



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪130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<sup>+</sup>，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  
信用评级委员会  
二零一六年五月二十四日

## 2008年中粮地产(集团)股份有限公司公司债券跟踪评级报告(2016)

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	2015/05/14		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

### 基本观点

2015年,在房地产行业整体回暖的背景下,中粮地产(集团)股份有限公司(以下简称“中粮地产”或“公司”)房地产开发业务保持平稳发展,其项目区域布局结构良好,相对充足的项目储备及合理的区域布局为其后续发展和风险防御奠定较好基础,并且随着所持工业物业不断被纳入城市更新项目范围,公司后续具有较大的发展潜力。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到,公司自主盈利能力有待提升、对处置金融资产收益依赖较大,以及债务规模持续上升等因素可能对公司信用水平带来挑战。

中诚信证评将维持公司主体信用等级AA<sup>+</sup>,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

- 区域布局结构良好。2015年公司当年新增项目主要位于北京、南京及苏州,其2015年末在建拟建项目则主要位于北京、上海、深圳等一线城市和成都、南京及长沙等市场环境较好的重点二线城市,区域布局结构较好,后续发展较有保障,且区域布局相对分散也有利于分散其房地产开发业务风险。
- 城市更新项目奠定公司发展潜力。公司在深圳宝安区拥有约113万平方米的工业厂房物业,当前每年可为公司提供稳定的租金收入和现金流。同时,随着工业物业不断被纳入城市更新项目范围,公司可持续发展能力较强,后续具有较大的发展潜力。
- 财务弹性良好。截至2015年12月31日,公司共获得各银行综合授信总额为246.81亿元,其中尚未使用的银行借款授信额度为104.85亿元,可用银行融资空间较大,财务弹性表现良好。

### 概况数据

中粮地产	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	89.70	106.65	110.86	115.34
总资产(亿元)	406.03	463.11	553.22	576.42
总债务(亿元)	162.63	208.18	254.67	287.23
营业总收入(亿元)	101.79	90.41	135.00	31.82
营业毛利率(%)	30.26	37.68	26.45	35.78
EBITDA(亿元)	18.62	19.52	21.10	-
所有者权益收益率(%)	10.25	8.47	9.03	15.55
资产负债率(%)	77.91	76.97	79.96	79.99
净负债率(%)	104.10	126.84	145.54	146.75
总债务/EBITDA(X)	8.73	10.67	12.07	-
EBITDA利息倍数(X)	1.70	1.35	1.32	-

中国建设银行	2013	2014	2015
资产总额(亿元)	153,632.10	167,441.30	183,494.89
净利润(亿元)	2,151.22	2,282.47	2,288.86
平均资本回报率(%)	21.23	19.62	16.97
平均资产回报率(%)	1.47	1.42	1.30
不良贷款率(%)	0.99	1.19	1.58
拨备覆盖率(%)	268.22	222.33	150.99
资本充足率(%)	13.34	14.87	15.39

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2013年数据为2014年年初重述数  
3、中粮地产2016.Q1的所有者权益收益率指标经年化处理

### 分析师

赵屹 yzhao@ccxr.com.cn  
解晓婷 xtjie@ccxr.com.cn  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
www.ccxr.com.cn  
2016年5月24日

## 关 注

- 自主盈利能力有待提升，对处置金融资产利得依赖较大。公司 2015 年实现利润总额 14.01 亿元，其中经营性业务利润 7.55 亿元，同比下降 28.92%；投资收益 8.83 亿元，同比上升 49.81%，主要为处置金融资产取得的投资收益，对处置金融资产利得依赖较大，主营业务盈利能力提升。
- 债务规模持续上升。近年随着业务规模的扩大，公司对外部融资需求有所上升，债务规模持续增长。截至 2015 年末，公司总债务为 254.67 亿元，近三年复合增长率为 25.14%，另截至 2016 年 3 月末，公司总债务进一步上升至 287.23 亿元，杠杆比例亦处于较高水平。

## 信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和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](http://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评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

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

## 行业关注

**2015年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升**

2015年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%。截至2015年末，全国100个城市（新建）住宅均价为10,980元/平方米，环比上涨0.74%，同比上涨4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.0%，增速比1~11月回落0.3个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降14.0%。2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，同比下降31.7%；同期，土地成交价款7,622亿元，下降23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至2015年末，商品房待售面积71,853万平方米，同比增长15.58%，增速较上年收窄10.54个百分点，其中，住宅待售面积增加1155万平方米，办公楼待售面积增加128万平方米，商业营业用房待售面积增加458万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房

需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府均在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015年3月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于2015年3月和9月两次发文下调购房首付比例，并于同年3月下调营业税年限以及2016年2月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有4次涉及公积金政策，其中3次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金金融渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015年内先后经历了5次降息和5次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二胎政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2015年全国行业排名前20房企集中度同比增加0.03个百分点至22.82%；TOP50房企则从31.15%上升至31.74%，小幅增加了0.59个百分点；TOP100房企则大幅增加1.86个百分点至39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

## 业务运营

受商品房项目结算规模出现波动的影响，2015

年公司实现营业收入 135.00 亿元，同比增加 49.32%。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，2015 年公司实现商品房销售收入 128.87 亿元，同比上升 54.77%，占营业收入比重为 95.46%。此外，公司持有可供出租工业物业，能够提供一定规模的较为稳定的租金收入及现金流，2015 年公司实现房屋租赁收入为 3.39 亿元，同比增长 34.12%。同时，公司物业管理业务收入也有所提升。

表 1: 2015 年公司主营业务收入构成-按行业

单位: 亿元、%

业务分类	营业收入	同比变化	收入占比
商品房销售	128.87	54.77	95.46
房屋租赁	3.39	34.12	2.51
物业管理	1.16	10.47	0.86
其他	1.58	-55.82	1.17
合计	135.00	49.32	100

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

## 房地产开发业务

2015 年受整体政策环境放宽影响, 公司依托品牌影响力以及自身不断提升的营销能力以及创新能力, 公司房地产开发业务收入显著上升

从项目销售情况看, 2015 年得益于政策的逐步宽松, 公司依托其品牌影响力和日益加强的营销能力以及创新能力, 公司销售业绩实现了增长。2015 年全年公司实现签约销售面积 91.48 万平方米, 签约销售金额 151.41 亿元, 分别同比增长 31.02% 和 39.55%, 销售业绩实现较快提升。公司 2015 年签约销售分布于一线和重点二线共 10 个城市, 其中北京、上海、深圳和广州的签约销售金额在公司总销售金额中占比为分别为 36.90%、4.80% 和 13.83% 和 0.18%, 上述一线城市的销售占比超过 50%; 另外, 重点二线城市如成都、南京、天津、杭州、沈阳和长沙的销售占比分别为 19.57%、8.48%、5.25%、4.92%、4.66% 和 1.40%。

销售结算方面, 受公司开发进度影响, 2015 年结算销售面积 82.25 万平方米, 同比上升 49.63%。受此影响, 公司当年实现结算金额 129.53 亿元, 同比上升 34.38%。此外, 2015 年公司已售待结转面积为 78.13 万平方米, 该部分在未来逐步确认收入

有望对公司的后续业绩形成有力支撑。

表 2: 2013~2015 年公司项目运营情况

单位: 万平方米、亿元

	2013 <sup>1</sup>	2014 <sup>2</sup>	2015 <sup>3</sup>	同比变化
结算面积	75.29	54.97	82.25	49.63%
结算金额	104.61	96.40	129.53	34.37%
销售面积	72.70	69.82	91.48	31.02%
销售金额	112.67	108.50	151.41	39.55%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2015 年公司对部分项目进行优化调整, 新开工面积低于预期, 但整体仍较上年有所增加

2015 年公司根据客户的需求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。2015 年公司原计划新开工住宅面积 131.27 万平方米, 公司实际新开工面积为 107.67 万平方米, 但仍较上年增加 44.85%。在房地产市场政策环境逐步宽松环境下, 公司新开工面积呈较大上升。公司 2015 年新开工项目共 7 个, 分别为: 北京南苑项目、北京稻田项目、深圳云景国际、长沙北纬 28 度、南京中粮祥云、上海南桥半岛、苏州中粮祥云国际。公司 2016 年新开工计划较 2015 年依然保持相对稳健水平, 全年计划新开工面积 104.01 万平方米。

表 3: 2015 年末公司项目开工情况及 2016 年计划

单位: 万平方米、个

	2015 年	2016 年全年计划
项目数量	7	7
新开工面积	107.67	104.01

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

项目储备方面, 在土地招拍挂市场方面, 公司新增项目规模随房地产市场环境的变化而呈现较为明显的波动, 2015 年公司新拓展 5 个土地储备项目, 新拓展项目数量较上年明显增加, 分别为北京

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

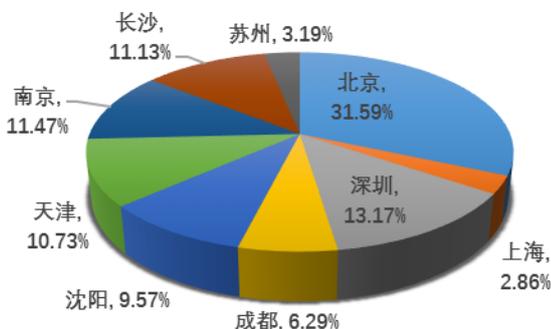
<sup>2</sup> 注: 2014 年公司各项运营指标值包含合作项目广州金域蓝湾 (按权益计)、北京中粮万科 3 号地 (按权益计) 住宅实现的签约面积 1.17 万平方米, 签约金额 1.37 亿元; 结算面积 8.09 万平方米, 结算收入 13.13 亿元。

<sup>3</sup> 注: 2015 年公司各项运营指标包含合作项目广州金域蓝湾 (按权益计)、北京中粮万科 3 号地块 (按权益计) 住宅实现的签约面积 13.76 万平方米, 签约金额 35.94 亿元; 结算面积 9.50 万平方米, 结算收入 0.67 亿元。

阎村项目、北京稻田项目、北京南苑项目、南京中粮祥云和苏州中粮祥云国际。新增土地储备规划计容面积 102.10 万平方米，同比上升 37.25%，权益计容面积 71.88 万平方米，新增土地平均成本为 38,076 元/平方米，折合楼面均价 17,852 元/平方米。另一方面，中粮地产在招拍挂方式基础上，深入挖潜，积极参与城市更新。公司目前在深圳地区有多个在建城市更新项目，并取得了深圳宝安 69 区“工改工”城市更新项目（69 区创芯公园）的专项规划批复，同时继续推进宝安 25 区城市更新项目拆迁谈判及专项规划的审批工作。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司在建拟建项目共 21 个，规划总建筑面积为 703.68 万平方米，较上年的 634.91 万平方米增长了 10.83%；在建拟建项目总投资合计约 1,095.06 亿元，截至 2015 年末累计已投入约 696.78 亿元，后期仍有一定资金投入压力。从项目的区域分布来看，2015 年末公司在在建拟建项目中，一线城市中位于北京的项目建筑面积占比最高，达到 31.59%；其次为深圳，在建拟建建筑面积占比为 13.17%；上海在建拟建建筑面积占比为 2.86%。二线城市中，公司在在建拟建项目建筑面积占比达到 10% 以上的地区有天津、南京和长沙等城市。整体来看，当前公司在在建拟建项目集中于经济较发达的一线城市和重点二线城市，后续发展较有保障，且区域布局相对分散，合理的区域布局也有利于分散其房地产开发业务风险。

图 1：截至 2015 年末公司在建拟建项目分布情况



注：上述为公司所有在建、拟建项目规划建筑面积。  
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，2015 年在政策环境放宽的背景下，公司房地产销售和开发规模均呈上升态势，同时公司项目储备继续增加且区域布局合理，加上其位于

深圳市宝安区的工业物业不断被纳入城市更新项目范围，公司可持续发展能力较强，后续具有较大的发展潜力。但同时我们也关注到，公司目前在在建拟建规模较大，项目建设的持续推进也使公司面临着一定的资金压力。

## 房地产出租业务

2015 年公司房屋租赁情况良好，租金收入保持稳定，随着公司工业地产积极参与深圳市旧城改造，未来其可租物业面积和租赁收入将会减少，但城市更新改造项目有望成为公司业务新的收入和利润来源。

公司可出租物业主为深圳宝安区工业厂房及配套物业及写字楼，截至 2015 年末公司工业厂房及配套物业可租面积 112.37 万平方米，写字楼可租面积 2.56 万平方米，全部位于深圳市宝安区。同时，公司还持有部分开发商品房底层、临街商铺与地下商街等，2015 年末公司商铺可租面积为 14.68 万平方米。

公司持有的物业一直保持着较高的出租率，2015 年末公司工业厂房及配套、写字楼和商铺出租率分别为 98.37%、91.58% 和 99.12%，分别实现租金收入 2.25 亿元、0.22 亿元和 0.93 亿元。并且，在当年部分物业被纳入城市更新旧城改造而导致可租面积减少的情况下，公司仍取得租金收入 3.39 亿元，同比增加 34.12%，主要是北京祥云国际项目及北京长阳 1、5 号地项目物业租赁收入增加。

表 4：2015 年末公司物业租赁情况

单位：万平方米、%、万元

业态	所在区域	可租面积	出租率	租金收入
工业厂房及配套	深圳	112.37	98.37	22,455.58
写字楼	深圳	2.56	91.58	2,169.43
商铺	北京、成都、深圳	14.68	99.12	9,274.25
合计	-	129.61	-	33,899.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据深圳市政府在 2009 年通过的《深圳市城市更新办法》，未来深圳市新增土地主要来源于对工业用地和老旧城区的城市更新。借助于深圳市城市更新政策与相关规划，公司已经将旗下部分工业用地转为经营性用地，大幅提升了工业用地的市场

价值。其中，截至 2015 年末，深圳中粮紫云项目（深圳宝安 22 区项目）签订了《土地出让合同》，并取得《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》以及《施工许可证》；宝安 25 区城市更新项目在继续推进拆迁谈判及专项规划等前期工作；宝安区 69 区创芯公园（原“中粮 69 区工业园”）于 2015 年 3 月 9 日纳入深圳市 2015 年城市更新单元计划，2016 年 2 月 4 日取得专项规划批复。

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

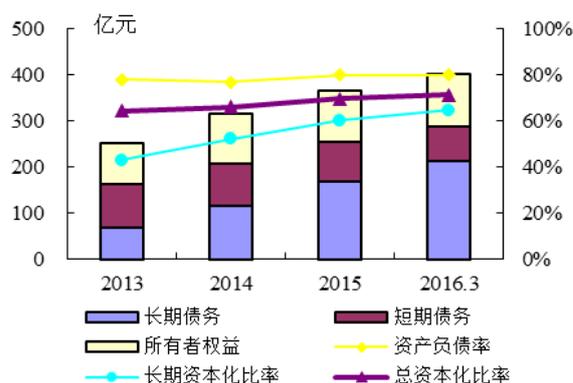
## 财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告，以及公司提供的未经审计的 2016 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则进行编制，其中 2013 年数据为 2014 年年初重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 553.22 亿元，较上年同期增长了 19.46%，主要系经营规模扩张带来存货增长和投资性房地产规模的大幅增加等所致。负债方面，公司主要通过外部融资和销售回款满足各项资金需求，当期负债水平继续扩大，年末负债总额达到 442.36 亿元，同比增长 24.10%。同时，得益于当期利润留存对自有资本的充实以及股权合作带来少数股东权益的增长，2015 年末公司所有者权益合计为 110.86 亿元，同比增长 3.95%。另截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产和所有者权益分别略增至 576.42 亿元和 115.34 亿元，负债余额为 461.08 亿元，较 2016 年期初略有上升。

图 2：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2015 年末公司资产负债率为 79.96%，同比上年增加了 2.99 个百分点；同期，净负债率为 145.54%，较上年末上升了 18.70 个百分点；2016 年 3 月末公司资产负债率小幅上升至 79.99%，净负债率也继续升至 146.75%。同时，2015 年末公司总资本化比率增长至 69.67%，同比上年增加了 3.55 个百分点；2016 年 3 月末总资本化比率进一步微升至 79.99%。总体来看，公司的财务杠杆比率与行业龙头企业相比处于较高水平，存在一定财务压力。

表 5：截至 2015 年 12 月 31 日部分房地产上市公司资本结构比较

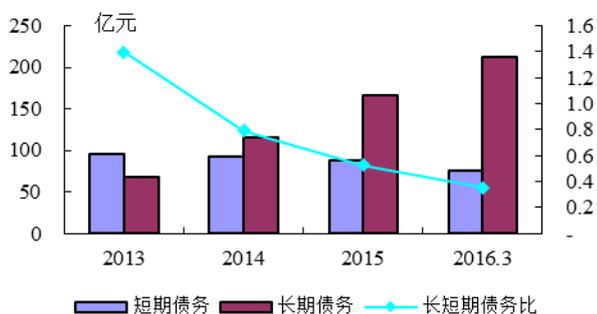
公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A*	6,112.96	77.70	19.30
保利地产*	4,038.33	75.95	85.05
招商蛇口	2,108.99	70.52	13.39
金融街	1,056.79	72.55	105.90
荣盛发展	1,028.71	78.60	125.42
中天城投	554.00	76.61	101.24
<b>中粮地产</b>	<b>553.22</b>	<b>79.97</b>	<b>145.54</b>
信达地产	521.84	83.24	281.10
北辰实业	474.13	74.97	92.70

注：\*鉴于万科 A 应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息，本报告中万科 A 短期债务及相关指标均不包含“应付票据”；保利地产短期债务及相关指标亦不包含“应付票据”资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从债务结构来看，2015 年末公司长期债务增幅相对较高，短期债务/长期债务由上年末的 0.79 下降至 0.53，短期债务占比有所回落，且至 2016 年 3 月末继续下降至 0.35，2015 年以来公司债务期限结构得到持续改善。2015 年公司成功发行 20 亿元公

司债券，同时 6 亿元中期票据已获准注册，公司债券期限结构得到进一步优化。

图 3：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2015 年以来随着公司公司债券的发行，债务期限结构得到进一步改善。但近年来公司债务规模持续增长，其资产负债率、净负债率和总资本化水平进一步上升。

## 流动性

2015 年末公司流动资产总额为 495.47 亿元，较上年末增长 21.85%，占总资产的比重为 89.56%。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，2015 年末两项占流动资产的比重为 98.28%，同比减少了 2.91 个百分点。另截至 2016 年 3 月末公司流动资产总额进一步上升至 576.42 亿元。

存货方面，2015 年公司存货规模持续增长，当年末存货账面价值为 379.18 亿元，同比增长 16.05%。其中，在建开发产品和拟开发产品合计 305.48 亿元，较上年同期增长 23.37%，占年末存货账面价值的 80.57%；已完工开发产品 73.69 亿元，同比下降 6.85%，占年末存货账面价值的 19.43%，已完工产品占比偏高。较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其带来较大的开发资金需求。

表 6：2013~2015 年公司存货明细

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
在建开发产品	225.51	202.70	234.26
拟开发产品	18.27	44.92	71.23
已完工开发产品	47.99	79.11	73.69
其他存货	0.06	0.00	0.00 <sup>4</sup>
<b>合计</b>	<b>291.82</b>	<b>326.74</b>	<b>379.18</b>

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，2015 年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 0.28 次和 0.27 次，较上年度均有所上升。与行业内其他上市公司相比，公司资产周转效率尚可。

表 7：2015 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/短期债务
万科 A	0.40	0.35	1.23
保利地产	0.30	0.32	1.06
招商蛇口	0.25	0.23	4.50
金融街	0.19	0.16	1.09
荣盛发展	0.28	0.26	0.67
<b>中粮地产</b>	<b>0.28</b>	<b>0.27</b>	<b>1.06</b>
中天城投	0.31	0.31	0.87
信达地产	0.19	0.18	0.42
北辰实业	0.15	0.21	13.36

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

在经营性现金流方面，虽然 2015 年公司销售资金回笼情况有所好转，但其经营性现金流仍呈现净流出状态，2015 年由于支付土地款及工程款增加，经营性现金流净额为-18.16 亿元，经营性现金流状况未有好转。另截至 2016 年 3 月末公司经营经营性现金流净额为-3.47 亿元。公司现有在建、拟在建项目 21 个，未来短期内相关项目的资本支付压力较大，预计其主营业务的现金流可能仍将承受一定压力。

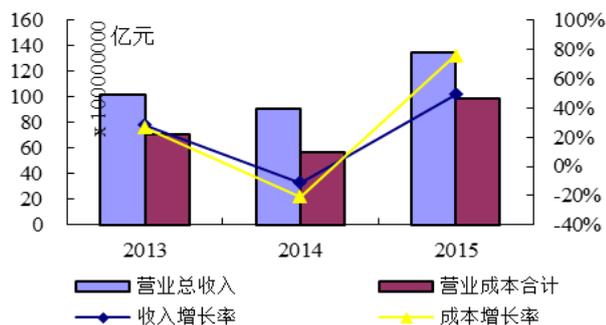
货币资金方面，截至 2015 年末，公司的货币资金余额为 93.33 亿元，同比增长 28.01%；同期末货币资金/短期债务为 1.06 倍。另截至 2016 年 3 月末，公司货币资金进一步增加至 117.96 亿元，公司货币资金对短期债务覆盖水平进一步提升。

<sup>4</sup> 2015 年末公司其他存货余额 286,400.95 元，由于金额较小表中无法显示

总体看,2015 年公司已完工开发产品规模有所下降,资产周转能力略有提升,但公司已完工开发产品占比仍然较高,去化情况有待提升。公司 2015 年货币资金对短期债务覆盖水平进一步加强,整体流动性情况有所优化。但公司经营性现金流持续呈净流出状态,随着项目的持续投入,经营性现金流还将承受一定压力。

## 盈利能力

图 4: 2013~2015 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,2015 年在宽松的政策环境下房地产行业整体呈回暖态势,公司营业收入大幅回升。2015 年公司全年实现营业收入 135.00 亿元,同比上升 49.32%。毛利率方面,因公司本期结算项目中低毛利率项目占比较高,2015 年营业毛利率下降 11.24 个百分点至 26.45%,毛利水平下降明显。此外,我们也关注到,2015 年末公司预收款项进一步上升,规模达 100.42 亿元,较上年末增长 19.42%,占同期营业收入的 74.39%,这部分待结算资源可为公司未来 1-2 年的经营业绩提供一定保障。

2016 年 1~3 月公司实现营业收入 31.82 亿元,毛利率为 35.78%。2016 年 3 月末公司预收款项为 104.54 亿元。

期间费用方面,随着项目规模的增加,公司期间费用也不断上升。其中管理和销售费用在 2015 年继续增长,当期利息支出也有大幅增长,但因大部分进行了资本化而使得账面财务费用有所下降。2015 年公司期间费用合计 13.34 亿元,同比增长了 9.88%,总体规模仍呈上升趋势;同期期间费用占收入比重较 2014 年下降了 3.55 个百分点,达到 9.88%,公司期间费用控制水平有所提高。

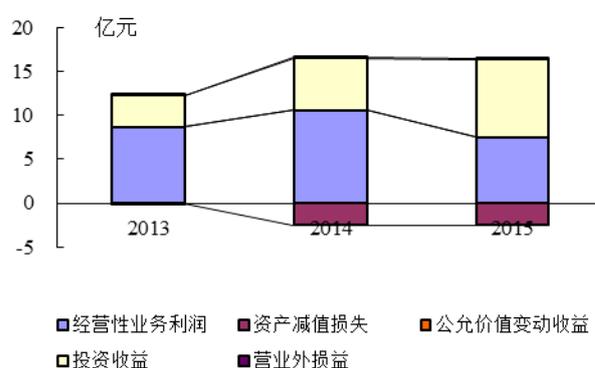
表 8: 2013~2016.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元、%

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	4.24	4.87	4.96	0.35
管理费用	3.07	3.38	3.60	0.56
财务费用	4.39	3.89	4.78	1.15
三费合计	11.70	12.14	13.34	2.06
营业总收入	101.79	90.41	135.00	31.82
三费收入占比	11.50	13.43	9.88	6.49

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

图 5: 2013~2015 年公司利润总额变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润方面,2015 年公司实现利润总额 14.01 亿元,较上年略微下降 0.41%,主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中由于营业毛利水平下降,当年经营性业务利润为 7.55 亿元,同比减少 28.92%;公司当年取得投资收益 8.83 亿元,较上年增长了 49.81%,主要来源于处置公司持有的招商证券股份有限公司股权取得的投资收益。同时,2015 年公司资产减值损失 2.51 亿元主要为成都、杭州、沈阳项目由于商品房市场价格下降导致产成品及相关原材料价值的可变现净值低于存货成本而计提的存货跌价准备。同期,公司取得净利润 10.01 亿元,同比增加 10.90%;所有者权益收益率为 9.03%,较上年增加了 0.56 个百分点,但仍低于 2013 年水平。

表 9：2015 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.35%	19.04%
保利地产	33.20%	17.32%
招商蛇口	37.68%	12.94%
金融街	30.05%	7.81%
荣盛发展	28.52%	11.68%
<b>中粮地产</b>	<b>26.45%</b>	<b>9.03%</b>
中天城投	35.44%	20.18%
信达地产	28.96%	9.29%
北辰实业	42.73%	5.35%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司收入规模大幅回升，同时相对可观的新开工及在建、拟建面积及待结算资源可在短期内保证公司经营收入，但受到毛利水平下降的影响公司经营性业务利润不升反降，公司利润对处置金融资产利得依赖较大，主营业务盈利能力有待提升。

### 偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2015 年末，公司总债务规模增至 254.67 亿元，同比增长 22.33%。其中，短期债务和长期债务分别为 87.76 亿元和 166.91 亿元，短期债务较上年末略降了 4.65%，长期债务同比则大幅增长了 43.71%。另截至 2016 年 3 月末公司债务总额进一步上升至 287.23 亿元，其中短期债务 75.15 亿元，长期债务 212.08 亿元。

表 10：2013~2016.Q1 公司偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务（亿元）	162.63	208.18	254.67	287.23
短期债务（亿元）	94.80	92.03	87.76	75.15
长期债务（亿元）	67.83	116.15	166.91	212.08
EBITDA（亿元）	18.62	19.52	21.10	-
经营活动净现金流（亿元）	-32.82	-20.62	-18.16	-3.47
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.2	-0.1	-0.07	-0.05
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.99	-1.43	-1.14	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.70	1.35	1.32	-
总债务/EBITDA (X)	8.73	10.67	12.07	-

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，受净利润上升的影响，公司 2015 年 EBITDA 为 21.10 亿元，同比增长

8.11%。但受债务规模增长较快影响，2015 年公司主要偿债能力指标小幅弱化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 12.07 倍和 1.32 倍，分别较上年度上升 1.40 倍和下降 0.01 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所波动，不过整体上看公司经营所得仍可对其债务的偿还形成一定保障。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保余额合计 40.24 亿元，全部为中粮地产及子公司为商品房承购人向银行抵押借款所提供的担保，均已承购人所购商品房作为抵押物。担保余额占公司年末净资产比例为 34.89%，或有负债风险较小。

财务弹性方面，公司与金融机构保持长期合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司共获得各银行综合授信总额为 246.81 亿元，其中尚未使用的银行借款授信额度为 104.85 亿元，可用银行融资空间较大。此外公司还通过资本市场债权融资、项目合作、股权融资等多种渠道进行融资，2015 年公司成功发行“中粮地产（集团）股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”，同时“中粮地产（集团）股份有限公司 2015 年度第一期中期票据”获准注册，公司具备较好的财务弹性。

总体来看，2015 年公司债务规模增长较快，主要偿债能力指标同比有所弱化，但考虑到公司不断优化区域布局、充足的项目储备为其未来经营业绩持续提供的支撑，以及较好的财务弹性，公司仍有较强整体偿债能力。

### 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

2015 年，建设银行资产质量保持稳定，业绩表现优良。截至 2015 年末建行资产总额 183,494.89 亿元，较上年增长 9.59%；全年实现营业收入 6,051.97 亿元，较上年增长 6.09%；净利润 2,288.86 亿元，较上年增长 0.28%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.30% 和 17.27%，较上年

略有下降。

2015 年公司银行业务利润规模较上年有所萎缩，当年实现利润总额 1,081.84 亿元，同比下降 28.77%，利润贡献度为 36.24%，较上年下降 14.55 个百分点。信贷投放方面，截至 2015 年末建行公司类贷款和垫款余额为 57,775.13 亿元，同比增长 0.30%。其中，基础设施行业领域贷款余额为 27,077.85 亿元；涉农贷款余额为 18,927.79 亿元。同时，建行严格实施名单制管理，钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、造船五个产能严重过剩行业贷款余额 1,302.59 亿元，较上年减少 35.63 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 529.86 亿元，现金流全覆盖类平台贷款占比 96.29%。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，2015 年建行个人银行业务实现利润总额 1,151.85 亿元，同比增长 42.99%，利润贡献度为 38.59%，较上年提高 11.66 个百分点。截至 2015 年末，建行境内个人贷款余额 34,668.10 亿元，同比增长 20.20%，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 27,738.95 亿元，同比增长 23.08%，余额、新增居同业首位。此外，贷记卡交易、个人理财、代销基金等其他中间业务的发展也带动了建行个人业务手续费及佣金净收入的增加。

2015 年，建行海外网络覆盖面稳步扩充，建行巴黎、阿姆斯特丹、巴塞罗那、米兰分行，开普敦分行（二级）、伦敦分行、苏黎世分行、迪拜国际金融中心分行开业澳门分行、新西兰子银行、布里斯班分行（二级）和多伦多分行顺利开业。截至 2015 年末，建行海外机构已经覆盖 25 个国家和地区，资产总额为 11,877.02 亿元，同比增长 16.48%；实现净利润 41.13 亿元，同比增长 29.52%。

## 财务分析

盈利能力方面，2015 年建行实现营业收入 6,051.97 亿元，较上年增长 6.09%。其中利息净收入 4,577.52 亿元，较上年增长 4.65%，主要是由于生息资产规模适度增长。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 50.13 亿元，增幅 4.62%。同时，建行进一步加强成本管理，优化费用支出结构，成本收入比较上年度下降 1.87 个百分点至 26.98%。综上，2015 年建行取得净利润 2,288.86 亿元，同比增长 0.28%；平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为 1.30% 和 17.27%，主要财务指标继续保持同业前列。

资产质量方面，2015 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。2015 年建行基础设施等行业贷款质量保持稳定；制造业和批发零售业不良贷款增加较多。于 2015 年 12 月 31 日，不良贷款余额 1,659.80 亿元，较上年增加 528.09 亿元；不良贷款率 1.58%，较上年上升 0.39 个百分点；关注类贷款占比 2.89%，较上年下降 0.08 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 2015 年末，建行客户贷款和垫款损失准备余额为 2,506.17 亿元，较上年减少 9.96 亿元；拨备覆盖率为 150.99%，较上年降低 71.34 个百分点；减值准备对贷款总额比率为 2.39%，较上年降低 0.27 个百分点。

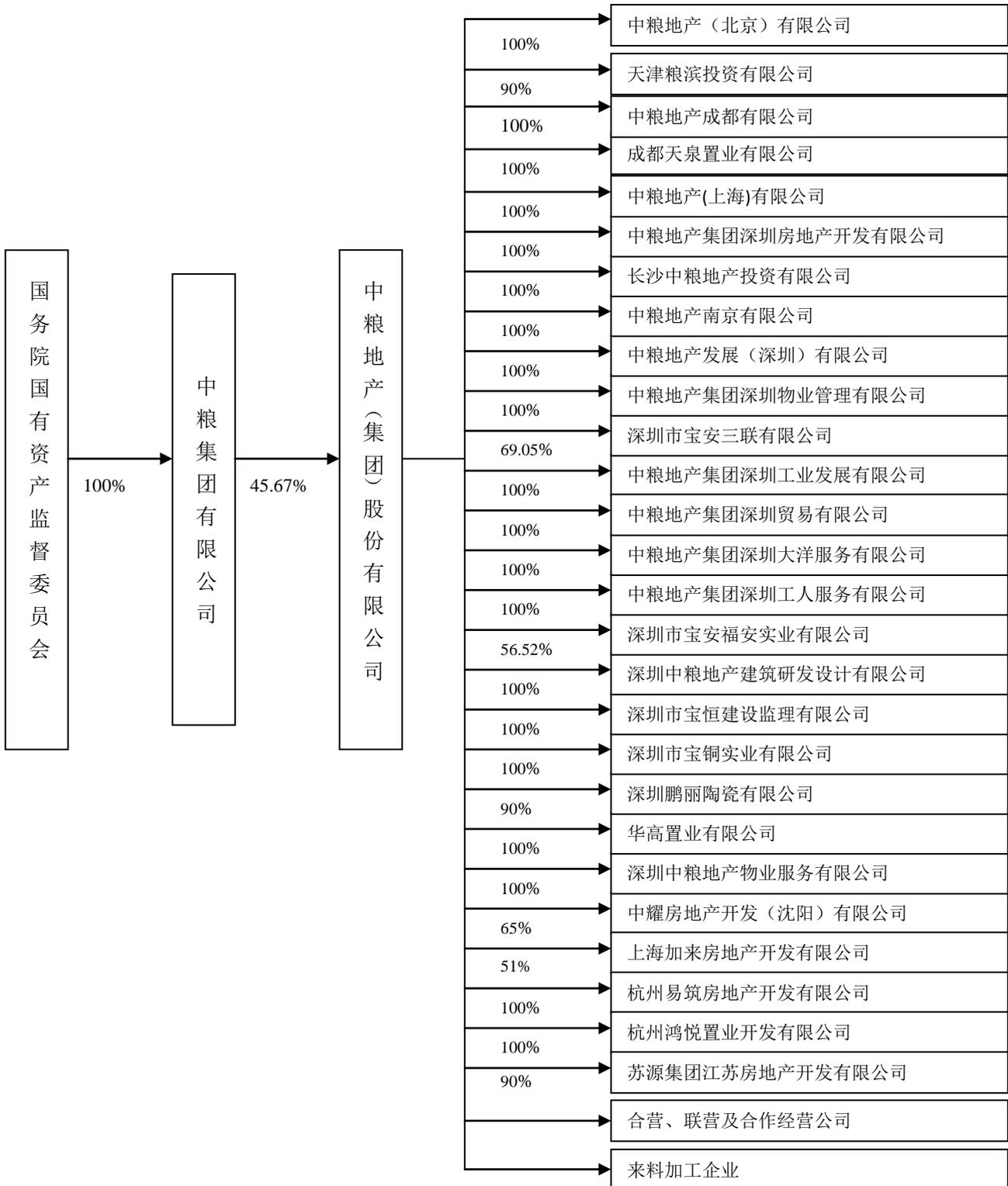
资本充足性方面，得益于持续良好的经营效益，近年来建行的未分配利润持续增长，截至 2015 年末，建行未分配利润为 6,698.02 亿元，较上年增长 20.30%，有效补充了核心资本；当年资本充足率和核心一级资本充足率分别为 15.39% 和 13.13%，较上年度分别上升 0.53、1.02 个百分点。

综上，中诚信证评认为建行规模实力雄厚，业务结构多元化且处于行业领先水平，具备雄厚的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

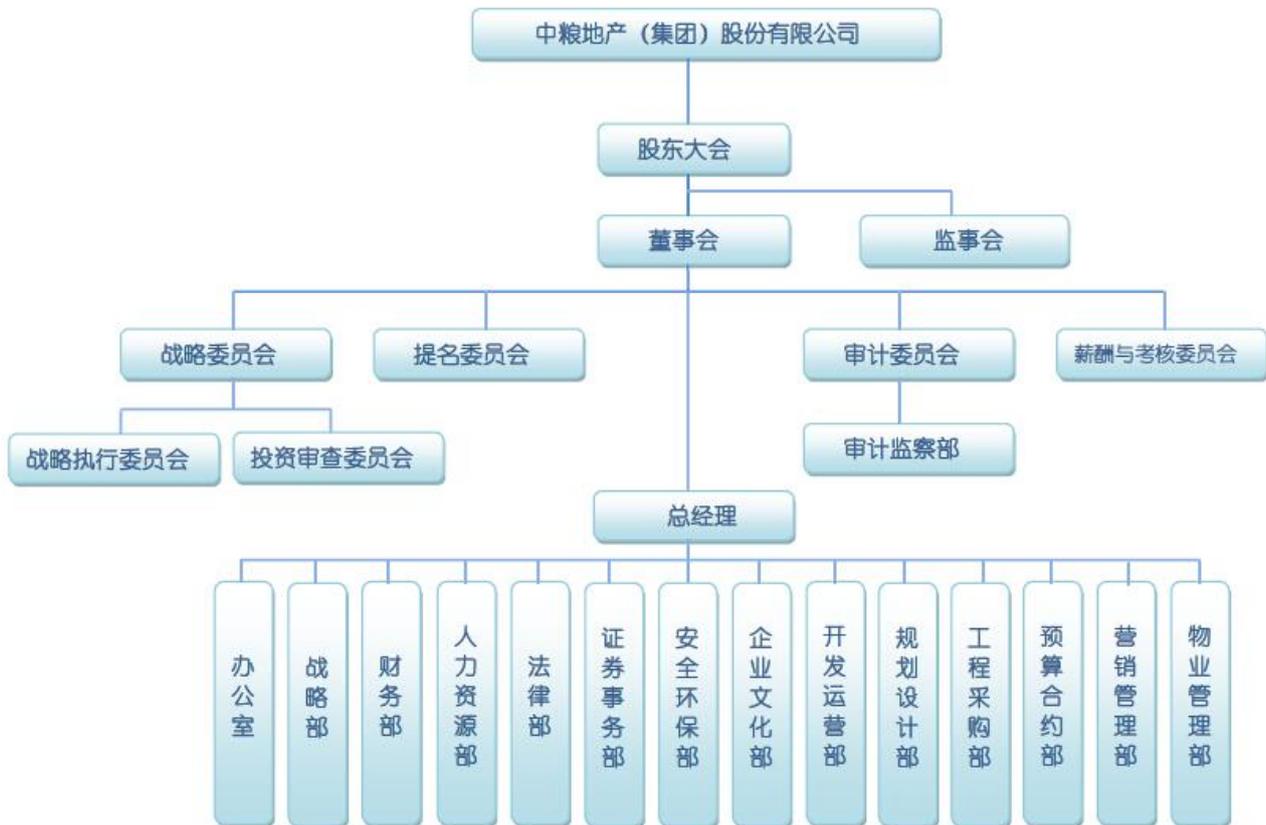
## 结 论

综上所述，中诚信证评维持公司主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，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**。

附一：中粮地产（集团）股份有限公司股权结构图（截至2016年3月31日）



附二：中粮地产（集团）股份有限公司组织结构图（截至2016年3月31日）



**附三：中粮地产（集团）股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	692,505.88	729,059.91	933,298.77	1,179,608.86
应收账款净额	19,517.43	22,683.55	16,026.43	16,426.02
存货净额	2,918,236.34	3,267,327.10	3,791,828.60	3,721,013.98
流动资产	3,697,430.40	4,066,430.23	4,066,430.23	4,954,747.95
长期投资	165,513.65	132,099.13	60,586.73	61,103.15
固定资产合计	140,955.94	364,947.27	434,783.79	430,661.92
总资产	4,060,271.72	4,631,147.33	5,532,165.10	5,764,193.02
短期债务	948,000.00	920,330.00	877,575.47	751,525.47
长期债务	678,335.66	1,161,469.16	1,669,147.37	2,120,786.71
总债务（短期债务+长期债务）	1,626,335.66	2,081,799.16	2,546,722.84	2,872,312.18
总负债	3,163,232.09	3,564,643.55	4,423,574.85	4,610,769.73
所有者权益（含少数股东权益）	897,039.63	1,066,503.78	1,108,590.24	1,153,423.28
营业总收入	1,017,864.01	904,083.32	1,349,954.27	318,224.94
三费前利润	203,995.02	227,609.81	208,892.24	84,963.93
投资收益	35,869.42	58,915.73	88,263.33	516.42
净利润	91,918.65	90,280.82	90,280.82	100,122.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	186,226.44	195,192.92	211,024.65	-
经营活动产生现金净流量	-328,190.00	-206,182.43	-181,622.29	-34,746.13
投资活动产生现金净流量	31,494.25	-5,974.21	65,644.53	-8,885.19
筹资活动产生现金净流量	297,573.67	349,985.83	318,157.08	289,941.41
现金及现金等价物净增加额	875.88	137,832.27	202,234.77	246,310.09
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	30.26	37.68	26.45	35.78
所有者权益收益率（%）	10.25	8.47	9.03	15.55
EBITDA/营业总收入（%）	18.3	21.59	15.63	-
速动比率（X）	0.32	0.34	0.44	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	-0.2	-0.1	-0.07	-0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.35	-0.22	-0.21	-0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.99	-1.43	-1.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.7	1.35	1.32	-
总债务/EBITDA（X）	8.73	10.67	12.07	-
资产负债率（%）	77.91	76.97	79.96	79.99
总债务/总资本（%）	64.45	66.12	69.67	71.35
长期资本化比率（%）	43.06	52.13	60.09	64.77
净负债率	104.10	126.84	145.54	146.75

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、2016.Q1的所有者权益收益、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

**附四：中国建设银行主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：百万元）	2013	2014	2015
贷款总额	8,590,057	9,474,510	10,485,140
贷款损失准备	228,696	251,613	250,617
关注贷款	204,680	281,459	302,917
不良贷款（五级分类）	85,264	113,171	165,908
总资产	15,363,210	16,744,093	18,349,489
风险加权资产	9,872,790	10,203,754	10,722,082
存款总额	12,223,037	12,898,153	13,668,533
总负债	14,288,881	15,492,245	16,904,406
总资本	1,074,329	1,251,848	1,445,083
净利息收入	389,544	437,398	457,752
手续费及佣金净收入	104,283	108,517	113,530
净营业收入合计	508,608	570,470	605,197
业务及管理费用（含折旧）	-148,692	159,825	157,380
税前利润	279,806	299,086	298,497
净利润	215,122	228,247	228,886
财务指标（单位：%）	2013	2014	2015
核心一级资本充足率	10.75	12.11	13.13
资本充足率	13.34	14.86	15.39
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	0.99	1.19	1.58
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	3.38	4.17	4.47
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	268.22	222.33	150.99
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	6.54	7.52	9.78
净利差	2.56	2.61	2.46
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	21.23	19.62	16.97
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.47	1.42	1.30
总贷款/总存款	70.28	73.45	76.71

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**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

## 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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。