-	-	注1	15.88
绍兴柯桥城区R-15地块	住宅	34%	33.74	-	-	-	-	-	注1	-
拟建项目小计			316.91	-	-	-	-	-	219.57	403.33
在建及拟建项目合计			837.54	68.85	195.89	29.71	60.02	228.88	1,386.93	1,191.75
(三) 竣工项目										
北京祥云国际	住宅、商业、 写字楼、公寓	51%	44.69	0.8	3.41	3.71	10.51	46.22	86.08	84.72
北京长阳三号地南侧地块	住宅、商业	50%	13.62	-	-	-	-	7.05	19.25	19.64
上海翡翠别墅	住宅	51%	23.01	0.23	0.05	0.4	0.89	21.05	31.78	31.39
深圳中粮锦云	住宅	100%	13.44	-	-	0.04	0.19	13.34	16.6	12.92
深圳一品澜山	住宅	100%	11.67	0.13	0.3	0.22	0.44	10.64	15.56	15.54
深圳中粮凤凰里	住宅	100%	12.43	0.92	4.01	3.44	12.92	10.8	13.51	13.45
深圳天悦壹号(原中粮紫云项目)	住宅、公寓、 写字楼、商业	100%	14.96	5.94	40.04	-	-	-	39.04	30.66
广州金域蓝湾	住宅	50%	43.4	-	-	0.003	0.02	22.77	43.66	44.24
成都中粮锦云	住宅	100%	18.76	0.19	0.59	0.68	0.88	17.86	27.04	24.87
成都祥云国际	住宅	70%	22.5	0.86	1.21	2.05	1.17	28.75	27.44	28.07
成都香榭丽都	住宅	100%	5.88	0.17	0.13	0.16	0.08	8.04	7.68	9.56
成都中粮鸿云	住宅、商业	51%	25.89	2.8	6.85	17.06	21.84	17.06	26.3	24.35
成都香颂丽都	住宅、商业	61.45%	10.97	0.51	0.73	0.49	0.38	10.58	12.53	10.69
南京彩云居	住宅、公寓	100%	7.51	0	0.0008	0.06	0.04	7.63	7.35	6.6
南京中粮鸿云坊	住宅	100%	30.49	2.82	6.07	11.07	18.82	25.74	46.76	43.77
杭州云涛名苑	住宅	100%	8.85	-	0.18	0.54	0.28	8.85	14.62	13.32

杭州方圆府	住宅、公寓	100%	9.22	0.49	1.13	0.47	0.72	9.18	20.88	18.78
烟台中粮朗云	住宅	100%	12.64	0.67	0.98	0.62	1	11.72	7.36	7.29
竣工项目合计			329.93	16.53	65.68	41.01	70.18	277.28	463.44	439.86
总计			1167.47	85.38	261.59	70.72	130.19	506.16	1,850.37	1,631.57

注：（1）截至 2017 年末，该项目尚处于立项阶段；（2）目前深圳祥云国际二期尚在拆迁谈判中，二期占地面积及计容建筑面积尚未确定，预计总投资额为整个项目的预计总投资额；（3）广州金域蓝湾为公司与万科企业股份有限公司合作开发项目，不在公司合并范围内。

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	85.21%	84.50%	81.58%	80.30%
剔除预收账款后的资产负债率	80.07%	79.30%	76.05%	75.84%
流动比率	1.43	1.35	1.65	1.82
速动比率	0.63	0.63	0.69	0.46
有息债务（万元）	2,989,080.75	2,655,098.77	2,417,951.96	2,548,722.85
综合毛利率	48.04%	36.33%	34.26%	26.40%
总资产回报率	-	4.86%	4.88%	3.54%
EBITDA（万元）	-	355,542.72	307,599.69	202,015.75
EBITDA 利息保障倍数	-	2.27	1.79	1.45
产权比率	575.92%	544.99%	442.87%	407.53%
期间费用率	18.95%	13.85%	8.21%	10.83%
营业利润率	23.29%	17.03%	12.34%	9.34%
存货周转天数	-	1,309.53	1,044.98	1,265.89
总资产周转天数	-	1,756.48	1,181.34	1,355.25

注：2015 年财务数据 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及 2018 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券
剔除预收款项后的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$

附录九 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。