

信用等级公告

联合[2014] 625 号

联合资信评估有限公司通过对绿地控股集团有限公司及其拟发行的 2014 年度 20 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

绿地控股集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

绿地控股集团有限公司
2014 年度 20 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年五月十六日



绿地控股集团有限公司

2014 年度 20 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 20 亿元

本期债券期限: 6 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3、4、5、6 个计息年度末等额分期兑付本金

发行目的: 项目建设资金

评级时间: 2014 年 5 月 16 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	1876.91	2387.42	3676.78
所有者权益(亿元)	251.55	313.34	469.71
长期债务(亿元)	430.51	484.05	873.32
全部债务(亿元)	648.79	800.25	1315.82
营业收入(亿元)	1477.92	1984.19	2520.25
利润总额(亿元)	85.92	98.59	120.35
EBITDA(亿元)	109.47	131.32	154.05
经营性净现金流(亿元)	9.24	30.14	-351.51
营业利润率(%)	10.38	8.68	8.12
净资产收益率(%)	24.73	21.47	17.69
资产负债率(%)	86.60	86.88	87.22
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.86	73.69
流动比率(%)	136.36	130.77	142.39
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.09	8.54
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.47	6.57	7.70

注: 已将其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务、全部债务以及相关指标核算

分析师

李 洁 刘秀秀 于芷崧

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对绿地控股集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为上海市国有综合性大型企业集团,在经营规模、品牌影响力、多元化经营、土地储备、盈利能力等方面具备显著优势。同时,联合资信也关注到房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响较大,公司负债水平偏高、资产流动性较弱、营运资金平衡压力较大等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

公司在巩固和加强房地产业核心主导地位的同时,积极发展能源、金融等产业,形成新的收入和利润增长点,以多元化经营适度分散经营风险。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司为本期债券设立专项偿债资金监管账户并提前还本付息,一定程度上有助于降低本期债券本息集中偿付压力。本期债券由公司价值 360254.12 万元的房地产作为抵押担保,为债券本金总额的 1.80 倍,上述措施能够进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

基于以上分析,联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,本期公司债券信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为隶属于上海市国资委的大型综合性企业集团,经营规模大,综合竞争能力很强;公司房地产业务凭借品牌优势和较强的项目运作能力保持了快速发展态势,行业地位突出。公司土地储备充足,为房地产业务的持续经营提供了保障。
2. 公司能源板块业务规模扩张迅速,形成了石油储运销、煤炭产运销两条产业链,成为第二支柱产业;建筑、汽车销售及服务、商品销售等目前已具一定规模,公司多元化业务

格局有效分散了经营风险。

3. 2013年8月,公司通过收购香港上市公司盛高置地(控股)有限公司成功登陆香港资本市场,公司直接融资渠道畅通。
4. 2014年一季度,公司引入战略投资者,收到注资117.29亿元,一定程度上缓解了公司债务负担。
5. 公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力强。
6. 本期公司债券设立提前分期偿还条款,一定程度上缓解了公司未来集中偿付压力;同时,本期债券由公司360254.12万元的房地产作为抵押担保,能够进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

关注

1. 房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大,目前部分区域市场成交量萎缩、房价下降,显著影响房企的销售和回款进度。
2. 公司能源板块和商品销售业务毛利率水平较低,对公司整体盈利能力形成一定不利影响。
3. 公司业务规模不断扩张,资金支出增多,财务杠杆偏高,有息债务规模快速增长,债务负担重。
4. 公司资产中存货偏多,存货主要由房地产开发项目和土地储备为主,资产流动性较弱;公司施工规模持续上升,营运资金平衡压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与绿地控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与绿地控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因绿地控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由绿地控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、绿地控股集团有限公司 2014 年度 20 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为上海市绿地开发总公司，经上海市农业委员会（以下简称“市农委”）和上海市建设委员会（以下简称“市建委”）联合颁发的《关于同意建立上海市绿地总公司的批复》（沪农委〔1992〕第 139 号）批准，并经市农委出具的《关于上海市绿地总公司更名为上海市绿地开发总公司的证明》同意，于 1992 年 7 月 17 日成立，初始注册资本为人民币 2000.00 万元，由市农委和市建委下属经济实体共同出资组建。1997 年 3 月 25 日，上海市绿地开发总公司改制为有限责任公司，注册资本增至 16000 万元，企业名称更改为上海绿地（集团）有限公司。2012 年 2 月 5 日，公司名称更改为绿地控股集团有限公司。经过多次送股、配股、资本公积转增股本、增资以及股权变更，截至 2013 年底，公司注册资本 827222.60 万元，其中，股东上海市城市建设投资开发总公司、上海地产（集团）有限公司、上海中星（集团）有限公司、上海绿地（集团）有限公司职工持股会¹和上海市天宸股份有限公司分别持有公司 26.00%、25.03%、9.65%、36.43% 和 2.89% 的股权。上海市国有资产监督管理委员会通过上海地产（集团）有限公司、上海市城市建设投资开发总公司、上海中星（集团）有限公司合计持有公司 60.68% 的股权。2014 年，公司在上海联合产权交易所挂牌引入战略投资者，截至 2014 年 2 月 12 日，公司注册资本增至 1294901.03 万元，已经上会会计师事务所审验，其中，股东上海市城市建设投资开发总公司、上海地产（集团）有限公司、上海中星（集团）有限公司、上海绿地（集团）有限公司职工持股会、上海市天宸股份有限公司、

¹上海格林兰投资企业（有限合伙）已与上海绿地（集团）有限公司职工持股会签署《吸收合并协议》。根据该协议，吸收合并完成后，上海格林兰投资企业（有限合伙）将继受上海绿地（集团）有限公司职工持股会的全部资产、债权债务及其他一切权利、义务。截至本报告出具日，吸收合并工作尚未完成。

深圳市平安创新资本投资有限公司、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）和上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）分别持有公司 20.76%、19.99%、7.70%、29.09%、2.31%、10.01%、4.30%、3.86%、1.01% 和 0.97% 的股权。上海市国有资产监督管理委员会通过上海地产（集团）有限公司、上海市城市建设投资开发总公司、上海中星（集团）有限公司合计持有公司 48.45% 的股权。

公司经营范围：实业投资，绿化，仓储，房地产，出租汽车，日用百货，纺织品，物业管理，化工产品（除危险品），建材，五金交电，建筑施工。公司主要业务板块为房地产、能源、汽车、酒店及商业运营、绿化、建筑工程和金融等。

截至 2013 年底，公司本部设有办公室、人力资源部、战略规划与企业管理部、工程合约部和技术管理产品研发部等共 12 个部门；下辖 120 家二级全资及控股子公司，公司组织结构见附件 1。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 3676.78 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）469.71 亿元；2013 年公司（合并）实现营业收入 2521.82 亿元，利润总额 120.35 亿元。

公司注册地址：上海市江苏路 502 号 7 楼；
法定代表人：张玉良。

二、本期债券及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 20 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限 6 年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券在存续期内每年付息 1 次，采用提前偿还本金方式，从第三个计息年度开始每年偿还本金的 25%，即在第三、第四、第五、第六个计息年度末分别偿还本金 5 亿元、

5 亿元、5 亿元和 5 亿元，后四年利息随本金的兑付一起支付。

本期公司债券以公司合法拥有的建筑面积为 58580.66 平方米的房地产(评估价值共计 360254.12 万元)为本期债券还本付息提供抵押担保。

2. 本期债券投资项目概况

表 1 债券募集资金投资项目(单位:万元)

项目	投资总额	拟使用募集资金	募集资金占总投资额
嘉定城北大型居住社区经济适用房项目	330057.00	160000.00	48.48%
大型居住社区江桥基地 C-2 地块经济适用房项目	71427.54	25000.00	35.00%
绿地经济适用房南翔基地建设项目	56474.41	15000.00	26.56%
合计	457958.95	200000.00	43.67%

资料来源:公司提供

本期债券共募集资金 20 亿元人民币,将全部用于上海市保障性住房建设项目。其中 16 亿元用于嘉定城北大型居住社区经济适用房项目,2.5 亿元用于大型居住社区江桥基地 C-2 地块经济适用房项目,1.5 亿元用于绿地经济适用房南翔基地建设项目。以上 3 个项目总投资 45.80 亿元(见表 1),其中本期债券资金投入在投资总额中占 43.67%。

(1) 嘉定城北大型居住社区经济适用房项目

嘉定城北大型居住社区经济适用房项目建设内容主要为经济适用住房及其配套设施。项目选址为嘉定菊园新区,东至嘉柳路、南至陈家山路、西至回城西路、北至平城路。该项目总建设用地面积为 199790.7 平方米,相关的规划道路 56126.5 平方米、绿化用地 9588.6 平方米、规划河道 16475.5 平方米、防汛河道 7664.2 平方米和幼儿园 10169.8 平方米。项目总建筑面积 598844.0 平方米,规划建设住宅面积 406134.0 平方米、配套商业 9501.0 平方米、公益服务 8055.0 平方米、市政配套 3041.0 平

方米等。本项目将建设 6339 套经济适用房,平均每套面积 64.1 平方米,均已被纳入 2011 年上海市级保障性住房项目。项目总投资 330057 万元,其中土地费 94482 万元,建安费 217013 万元,预备费 11218 万元,其他费 7344 万元,所需资金自筹解决。

该项目已获得上海市嘉定区发展和改革委员会嘉发改核[2011]79 号文核准,并取得了上海市嘉定区环境保护局沪 114 环保许管[2011]351 号批文,以及上海市嘉定区规划和土地管理局核发的编号为沪嘉地(2011)EA31011420111322 的建设用地规划许可证。

该项目建成后将向符合经济适用房购买条件的居民进行销售。目前该项目销售价格尚未确定,但根据公司与上海市嘉定区人民政府及上海市住房保障和房屋管理局共同签订的《嘉定城北大型居住社区项目建设意向书》,项目的销售基本价格将依据上海市经济适用住房价格管理有关规定,在综合考虑建设、财务、管理成本和税费基础上确定,因此该项目的投资回报具有较强保障。项目实施主体为上海绿地城北置业有限公司,为公司全资子公司上海绿地置业有限公司的全资子公司。该项目于 2011 年 10 月开工,截至 2013 年 12 月底,项目工程累计投资近 8.2 亿元,占该项目总投资的 24.85%,目前已进入主体施工阶段,预计 2015 年 9 月完工。

(2) 大型居住社区江桥基地 C-2 地块经济适用房项目

大型居住社区江桥基地 C-2 地块经济适用房项目建设内容主要为经济适用房。项目选址为江桥镇,项目范围东至金耀南路,南至鹤芳路,西至嘉闵高架和西沙江,北至小区规划道路,用地面积 53930.9 平方米。该项目总建筑面积 129743 平方米,其中住宅 97588 平方米、配套商业 6380 平方米、配套公共服务设施 3186 平方米,地上不计面积 5615 平方米,地下建筑面积 16974 平方米。本项目将建设 1426 套经济适用房,平均每套面积 68.4 平方米,均已被纳入 2010

年上海市级保障性住房项目。项目总投资 71427.54 万元，所需资金自筹解决。

该项目已经上海市嘉定区发展和改革委员会嘉发改审[2010]291 号文批准可行性研究报告，并取得了上海市嘉定区环境保护局沪 114 环保许管[2010]444 号批文，以及上海市住房保障和房屋管理局、上海市规划和国土资源管理局颁发的编号为沪房地嘉字（2011）第 001011 号的上海市房地产权证。

该项目建成后将向符合经济适用房购买条件的居民进行销售。经《关于制订第一批经济适用住房供应项目单套销售价格的通知》（沪住保障〔2011〕51 号）核定，该项目的销售基准价格为 6850 元/平方米。根据项目规划测算，本项目完工后可实现经济适用房及配套商业销售收入 75610.28 万元，足以覆盖项目投资。项目实施主体为上海绿地置业有限公司，为公司全资子公司。该项目于 2011 年 1 月开工，截至 2013 年 12 月底，项目工程累计投资近 4.5 亿元，占该项目总投资的 63%，目前已进入配套建设阶段。

（3）绿地经济适用房南翔基地建设项目

绿地经济适用房南翔基地建设项目建设内容主要为经济适用房。项目选址为嘉定区南翔镇，项目范围东至真南路、南至规划河道、西至西小泾、北至真南路，基地面积 43300.94 平方米。项目总建筑面积 124176.82 平方米，其中地上建筑面积 108251.62 平方米，地下面积 15925.20 平方米，规划建设住宅面积 102409.07 平方米，居住配套设施 1825.66 平方米，配套商业 350.54 平方米，以及市政配套 368.00 平方米等。项目将建设 1634 套经济适用房，平均每套面积 62.7 平方米，均已被纳入 2009 年上海市级保障性住房项目。项目总投资 56474.41 万元，所需资金自筹解决。

该项目已经上海市嘉定区发展和改革委员会嘉发改核[2010]22 号文核准，并取得了上海市嘉定区环境保护局沪 114 环保许管[2010]B014 号和沪 114 环保许管[2010]B020 号

批文，以及上海市住房保障和房屋管理局、上海市规划和国土资源管理局颁发的编号为沪房地嘉字（2010）第 026770 号的上海市房地产权证。

该项目建成后将向符合经济适用房购买条件的居民进行销售。经《关于制订第一批经济适用住房供应项目单套销售价格的通知》（沪住保障〔2011〕51 号）核定，本项目的销售基准价格为 7000 元/平方米。根据项目规划测算，该项目完工后可实现经济适用房销售收入 68886.60 万元，足以覆盖项目投资。项目实施主体为上海绿地南翔置业有限公司，为公司全资子公司上海绿地置业有限公司的全资子公司。该项目于 2010 年 8 月开工。截至 2013 年 12 月底，工程累计投资近 3.9 亿元，占该项目总投资的 69%，目前该项目已进入配套建设阶段。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对

外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资

6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会

(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 2 月 12 日,上海市国有资产监督管理委员会通过上海地产(集团)有限公司、上海市城市建设投资开发总公司、上海中星(集团)有限公司合计持有公司 48.45% 的股权,是公司最大股东,为公司实际控制人(详见附件 1)。

2. 企业规模和竞争实力

公司是上海市国有控股特大型企业集团,自成立以来,始终坚持“绿地,让生活更美好”的企业宗旨,遵循产业经营与资本经营相结合的发展思路,形成了目前“房地产主业突出,能源、金融等相关产业并举发展”的产业布局,公司在 2013《财富》世界企业 500 强中位列第 359 位,在由中国企业联合会、中国企业家协会发布的 2013 年“中国企业 500 强”中位列第 55 位。

房地产开发经营作为公司传统的核心主导产业,项目遍及上海、北京、天津等全国 29 个省市自治区 80 余座城市,开发规模、产品类型、品质品牌均处于全国领先地位,特别在超高层、大型城市综合体、高铁站商务区等领域领先,目前建成和在建超高层城市地标建筑 23 幢,其中 4 幢位列世界高楼排名前十。2012 年,随着绿地韩国旅游健康城项目开工建设,绿地集团正式开启海外投资发展新征程。

公司能源产业作为第二支柱产业,已形成涵盖煤炭生产、加工、储运、分销及石油仓储、运输、销售等在内的完整产业链。截至 2013 年底,公司在山西、内蒙、贵州等煤炭资源大省拥有煤炭资源储量超过 7 亿吨,年开采能力约 1350 万吨。

公司下属子公司上海绿地建设(集团)有限公司主营建筑施工业务,具有房屋建筑工程施工总承包、建筑装饰装修工程专业承包、市政公用工程施工总承包、机电设备安装工程专业承包、钢结构工程专业承包等七项一级资质,先后获得过“中国建设工程鲁班奖”、“国家优质工程金奖”、“中国建筑钢结构金奖”、“中国市政金杯示范工程”、“中国土木工程詹天佑金奖”、“全国优秀施工企业”等多项荣誉,具有很高的专业技术水准和丰富的建筑施工经验。

作为国有控股大型企业集团,公司还具有较强的社会责任感。公司无偿投资 4 亿多元在上海先后建成了诸如陆家嘴中心绿地、外滩滨江绿化带、上海科技馆外环境绿化等一系列城市标志性绿地;出资 2 亿元支持上海市举办 2010 年世界

博览会；2011年1月出资2亿元设立上海规模最大的企业慈善专项基金——绿地慈善公益基金。公司自成立至今，在慈善、公益、拥军、世博等方面累计赞助和捐赠达10亿元。公司于2011年获得了“全国五一劳动奖状”、“中华慈善奖”等荣誉称号；2013年3月，公司荣获住建部“建筑节能先进集体”称号；2013年5月，公司被授予“上海十大品牌”荣誉称号；2013年5月，公司获得了“全国五一劳动奖状”等荣誉称号。

3. 人员素质

截至2013年底，公司本部在职员工160人。从年龄构成来看，30岁以下员工占比19%，30~50岁员工占比75%，50岁以上的占比6%；从学历和职称来看，大专及以上学历的占100%，具有高级职称的11人，中级职称的31人，初级职称的13人。公司员工整体素质较高。

目前公司董事、监事和高级管理人员合计32人。公司董事长、总裁张玉良先生，1956年生，本科学历，高级经济师，曾任上海市嘉定区江桥镇镇党委委员、副书记，上海市农委机关主任科员、住宅办副主任等职务。

公司副董事长陈晓平先生，1956年生，本科学历，曾任中远集装箱运输有限公司总经办副主任、总经办主任，中远欧洲有限公司行政部总经理、总裁助理，上海市黄浦江两岸开发工作领导小组办公室副主任，上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司董事、副总裁等职务。

公司副董事长周先强先生，1954年出生，硕士研究生学历，曾任上海电车厂党委委员、组织科科长，上海中星（集团）有限公司第二分公司经理，中星良城公司总经理，上海中星（集团）有限公司总经理助理、副总经理、总经理等职。

公司副董事长陆建成先生，1958年出生，本科学历，曾任青浦县建设局城建股办事员、

股长，青浦县建设局副局长，青浦县土地局副局长、党组成员，青浦县计划委员会副主任，青浦县西岑镇党委书记，青浦工业园党委副书记、管委会主任，青浦县委常委、副县长，南汇县委常委、副县长，金山区常委，金山区人民政府副区长、党组副书记，新城区管委会主任等职。

公司其他高管人员具有多年的行业经历，企业管理和业务经验丰富。总体看，公司高管人员具有多年行业经验，员工素质普遍较高，能满足公司发展需要。

4. 外部支持

税收方面，2011年3月，上海市长宁区招商中心给予公司在企业所得税、营业税、增值税、个人所得税所形成的区实得部分按60%的比例给予专项资金扶持，专项资金扶持用于企业生产发展，如企业可享受国家或上海市相关政策时，按“就高不就低”的原则执行。

2014年一季度，公司引入五名战略投资者，收到上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）和深圳市平安创新资本投资有限公司的投资款合计117.29亿元，均以货币方式出资，已经上会会计师事务所审验，其中，20.87亿元计入实收资本，96.42亿元计入资本公积。

总体看，公司作为上海市国有控股综合性大型集团企业，成立时间较长，企业规模不断扩张，房地产开发经验丰富，多元化经营优势明显，综合竞争实力强。

5. 重大事项

2014年3月18日，上海金丰投资股份有限公司（600606.SH，以下简称“金丰投资”）公告重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案²。主要内容为：①资产置换：金丰投资以

²详见金丰投资于2014年3月18日在上海证券交易所网站公告的《金丰投资重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》。

全部资产及负债与上海地产集团持有的公司等额价值的股权进行置换，拟置出资产由上海地产集团或其指定的第三方主体承接；②发行股份购买资产：金丰投资向公司全体股东非公开发行 A 股股票购买其持有的公司股权，其中向上海地产集团购买的股权为其所持公司股权在资产置换后的剩余部分。本次资产置换与发行股份购买资产互为条件、同步实施。截至该预案签署日，拟置出资产及拟注入资产以 2013 年 12 月 31 日为基准日的审计、评估工作正在进行中。经预估，本次拟置出资产的预估值为 23 亿元、拟注入资产的预估值为 655 亿元。

鉴于本次交易尚需上市公司关于本次重组正式方案的董事会及股东大会审议通过，有权国有资产监督管理部门、有关政府主管部门、中国证监会的批准或核准后方可实施，如若资产置换与发行股份购买资产中任何一项事项未获相关程序通过，或未获得相关政府部门批准，则本次重大资产重组自始不生效，截至本报告出具日，该交易尚未完成。本次交易完成后，金丰投资的全部资产及负债将被置出，金丰投资将持有公司 100% 股权，公司将拓宽直接融资渠道。联合资信将密切关注公司后续重组进展。

五、管理体制

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》设立了股东会、董事会和监事会。股东会决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；对公司增加或者减少注册资本做出决议；对公司的分立、合并、变更公司形式，解散和清算等做出决议；修改公司章程。

公司董事会由 13 名董事组成，其中上海绿地（集团）有限公司职工持股会推派 5 名董

事；上海地产（集团）有限公司、上海市城市建设投资开发总公司各推派 2 名董事；上海中星（集团）有限公司、上海市天宸股份有限公司、深圳市平安创新资本投资有限公司各推派 1 名董事；另设有 1 名独立董事。董事会设董事长 1 名，副董事长 3 名，董事长由上海绿地（集团）有限公司职工持股会理事会推派，副董事长分别由上海地产（集团）有限公司、上海市城市建设投资开发总公司和上海中星（集团）有限公司推派。董事会对股东会负责，决定公司的发展规划、经营计划和投资方案；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；对发行公司债券做出决议；决定公司对外融资、担保事宜等。董事长为公司法定代表人，任期三年。任期届满，连选可以连任。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，董事长兼任总裁，执行副总裁 10 名，分管不同业务板块，协助总裁对公司进行经营管理。

公司设监事会，由 9 名监事组成，设主席（或副主席）一名。其中，绿地控股集团有限公司党委、上海中星（集团）有限公司、上海市城市建设投资开发总公司、深圳市平安创新资本投资有限公司、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）各委派 1 名监事，另外三名监事由公司职工代表担任。监事任期为三年。监事任期届满，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会负责检查公司财务；对董事、总裁等高级管理人员执行职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、总裁等高级管理人员提出罢免的建议等。

2. 管理水平

公司设有办公室、人力资源部、战略规划与企业管理部、工程合约部和技术管理产品研发部等共 10 个部门，各部门职责清晰，内部衔接融洽。

在管理制度方面，公司建立了《财务管理办法》，规定了公司对房地产业务的财务管理实行

三级管理，即公司——事业部——项目子公司。在资金使用上，公司统一确定对各房地产业务部的资金管理办法，各房地产业务部按照“合理使用、有效配置、统筹管理、提高效率”的原则进行资金使用管理；各房地产业务部对项目子公司严格实行“收支两条线”的资金管控模式，子公司的资金收支统归事业部管理，各项收入不得随意使用，事业部内的资金调拨统一由事业部安排，资金支出应在事业部下达的资金用款计划内，按照事业部的付款授权审批制度及流程执行。

具体到各项业务操作，各子公司（集团）大多制定了详细的操作流程。如《集团现金、支票和费用开支的管理办法》、《绿地集团内审管理规定》、《房地产业务部资金管理办法》及修订等。

在业务和子公司管理方面，对房地产业务，公司实行事业部制管理，根据区域设置国内 17 个事业部（其中上海地区设立 2 个事业部）、国外 7 个公司进行管理，各事业部下设项目子公司负责具体项目运作。公司对房地产子公司的管理，除了设立收入、利润等财务考核目标外，还在项目进度、质量等多个方面进行考核。对非房地产业务，相关控股子公司的高层管理人员和财务总监由公司委派，并对其实行财务指标考核。

上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）原隶属于上海武警部队，依据沪交接办接字[1998]1 号和[1999]12 号文，上海武警部队将云峰集团国有资产划转至公司。在管理方面，云峰集团董事长是公司执行副总裁，董事由公司委派。云峰集团主营房地产、能源、

汽车销售等，与公司主营业务类似，双方按区域划分，以规避同业竞争，公司按照整体发展战略对云峰集团加以管理，由公司下属子公司持有云峰集团 20.5% 股权比例。按照相关托管批文和托管协议，公司有表决权比例为 54.5%，2010 年云峰集团纳入公司合并报表。

总体看，公司法人治理结构完善，管理部门设置合理，职责清晰，内部管理制度基本能满足管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司发展初期以房地产为主业，经过多年经营，目前形成了房地产开发（含商业地产开发）、能源、建筑施工、商品销售、汽车销售及服务、金融、绿化、物业、酒店和租赁等产业并举发展的业务格局。其中，房地产业（含商业地产开发）作为传统的核心产业，对公司业绩和可持续发展构成主要支撑，房地产业务收入占比和毛利率水平平均处于较高水平；能源产业的不断壮大逐渐成为公司新的业务增长点，与房地产并举成为公司主要收入来源，但盈利能力偏弱；建筑施工业务经营稳步上升，毛利率水平较为稳定；商品销售及相关产业近年来较快发展，利润水平低；汽车销售及服务在公司持续的培育发展态势良好；绿化、物业、酒店和租赁等板块营收规模占比较小。

近几年，受房地产和能源贸易业务规模扩张影响，公司营业总收入增长迅速，三年复合增长 30.59%；2013 年公司营业总收入 2521.82 亿元，其中主营业务收入为 2503.06 亿元，占 99.26%。各项主营业务收入情况见下表 2。

表 2 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

分行业	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
房地产及相关产业	483.54	651.94	923.06	30.79	29.29	26.52
建筑及相关产业	163.44	192.23	207.55	5.48	7.41	6.08
商品销售及相关产业	225.59	374.96	243.42	1.44	0.22	0.16
能源及相关产业	594.73	747.84	1209.68	3.63	1.54	1.06

汽车及相关产业	54.28	51.73	59.25	6.18	5.33	4.75
绿化及相关产业	5.83	7.97	10.41	13.77	15.47	11.97
物业及相关产业	4.51	5.75	7.99	32.20	30.96	34.84
酒店及相关产业	5.97	7.80	10.02	79.51	77.07	81.74
租赁	4.77	4.44	3.65	54.61	43.53	15.45
其他	5.90	6.88	10.96	50.40	57.88	30.01
合计 1	1548.56	2051.55	2685.99	12.82	11.47	10.78
减：内部抵消数	74.93	75.49	182.93	--	--	--
合计 2	1473.63	1976.06	2503.06	13.42	11.89	11.37

资料来源：公司审计报告；

注：合计1是公司未进行内部抵消的主营业务收入合计数，合计2是进行内部抵消后的主营业务收入合计数。

从上表看，公司主营业务收入逐年大幅增加，主要是房地产和能源贸易板块收入增加较多所致，尤其在 2010 年公司合并了云峰集团，致使能源业务收入规模近几年快速增长。2013 年，公司未进行内部抵消的主营业务收入为 2685.99 亿元，其中，房地产收入占 34.37%、建筑施工业务占 7.73%、商品销售及相关产业收入占 9.06%、能源收入占 45.04%、汽车销售占比 2.21%，公司主营业务收入以房地产和能源板块为主，二者合计占比 79.41%。

从各板块毛利率来看，2011~2013 年，公司内部抵消前主营业务毛利率相对稳定略有下降，分别为 12.82%、11.47%和 10.78%。分板块来看，由于房地产宏观调控影响，公司房地产及相关产业毛利率逐年下降，但盈利能力仍处于较高水平，2013 年房地产板块毛利率为 26.52%；建筑板块毛利率呈波动上升趋势，变动幅度较小，2013 年为 6.08%；公司贸易板块毛利率较低，商品销售和能源板块盈利能力较弱，毛利率呈不断下降趋势，2013 年分别为 0.16%和 1.06%，其中，商品销售及相关产业板块主要包括公司各下属子公司发生的材料贸易、商品销售等收入，能源板块主要是能源贸易收入；公司绿化、物业、酒店和租赁等收入占比较小的业务板块，毛利率水平较高，盈利能力较强，2013 年分别为 11.97%、34.84%、81.74%和 15.45%。

2. 房地产

①行业分析

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

图1 2010年以来房地产开发综合景气指数



资料来源: wind 资讯

为了防范房地产市场反弹,2013年2月20日,国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013年3月1日,中国政府网发布《国务院办公厅关于继续

做好房地产市场调控工作的通知》,要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求,进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施;对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的,要进行约谈和问责等。

从投资结构来看,在城市化迅速发展的背景下,作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响,部分资金逐步向商业地产转移,商业地产成为楼市调控新政的受益者,办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2013年,房地产开发投资86013.38亿元,比上年增长19.8%。其中,住宅投资58950.76亿元,增长19.4%;办公楼投资4652.45亿元,增长38.2%;商业营业用房投资11945.00亿元,增长28.3%。

表3 2008~2013年中国房地产开发投资完成情况(单位:亿元,%)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78
2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38

资料来源:国家统计局

从整体供应情况看,2013年房地产市场整体呈快速上涨趋势,商品房销售逐月增长,且增速较2012年大幅提高。2013年,商品房销售面积130550.59万平方米,比上年增长17.29%;其中,现房销售面积31001.35万平方米、期房销售面积99549.24万平方米。

2013年商品房新开工面积201207.84万平方米,同比增长13.48个百分点;由于前两年快速增长的房地产项目2013年开始陆续、集中完工,全年商品房竣工面积累计101434.99万平方米,同比增长2.01个百分点;虽新开工增速大幅提升,2013年商品房施工面积增速上涨,全年商品房施工面积665571.89万平方

米,同比增长15.90个百分点。

需求结构方面,2013年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房,办公楼销售2883.35万平方米,同比增长27.92%;住宅销售同比增长17.52%,商业营业用房同比增长9.15%。总体看商务地产发展势头较好。

表4 2013年中国主要房地产市场运行指标

单位:(万平方米)

指标	绝对数 (万平方米)	同比增长(%)
房屋施工面积	665571.89	15.90
其中:住宅	486347.33	13.36
办公楼	24577.41	26.80

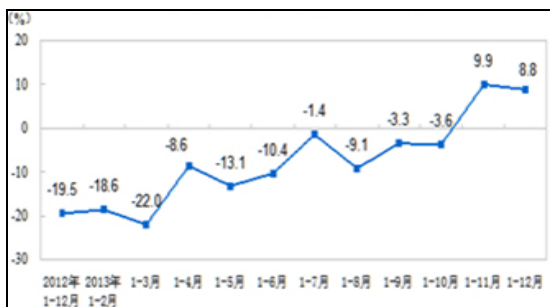
商业营业用房	80626.76	22.49
房屋新开工面积	201207.84	13.48
其中：住宅	145844.80	11.55
办公楼	6887.24	15.00
商业营业用房	25902.00	17.73
房屋竣工面积	101434.99	2.01
其中：住宅	78740.62	-0.38
办公楼	2789.40	20.49
商业营业用房	10852.42	6.86
商品房销售面积	130550.59	17.29
其中：住宅	115722.69	17.52
办公楼	2883.35	27.92
商业营业用房	8469.22	9.15

资料来源：国家统计局公报

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

图 2 全国房地产开发企业土地购置面积增速

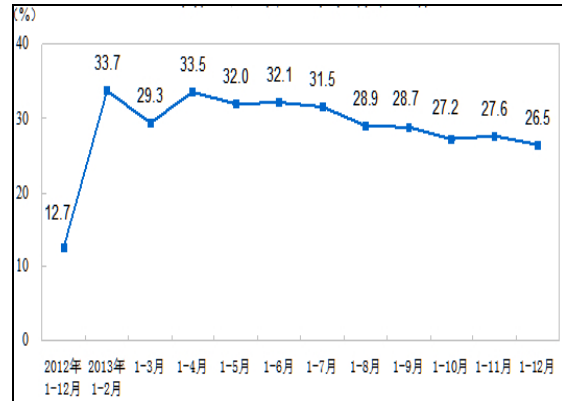


资料来源：国家统计局公报

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自

筹资金 47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

图 3 全国房地产开发企业 2013 年到位资金增速



资料来源：国家统计局公报

总体上，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

行业发展

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委

公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

上海房地产市场

总体运行

2013 年是房地产市场和政策分化的一年。为了实现城市经济转型和“遏制房价过快上涨”的调控目标，上海房地产市场调控继续加深，政策组合与执行方面相比其他城市领先，除了限购、限贷、房产税等措施全面落实外，“新国五条”和“沪七条”等相关政策也相继出台，上海在后续政策执行细节上进一步完善操作口径，但对房价调控效果均未能达到预期。

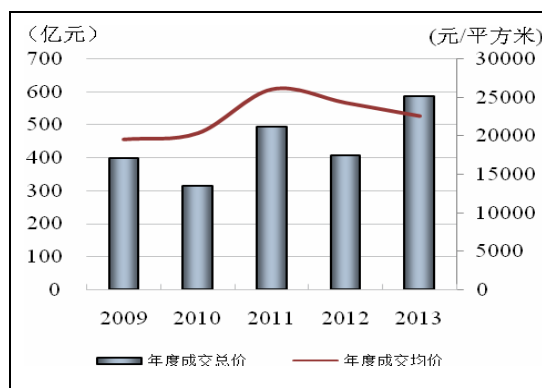
2013 年上海市房地产开发投资 2819.59 亿元，比上年增长 18.4%，房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重不断上升，2013 年达到 49.9%，高出上年 4.6 个百分点。从投资结构看，商品住宅投资占比仍为最高，2013 年上海市商品住宅投资额 1615.51 亿元，同比增长 11.3%，占全部房地产开发投资的 57.3%；办公楼投资 377.18 亿元，同比增长 43.5%，占全部房地产开发投资的 13.4%；商业营业用房投资额 370.03 亿元，同比增长 26.0%，占全部房地产开发投资的 13.1%。2013 年 3 月底“国五条”细则落地，引起购房者的恐慌性购房，开

发商也顺势加推，全年上海市商品住宅投资增速在 2012 年出现放缓以后再一次回升。在限购限贷限价三管齐下的严厉政策下，由于市场供不应求的大格局依然存在，限购限贷政策虽然抑制了大部分投资性需求，但对抑制总体房价的作用尚未凸显。

商业地产

从写字楼的成交情况来看，2013 年上海写字楼成交面积共计成交 29237 套、260.1 万平米，同比 2012 年成交套数上涨 71.78%；成交面积同比上涨 55.19%；成交总额为 587.22 亿元，受成交量拉动，较 2012 年上涨 44.1%；成交均价为 22577 元/平米，自 2012 年以来继续下跌 7.14%。市场整体表现为供大于求，供求比约为 1.3: 1。2013 年上半年，上海市写字楼成交量始终处于低位，进入 8 月以后，随着普陀、杨浦两区明星产品入市，持续下跌的写字楼市场出现回温，而 9 月上海自贸区的启动进一步提振了商业地产的士气，全年成交量较 2012 年增长显著。从价格方面来看，上半年成交均价持续低位徘徊，进入 8 月以后虽受成交量拉动成交总额上涨，但由于外环外地价总部园区的整购拉低了成交均价，8 月份成交均价跌至谷底。此后，受中、内环较高价写字楼的拉动，成交均价有所回升，但全年平均水平仍低于 2012 年。

图 4 2009-2013 年上海写字楼成交价格

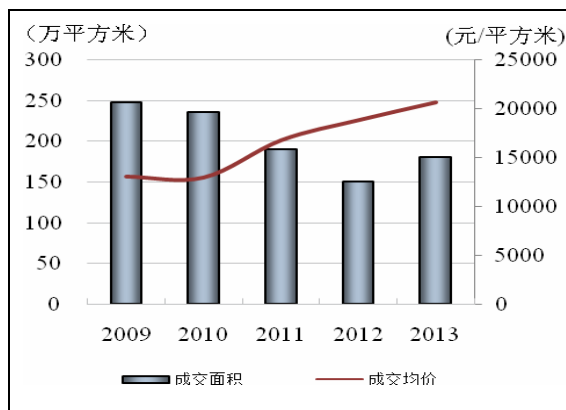


资料来源：上海搜房网数据监控中心

从商铺的成交情况来看，2013 年内商铺新增供应面积 181.29 万平方米，签约面积为 180.99 万平方米，新增供应量与成交量之比接近 1: 1，

供大于求的市场局面有所缓解。在自贸区政策的利好下，浦东地区得到了投资者对于该区域未来潜力的肯定，商铺市场迎来新一轮加速发展期。总体来看，2013年上海市共计成交商铺13920套，较去年上涨27.80%，共计成交面积180.99万平方米，同比上涨20.35%；签约均价20685/平，同比小幅上涨9.62%；成交总金额374.38万元，在量价齐升的带动下同比大幅增长31.93%。

图5 2009~2013年上海商铺成交情况走势



资料来源：上海搜房数据监控中心

从近5年的成交走势中看出，上海商铺在成交量连跌三年以后，2013年迎来止跌回涨，预示着后期市场的回暖，在宏观经济向好的市场大环境下，2014年商铺成交或将企稳回涨。与成交量的震荡格局不同，上海商铺成交均价自2010年以来持续走高，2013年随着普陀、杨浦等次中心商务区的逐步建设，区域内地标性商业项目逐渐入市，带动了区域内商铺价格的大幅上涨；此外，嘉定、松江等外郊环区域明星项目的入场，以高于区域其他项目的成交均价集中签约，也拉动了以往成交均价较低的外郊环区域价格。总体来看，各区域商圈的逐渐成熟和商业地价的逐渐走高成为商铺成交均价持续上涨的动力。

中长期看，上海在建设“两个中心”和自贸区启动的带动下，将有更多的中资和外资机构将上海作为总部的办公地点，在充足的需求支撑下，上海的商业物业市场仍将保持良好的发展趋势。

商品住宅

2013年上海楼市呈现量价齐升，供需两旺的格局，商品住宅供应量为1161.20万平米，环比上扬30%，成交面积为1282.28万平，环比上扬37%，成交均价为24177元/平米，环比上扬8%。从2010年限购实施以来，走过将近三年的历程，从一开始2011年住宅成交量受严厉政策影响明显下滑，价格涨势得到控制，到2012年量价又开始缓步回升，直到2013年商品住宅供求量纷纷大涨3成以上，而房价则由前两年的1-2%的涨幅被直线拉升到8%。整个楼市又出现了疯长的趋势。受“国五条”刺激，恐慌性购房出现，2013年3月出现整个年度的成交高峰，随后的几个月则持续高位运行，尤其是在3月份过后的9、10月份，成交量都140万平米的水平线以上，迎来了四年以来成色最足的“金九银十”，并且也连续两年出现了2009年市场最疯狂时候的供小于求的情况，同时房价依旧逐年上升，2013年已经达到了24177元/平米。

截至2013年底，上海商品住宅可售余量为978.47万平方米，较2012年年底回落2.7%。由于市场长期处于供小于求的状态，库存可消化速度从年初的11个月下滑到目前的9.16个月。从环线情况看，内环内住宅可售余量66.89万平米，仅占全市6.8%的份额，与2012年年底相比，该环区库存量下滑12.6%，在各环区中幅度最大；市中心高品质豪宅在政策相对稳定的2013年去化速度较快。外环外住宅可售余量为709.67万平米，占全市72.5%，较2012年年底微幅下滑1.7个百分点，在各环区中处于最为稳定的位路，尽管，外环外是刚需市场的主战场，但由于土地供应量大，项目推出量相对也最大，因此从区域需求供给上来说，相对平衡。

② 公司经营

房地产开发经营是公司收入和利润的最主要来源。公司以房地产经营积累资金，无偿投资城市公共绿化，以公共绿化提升房产价值，同时获得政府的政策性支持，积极参与旧城改造与动迁房建设，推动房地产更好发展。2001年始，

公司通过产业经营与资本经营并举，大力实施“全国化”战略，不断拓展全国市场。2013年公司实现房地产销售收入923.06亿元，毛利润244.81亿元。

从公司经营数据看，近三年，公司房产新开工、施工、竣工和销售面积等相关指标都呈上升趋势，获取土地和合同销售额逐年增加。2013年，公司新开工面积、土地获取面积和土地款金额同比增长超过100%，远高于公司房屋销售面积和合同销售额增速，公司2013年房地产开发投入力度较大，存货规模较大，对公司资金周转形成一定压力，联合资信将关注其房地产存货的周转情况及面临的市场风险。

表5 房地产板块主要指标（单位：万平方米）

项目	2011年	2012年	2013年
新开工面积	1887.60	1455.00	2914.00
房屋施工面积	4232.00	5200.00	6509.00
房屋竣工（交房）面积	881.40	1060.00	1443.00
房屋销售面积	822.50	1179.50	1629.00
土地获取情况	483.00	704.00	1436.80
土地款金额（亿元）	130.00	321.00	874.00
合同销售额（亿元）	761.36	1050.77	1607.00

资料来源：公司提供

从业态来看，公司以前一直以住宅为主，自2006年始逐渐提高商铺和办公楼比例，随着宏观调控的日益趋紧，2011年始公司加速提高上述房产的比例，2013年上述房产（办公和商铺）和住宅的比例为0.80：1。

动迁房（拆迁安置房）是公司履行国有企业职责代政府建设部分房地产业务，经营模式是：公司自己出资购买土地（部分土地是政府划拨）和承担建造成本，动迁房建造完工后由政府以略高于成本价进行分期回购，盈利较低。2011~2013年，政府进行回购的动迁房包括江桥动迁房、马陆动迁房和银河新都项目等。2013年公司保障性住房建设项目主要包括嘉定城北大型居住社区经济适用房项目、大型居住社区江桥基地C-2地块经济适用房项目、

绿地经济适用房南翔基地建设项目、上海市嘉定区马陆金沙湾2号地块动迁配套商品房项目，以上4个项目总投资58.80亿元，目前上述项目均处于先后建设阶段。

表6 房地产业态合同销售额分布情况（单位：亿元）

业态	2011年	2012年	2013年
住宅	450.19	588.64	855.85
办公	172.04	241.48	435.15
商铺	112.67	136.23	247.40
动迁房	26.46	84.42	68.60
合计	761.36	1050.77	1607.00

资料来源：公司提供

从区域分布来看，公司房地产开发以前主要集中在上海及周边地区，2001年开始走向全国，项目已遍及全国29个省市自治区80个城市，随着国家房地产宏观调控政策从严，公司以一、二线城市为主要扩张领域。目前已形成华东、华北、东北、西北、西南、华南及中部等七大板块格局，实现重点省会城市全覆盖、部分发达省份实现地级市全覆盖。同时，公司紧跟经济全球化趋势，推进海外拓展步伐，已经进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国、泰国、马来西亚等四大洲九国十三城。截至2013年底，公司外省市共实现合同销售额1265.92亿元，同比增长51.28%，占公司房地产合同销售金额的78.78%；上海地区（含昆山）共实现合同销售金额314.08亿元，同比增长46.79%，占公司房地产合同销售金额的19.54%，海外实现销售额27亿元，占公司房地产合同销售金额的1.68%。

为保障未来稳定发展，公司在多个目标区域设立子公司，加快了土地储备步伐。2011年全年公司新增土地储备27幅，土地面积7245亩，土地款总额130亿元，可建建筑面积1087万平方米，其中上海及昆山、太仓地区占13.37%，京津地区占11.97%，上海以外地区土地储备较多。2012年全年新增土地储备56幅，土地面积10560亩，土地款总额321亿元，可建建筑面积1908万平方米。2013年全年公司新增土地储备107幅，土地面积21552亩，土地款总额874亿元，可建建筑面积3441万平方米。2011~2013年，土地价格不断

增长，公司土地支出金额及楼面价均逐年增长，购买土地支出较大，对公司资金成本构成一定压力。截至2013年底，公司及其下属子公司拥有未开发土地216宗，均已获得土地权证，且均为出让用地，使用权面积合计1570.8万平方米，入账价值合计441.89亿元。其中，126宗土地尚未用于抵押，使用权面积合计927.6万平方米，入账价值合计311.8亿元。

随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，重点转向一、二线城市的房地产开发。在业态方面，根据市场情况，公司不断调整商业、办公和住宅的开发比重，调整销售供应节奏。2013年公司实现房产合同销售金额1607.00亿元、回笼资金1131亿元，分别增长52.94%、39.96%。

云峰集团近几年房地产业务经营情况良好，房地产业态与公司相似，规模较小，二者开发区域不同（如果公司已先进入某个区域，则云峰集团不进入），以规避同业竞争，2013年云峰集团房产销售收入35.98亿元，同比增长61.20%，实现毛利4.41亿元。

总体看，公司从事房地产行业较早，开发经验丰富，项目运作能力强，但房地产业务受宏观调控影响较大，公司采取转移区域及控制开发节奏的经营策略以保持房地产板块的稳定发展，较多的土地储备也保障了其可持续发展。但联合资信也注意到，随着宏观调控政策和信贷面日益趋紧，房地产市场销售价格和销售量具有回落风险，另外，较大的土地储备规模对公司资金占用明显，对公司后续开发项目所需资金周转将造成一定影响。

3. 能源板块

① 行业分析

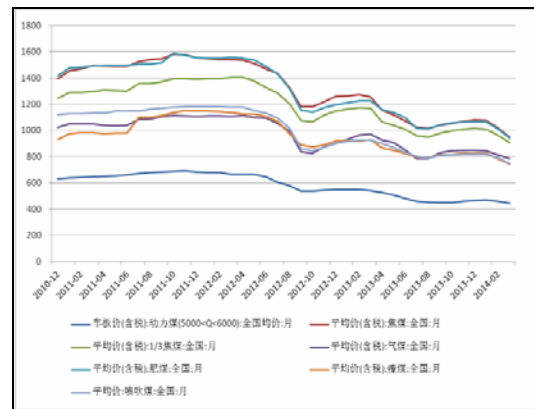
公司能源板块主要是能源贸易中的煤炭和石油产品，下面分别对煤炭产业和石油产品行业进行分析。

煤炭行业

近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011

年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

图6 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源: wind资讯

石油产品行业

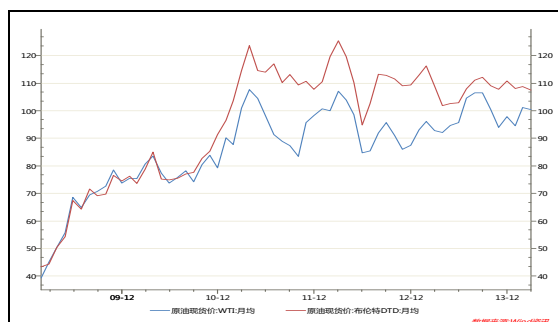
石油及石油石化产品是一种重要战略资源，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业。随着中国经济的快速发展，对能源的需求越来越大，石油作为能源的重要组成部分，在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，石油已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国。近年来，原油消费量持续增长，对外依存度始终处于较高水平。中国国家统计局公布的数据显示，2012年中国生产原油2.07亿吨，同比增长1.47%；进口原油2.71亿吨，同比增长6.69%；表观消费量为4.83亿吨，同比增长4.55%。2012年中国原油进口依存度达到56.6%，同比上升1.5个百分点，进口依存度进一步扩大。2013年全年原油产量达到2.08亿吨，同比增加1.65%。原油进口量约为2.82

亿吨，同比增长 4.1%。原油表观消费量为 4.87 亿吨，同比增长 2.8%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2013 年原油进口依存度达到 58.1%，与上年基本持平。

原油价格方面，2012 年上半年世界经济持续低迷，WIT 原油期货价格出现大幅波动，从 3 月 107-108 美元/桶的高点跌至 6 月底 80 美元/桶的低位。2013 年，市场供需宽松局势仍持续，地缘政治不稳与市场投机导致国际油价宽幅振荡，美国西德克萨斯中质原油（WTI）和北海布伦特原油（Brent）价格走势出现分化。WTI 原油现货年均价为 98.02 美元/桶，同比上升 4.13%，而 Brent 现货年均价为 108.66 美元/桶，同比下跌 2.64%。

图 7 国际原油现货价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

国内成品油市场方面，2013 年，受宏观经济放缓影响，国内成品油需求增速总体放缓，其中，与企业生产相关的柴油需求增速较低，汽油需求仍保持相对较高增速。2013 年国内成品油产量 2.96 亿吨，比上年同期增长 5.13%，其中汽油 9833 万吨，比上年同期增长 9.56%，柴油 17273 万吨，比上年同期增长 1.23%。成品油表观消费量 2.86 亿吨，比上年同期增长 3.4%，其中，汽油 9365 万吨，比上年同期增长 7.84%，柴油 17022 万吨，比上年同期增长 0.3%。

2013 年 3 月 26 日，国家发改委发出《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》（发改价格【2013】624 号，以下简称“通知”），“通知”提出进一步完善成

品油价格形成机制，其中包括缩短调价周期由现行 22 个工作日缩短至 10 个工作日，并取消上行幅度 4% 的限制，同时调价幅度如低于每吨 50 元时，不作调整，并纳入下次调价时累加或冲抵。2013 年，中国对成品油价格进行了八升、七降，共十五次调整，汽油标准品价格累计上调人民币 5 元/吨、柴油标准品价格累计下调人民币 15 元/吨。

新成品油定价机制的出台，市场化程度有所提高，使得炼油企业的利润空间更有保障，炼油企业在一定程度上能够规避国内外成品油价格“倒挂”所带来的亏损风险。

② 公司经营

公司能源板块主要由绿地能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）、云峰集团和上海中油浦东石油销售有限公司经营，前两者占比 81.91%。能源集团早期主要从事石油贸易，经过多年在能源领域的业务拓展和整合，业务范围覆盖到石油化工、煤炭、能源综合商品和航运等领域，形成了商品销售、煤炭开采、运输三大板块，其中能源贸易又分为油化商品、煤炭商品和能源综合商品三大类。自 2009 年起公司为增强可持续发展能力，积极向能源上游产业链拓展，2010 年先后在内蒙古地区收购了三座煤矿，开始涉足煤炭开采业务。目前能源集团下辖 17 家分、子公司，包括煤炭销售企业 4 家、油品销售企业 3 家、航运企业 2 家、综合类企业 1 家、矿业投资企业 1 家、加油站 3 家以及 2 家成员单位，已形成了石油储运销、煤炭产运销两条较为完整的产业链，业务规模居上海地方性能源贸易企业领先地位。

2011 年~2013 年，能源集团主营业务收入分别为 386.80 亿元、484.12 亿元和 566.45 亿元，三年增幅较大，主要由于商品销售业务大幅增长。2013 年能源集团实现主营业务收入 566.45 亿元，主要为商品销售收入，占比达 99.56%，毛利润为 8.86 亿元，毛利率为 1.57%，商品销售收入是能源集团收入和利润的主要来源，发展迅速，但毛利率低。

表7 能源集团主营业务收入和利润情况（单位：亿元）

业务分布	2011年		2012年		2013年	
	收入	毛利润	收入	毛利润	收入	毛利润
商品销售收入	383.23	11.36	482.08	9.31	563.96	8.86
运费收入	3.29	0.45	2.04	-0.04	2.41	-0.53
装卸收入	0.15	0.05	0	0	0	0
咨询服务	0.14	0.14	0	0	0	0
仓储收入	0	0	0	0	0.09	-0.14
合计	386.80	12.00	484.12	9.27	566.45	8.19

资料来源：公司提供

（1）商品销售板块

能源集团商品销售板块主要采用以批发为主的自营贸易模式，通过采购与销售价差赚取贸易利润，与上、下游客户结算均采取预付款为10%~100%。

从商品销售板块收入结构上看，2013年公司煤炭商品收入占比64.70%，油化商品收入占比31.65%，能源综合商品占比3.65%。煤炭商品成为公司商品销售板块主要收入来源。

煤炭商品

能源集团下设4家煤炭销售子公司负责煤炭贸易。

能源集团煤炭上游供应商主要包括北京神华昌运高技术配煤有限公司、神华销售集团华东能源有限公司、上海中煤华东有限公司等；下游客户主要是永城煤电控股集团上海有限公司、安徽省新龙图贸易进出口有限公司、开滦（集团）蔚州矿业有限责任公司等客户。

2009年9月，能源集团与中国中煤能源股份有限公司在上海签署煤炭长期供需合同，中煤能源股份有限公司将在2010~2014年的五年内向能源集团提供总计6800万吨的煤炭资源，共同拓展上海乃至华东地区的煤炭市场。中煤能源股份有限公司表示已将能源集团列为重点客户，将在未来的合作中确保充足的煤炭供应量和具有市场竞争力的供应价格。

能源油化产品

能源集团下设5家油品批发及零售公司负责油品贸易。其中，油品零售业务全部集中在3个加油站公司。油化商品又可细分为油品和

化工品两大类。其中，油品品种主要有汽油、柴油、燃料油；化工品的品种十分丰富，共计200余种，其中销售量较大的有沥青、混合芳烃、轻芳烃、精对苯二甲酸、石油苯、乙二醇、重油、甲基叔丁基醚、溶剂油、纯苯等。

能源集团油化产品上游供应商主要包括上海洪洲石油化工有限公司、上海联油国际贸易有限公司和成都欣华欣化工材料有限公司等；下游客户主要是中国石化化工销售有限公司华东分公司、南京希格化工有限公司和上海德源石化有限公司等企业。

能源综合商品

能源综合商品板块包括各种建筑钢材、钢板、管桩、水泥、复合材料等，两家综合类销售子公司负责经营，上游供应商主要是贸易类公司，下游客户主要是上海企业。

（2）运费业务板块

能源集团运费业务主要是航运运输，主要集中在强辉海运、绿地海运这两家下属子公司。公司拥有27000吨散装煤炭船2艘，26000吨散装煤炭船1艘、7000—9700吨油轮3艘，形成了煤炭产运销、石油储运销两条较为完整的产业链，2013年共计出航250航次，运送煤炭809万吨，油品运送34万吨。

2013年运费业务板块实现收入2.41亿元，由于航运行业不景气，毛利为-0.53亿元。

（3）煤炭开采

能源集团于2010年10月、12月先后收购位于内蒙古的准格尔旗食联煤炭有限责任公司（简称食联煤矿）和准格尔旗聚鑫煤焦有限责任公司

(简称高西沟煤矿)两座煤矿,收购金额分别为7.6亿元、10.6亿元,均为露天开采,相关手续已全部办结完毕;2011年收购了内蒙古自治区阿拉善左旗丰源煤炭有限责任公司(简称丰源煤矿),收购金额3.25亿元,该煤矿位于内蒙古自治区阿拉善盟左旗的古拉本镇,井田内为优质无烟煤。

食联煤矿矿区面积7.15平方公里,保有储量3374万吨,年生产能力为60万吨/年。高西沟煤矿矿区面积2.62平方公里,保有储量3350万吨(另有80公分以下煤层119万吨),年生产能力为60万吨/年。丰源煤矿保有储量为621万吨,年生产能力为60万吨/年。

能源集团自收购三家煤矿以后,在原有规章制度的基础上进一步完善安全生产管理规程,并对矿区施工单位全体员工进行了《施工装载和道路运输安全》培训,同时对矿区的消防、治安进行全面检查。两煤矿自投产以来,生产作业运营平稳,未出现任何安全事故。

能源产业也是云峰集团的主导产业,涉及煤炭、石油、化工、燃气四大行业,业务类型和能源集团相似,2013年云峰集团能源板块实现收入606.33亿元。云峰集团目前已形成煤炭开采、加工、运输、销售一体化与石油化工生产、储存、运输、销售一体化两条较为完整的产业链,在山西、内蒙、贵州等煤炭资源大省拥有煤炭资源,控制铁路站台15座,秦皇岛、连云港、泰州港、如皋港等煤炭中转基地的中转能力超过2000万吨。石油年仓储和销售量超300万吨,化工贸易年销售量超100万吨,燃气在安徽、江苏、河南、广东逐步布点。

总体看,公司能源贸易规模大,且形成了石油储运销、煤炭产运销两条较为完整的产业链,收入规模大,在上海地区具有一定的影响力。但联合资信也关注到公司能源贸易毛利率水平较低,且呈不断下降态势,盈利能力较弱。

4. 汽车销售及服务

公司汽车销售及服务板块主要由绿地汽车服务(集团)有限公司(以下简称“汽车集团”)和云峰集团经营。汽车集团下属31个全资及控股子公司,在全国建立了25家4S店进行汽车销售及后续保险理赔、维修服务等。汽车集团在提供全面的汽车维修保养售后服务之余,针对不同客户的需求,提出了“管家式一条龙服务”的服务理念,由售前服务(办理汽车上牌、保险、汽车消费贷款),直至售后服务(汽车美容及装潢等全套业务)。

截至2013年底,汽车集团汽车经销服务板块在全国共拥有25家4S店,汽车服务公司2家,遍及黑龙江牡丹江市、南昌、武汉、湖州、无锡、太仓等多个省市,代理包括了高、中、低端共计15个品牌经营权。汽车集团通过多元化的产品组合培育出多层次市场,以缓解各类汽车的季节性因素对销售额所产生的影响,并通过提供丰富的品牌和型号,既满足不同客户的消费需求,又能有效分散因需求变化带来的经营风险导致的收入波动。

受市场竞争及限购政策影响,近几年公司整车销售毛利率下降,服务维修业务随着社会拥有量的增加有所上升,且毛利率高于整车销售。整车销售额及售后服务收入金额比例约为8:1,但毛利润比例却接近1:2。在区域布局上,销售网点重点向二、三线城市转移。2013年汽车集团实现汽车销售及维修服务收入37.13亿元,同比增长28.30%,毛利润1.28亿元。

云峰集团是上海最早从事汽车服务的企业之一,在上海现有10家4S店、5家汽车服务公司和1家汽车检测站,可提供销售、上牌、装潢、保险、维修、租赁、二手车置换、检测等一站式服务;经营的汽车品牌与汽车集团有一定差异。2013年云峰集团实现汽车板块收入53.59亿元,同比增长56.82%,毛利润1.61亿元。

总体看,公司汽车销售及服务业务在公司重点培育下规模发展较快,收入规模波动增长,但市场竞争和限购政策对其经营产生一定影响,盈

利能力有所下降。

5. 建筑板块

公司建筑业务由上海绿地建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）和上海绿地建筑工程有限公司（以下简称“绿地建筑”）两家负责。建设集团前身为具有 50 年历史的原宝钢集团旗下的上海宝钢建设有限公司，2004 年经中央国资委批准，公司在上海联合产权交易所收购上海宝钢建设有限公司 60% 股权并更改为现名。

建设集团具有房屋建筑工程施工总承包、钢结构工程专业承包等 7 个一级资质，主要从事工业与民用建筑工程、室内外建筑装修装饰和市政道路等工程项目建设以及建材贸易、安装设计等，施工领域涉及民用建筑、钢铁、高架、轻轨、工业厂房及设备安装、公路、汽车、机械制造、自动控制、集装箱码头等行业，形成建筑安装，钢结构制造与安装，建筑装饰装潢、工程设备加工并举的业务结构，多次获得行业内一系列工程奖项和荣誉称号。

建设集团业务涉及设计、钢结构、材料等，专业性较强。建设集团建筑板块收入来源 50% 是为公司房地产提供建设施工服务，50% 对外提供建筑施工，多数以招投标形式承揽，相继承揽了安徽阳光半岛、大庆经贸中心、银川交通运输局的桥梁、道路工程等多个项目。

建设集团下面有多个贸易子公司，对大宗建筑材料（如钢材、混凝土、水泥等）进行集中采购，价格较低，除满足建设集团需求外，还对外销售；另外安装设计业务形成的收入和利润也对建设集团有较大补充。

绿地建筑公司从成立起主要为公司房地产开发提供建筑施工业务，另外也对外从事部分工业与民用建筑工程、室内外建筑装修装饰等。上海绿地建筑工程有限公司拥有房屋建筑施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包二级等多项资质。

2013 年，公司建筑板块实现收入 207.55

亿元，同比增长 7.97%，毛利润 12.61 亿元。

总体看，公司建筑业务实施主体资质高，项目承担能力强，是公司收入和利润的重要补充。

6. 商品销售及相关产业板块

公司商品销售及相关产业板块主要包括：云峰集团、汽车集团、建设集团、绿地建筑等公司发生的建筑材料贸易、商品销售收入等。2011~2013 年该板块实现收入分别为 225.59 亿元、374.96 亿元和 243.42 亿元。由于材料贸易等业务毛利率水平低，公司该板块 2013 年毛利率仅为 0.16%。

7. 其他业务

公司其他业务板块包括：酒店经营、金融、房屋租赁、物业管理、绿化、物流等。

酒店经营

公司酒店运营由上海绿地酒店投资发展有限公司（以下简称“酒店投资公司”）负责。酒店投资公司系全面负责公司酒店业务经营、管理和发展的综合性产业集团，于 2011 年成立后全面负责公司酒店业务运营，并推出全新自有高端酒店品牌铂瑞和铂骊。目前，公司建成酒店 21 个，其中自有品牌酒店 3 家，房间总数超过 6000 个，在建酒店 46 家，其中自有品牌酒店 39 家，为国内最大酒店物业持有商和管理运营商之一。2011~2013 年，公司酒店及相关产业收入分别为 5.97 亿元、7.80 亿元和 10.02 亿元，毛利率水平平均维持在 75% 以上。

物业管理

物业管理服务是公司房地产品牌的重要拓展与延伸，现有上海绿安物业管理发展有限公司和上海绿地物业服务服务有限公司 2 家物业管理公司实施。2011~2013 年，公司物业及相关产业实现收入分别为 4.51 亿元、5.75 亿元和 7.99 亿元，毛利率水平维持在 30% 以上。

租赁产业

公司租赁业务是由上海绿地商业（集团）有限公司（以下简称“商业集团”）来负责。商业

集团经营范围包括实业投资、商业管理、酒店管理、健康、休闲项目管理、物业管理、销售日用百货等，主要是对公司持有的商场租赁进行管理。2011~2013年，公司租赁收入分别为4.77亿元、4.44亿元和3.65亿元。由于2013年上海吉盛伟邦绿地国际家具村市场经营管理有限公司不再纳入公司合并范围，导致2013年公司租赁业务收入和毛利率水平有所下降。

金融产业

公司金融板块由绿地金融投资控股有限公司（以下简称“绿地金融”）负责，主要经营活动包括金融资产投资、资产管理等。金融产业是公司近年来重点发展的产业板块之一，积极打造金融全产业链，与贵州、江西、广西开展全面金融合作，在上海、宁波、重庆、南昌、青岛、贵阳等中心城市设立一批小额贷款公司，并入股上海农村商业银行、锦州银行、东方证券等多家金融机构。

绿化业务

公司旗下上海绿地集团森茂园林有限公司具有城市园林绿化施工一级资质，从成立至今，承建的工程遍布全国26个城市。

总体看，公司各业务板块经营情况良好，经营规模大，多元化业务格局有效分散了经营风险。

8. 经营效率

从经营效率来看，2011~2013年，公司销售债权周转次数分别为34.73次、31.42次和27.28次，存货周转次数分别为1.14次、1.23次和1.10次，总资产周转次数分别为0.90次、0.93次和0.83次，公司经营效率尚可，符合行业特性。

9. 未来发展

2011年至2015年是国家全面实施“十二五”规划的重要历史时期，同时公司制定了五年发展规划。总体目标为：成为具有世界级规模和竞争力的全球综合性地产开发运营企业，

真正从“中国的绿地”转变为“世界的绿地”。2015年确保业务经营收入超过5000亿元，跻身世界企业200强，成为一家国内一流、国际知名、实力雄厚、管理科学，以市场为导向，以效率为中心，以先进文化为支撑，跨国界、跨行业经营，在经营理念、管理体系、资源整合、人才建设等方面国际化程度较高，具有世界级规模、运营管理水平、品牌影响力和可持续发展力的大型企业集团。

1) 全面扩大房地产主业竞争优势

①全力实现营销业绩再突破、效益再提升，冲刺行业首位；②加强项目储备，夯实发展后劲；③加快构筑平台化模式，提升产业及商业地产运营力；④以产品力提升为核心加强技术保障；⑤抢抓供应、狠抓品质、严抓成本。

2) 综合产业聚焦效益、加速转型，以提升效益和竞争力为首要前提，下大力抓商业模式转型升级

①能源产业：提效益、促转型、重管理、控风险；②金融产业：要借势发力，进一步完善投资布局，在业务规模、平台能级和盈利能力上实现质的飞跃，成为集团的重要增长极。推进落实重点业务，完善业务平台、人才配置及奖惩机制；③酒店产业：外塑形象、内增效益，提高行业竞争力，深入推进海外项目；④其他综合产业：建设集团要进一步转型升级，不断提升市场竞争能力。下大力拓展外部市场，着力在承接有重大影响力和较高盈利水平的社会项目上实现新突破。汽车服务集团要以企业改制为契机，进一步激发企业发展动力与活力，优化业务结构，增强盈利能力。

3) 海外业务打造标杆、引领行业

公司将持续拓展与提升海外业务经营，努力使发展与管控并重，深耕优质市场，开辟潜力战场，进一步规范海外业务运作体系，加快充实与历练海外经营团队。

总体看，公司未来发展规划符合其经营方向，且目前业务布局已具雏形，未来将不断完善。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表已经瑞华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2011 年公司合并范围新增绿地金融投资控股有限公司（以下简称“绿地金融公司”）、广州绿地房地产开发有限公司、上海绿地集团马鞍山置业有限公司等 9 家子公司，2011 年底上述 9 家子公司净资产合计为 51.83 亿元，净利润合计 0.27 亿元；2012 年公司合并范围新增南昌绿地申飞置业有限公司、绿地控股集团海外投资有限公司、绿地控股集团宁波江北置业有限公司等 6 家子公司，2012 年底上述 6 家子公司净资产合计 15.06 亿元，净利润合计 -0.26 亿元。2013 年公司合并范围新增绿地控股集团武汉汉南置业有限公司、绿地控股集团（浙江）房地产开发有限公司、绿地集团荆州置业有限公司、重庆绿地东原房地产开发有限公司等 16 家子公司，2013 年底上述 16 家子公司净资产合计 13.69 亿元，净利润合计 -0.39 亿元。近三年公司合并范围增加对财务报表可比性影响不大。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 3676.78 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）469.71 亿元；2013 年公司（合并）实现营业收入 2521.82 亿元，利润总额 120.35 亿元。

2. 资产质量

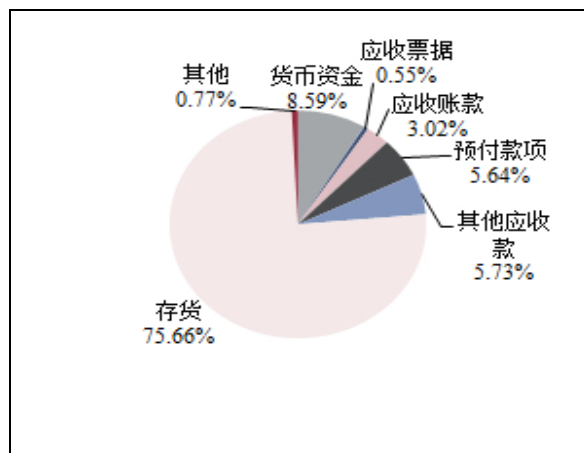
2011~2013 年，随着房地产和贸易板块的快速发展，公司资产总额年复合增长率为 39.96%，呈稳步增长趋势。公司资产结构以流动资产为主，2011~2013 年流动资产占比均达 87% 以上，2013 年底为 89.79%。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年复合增长率为 42.47%，主要来自存货、预付款项、货币资金和应收款项（应收账款+其他应收款）的

增加。截至 2013 年底，公司流动资产合计 3301.46 亿元，主要由存货、货币资金和预付账款构成。

图 8 2013 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金以 38.42% 的复合增长率快速增长，截至 2013 年底，公司货币资金达 283.43 亿元，一方面由于公司房地产预销售面积快速增加导致预收款大幅增长；另一方面是近年来公司经营规模扩大导致资金需求增加，公司加大银行借款力度以补充周转资金所致。公司货币资金以银行存款为主，占 82.90%，另外，其他货币资金 48.27 亿元，占 17.03%，现金占 0.07%。其他货币资金以各类保证金为主，其中质押贷款保证金、应付票据保证金、信用证保证金、质押的定期存单等受限使用的货币资金 38.99 亿元。截至 2013 年底，剔除受限货币资金后公司可随时用于支付的货币资金余额为 244.44 亿元，公司货币资金较为充足。货币资金是公司现金类资产的主要组成部分，截至 2013 年底，公司现金类资产 303.28 亿元，占公司流动资产的 9.19%。

2011~2013 年，公司应收账款年均复合增长 47.04%，2013 年底达到 99.56 亿元，主要系能源及相关产业收入大幅增长导致应收账款增加所致。

2011~2013 年，公司预付账款复合增长率为 45.61%，2013 年底为 186.20 亿元，主要为公司与国土资源局、土地储备中心、项目建设单位和配套设施提供商等形成的款项。从账龄上看，

公司预付账款以 1 年以内和 1~3 年为主，占比分别为 78.69% 和 21.31%。

公司其他应收款主要为土地购买保证金、往来款等，2011~2013 年分别为 52.02 亿元、105.90 亿元和 189.20 亿元，年均复合增长率达 90.71%，主要系公司支付土地竞买保证金及往来款增加所致。2013 年底公司采用账龄分析法提取坏账准备的其他应收款账面余额中，1 年以内账龄占 62.54%，2~3 年占 23.20%，3 年以上占 14.26%。公司对 3 年以上的其他应收款全额提取坏账准备。2013 年底其他应收款中欠款金额前五单位包括：应收成都市公共资源交易服务中心 7.50 亿元；应收北京市财政局 6.91 亿元；应收北京市土地储备整理中心 5.00 亿元；应收山西飞虹微纳米光电科技有限公司 4.45 亿元；应收郑州市国土资源局 3.67 亿元等，其他应收款集中度低。

2011~2013 年，公司存货稳步增长，年复合增长率为 40.15%，主要由于近几年公司房地产开发项目和土地储备增加较多所致。截至 2013 年底，公司存货 2497.73 亿元，其中房地产开发成本和开发产品为 2436.78 亿元，占存货账面余额的 97.55%。联合资信注意到，由于公司房地产项目具有一定的开发周期，后续项目销售也受行业景气度和宏观调控政策影响具有不确定性；此外，公司目前在建项目投资规模较大，项目投资支出集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，对公司资金周转形成一定压力。

总体来看，公司流动资产以存货、货币资金为主。由于近几年公司房地产施工规模较大，公司存货占比较高；公司现金类资产规模较大，资金量较为充裕。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年复合增长 22.45%，主要源于投资性房地产、其他非流动资产和固定资产的增加。截至 2013 年底，公司非流动资产 375.32 亿元，主要包括投资性房地产（占 27.97%）、固定资产（占 19.53%）、

长期股权投资（占 15.34%）、无形资产（占 12.78%）和在建工程（占 5.00%）。

2011~2013 年，公司长期股权投资较快增长，年复合增长 36.12%。截至 2013 年底，公司长期股权投资为 57.59 亿元，主要是对上海新华发行集团有限公司、海南天源利丰实业有限公司等房地产开发企业及能源开发企业的投资，以及对上海农村商业银行股份有限公司、东方证券股份有限公司等，其中，公司所投置业公司大部分为项目公司，随着项目的结束而要清算注销。

2011~2013 年，公司投资性房地产分别为 65.08 亿元、92.10 亿元和 104.96 亿元，年均复合增长 27.00%，全部为公司自持商业物业。2013 年底，计提减值准备 0.12 亿元。

2011~2013 年，公司固定资产相对稳定，年均复合增长 15.26%。截至 2013 年底，公司固定资产原价合计 98.97 亿元，其中房屋及建筑物占 68.81%，累计折旧 22.65 亿元，账面价值 73.29 亿元。

2011~2013 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 8.24%，主要由股权投资差额、委托贷款及预付房款保证金构成。2013 年底，公司其他非流动资产合计 7.20 亿元，其中股权投资差额较大的被投资单位主要包括：上海辰粤房地产开发有限公司、上海新天地房地产开发有限公司、江西绿地前湖置业有限公司、上海九龙宾馆等。

截至 2013 年底，公司无形资产稳定增长至 47.97 亿元，主要由土地使用权、采矿权及铁路经营权构成。

截至 2013 年底，公司商誉大幅增长至 15.41 亿元，主要来源于非同一控制下的企业合并；递延所得税资产大幅增长 26.34 亿元，主要以预售房款按税法核定利润为主。

由于融资需要，公司已将部分土地、房地产在建项目、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）及企业股权用于抵押或质押。截至 2013 年底，公司（合并口径）所有权及使用权受限资产的账面价值总和 1184.67 亿元，占其资产总额的

32.22%。

总体看，近几年公司资产规模扩张迅速，资产规模大，以流动资产为主。流动资产以存货和货币资金为主，存货中土地储备、在建房产等构成的开发成本所占比重较大，未来变现受调控政策影响较大，资产流动性较弱；非流动资产中投资性房地产、固定资产和长期股权投资占比较大。总体看，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益持续增长，年复合增长 36.65%，主要来自资本公积和实收资本的增加。截至 2013 年底，公司所有者权益 469.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 329.38 亿元，以未分配利润和实收资本为主，占比分别为 44.07% 和 17.61%，资本公积和盈余公积占比分别为 3.74% 和 4.56%。公司所有者权益以少数股东权益和未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱。

2011 年公司实收资本增加 10.12 亿元，全部来源于未分配利润转增资本；2012 年公司实收资本增加 28.72 亿元，其中，以未分配利润和应付股利转增资本 21.01 亿元，股东增资 7.71 亿元。截至 2012 年底公司实收资本 343.72 亿元。2013 年公司实收资本增加 23.63 亿元，来源于未分配利润转增资本，截止 2013 年底，公司实收资本为 82.72 亿元。

2014 年一季度，公司收到上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）和深圳市平安创新资本投资有限公司缴纳的投资款合计 117.29 亿元，均以货币方式出资，已经上会会计师事务所审验，其中，20.87 亿元计入实收资本，96.42 亿元计入资本公积。

负债

2011~2013 年，公司负债规模快速扩大，

年复合增长率为 40.47%，主要是预收款项、长期借款、应付款项（应付账款+其他应付款）和短期借款的增加；负债构成均以流动负债为主。截至 2013 年底，公司负债合计 3207.07 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 72.30% 和 27.70%，流动负债占比较高。

2011~2013 年，公司流动负债年复合增长率为 39.42%，主要是预收款项、应付款项（应付账款+其他应付款）和短期借款增加所致。截至 2013 年底，公司流动负债为 2318.64 亿元，其中预收款项（占 41.28%）、应付账款（占 22.54%）、短期借款（占 10.38%）和其他应付款（占 15.77%）占比较大。

2011~2013 年，公司短期借款年复合增长率为 42.09%。截至 2013 年底，公司短期借款达 240.74 亿元，其中，保证借款占 67.51%，信用借款占 17.00%，抵质押借款占 15.49%。

近年来，公司房地产预售金额稳定增长，导致公司预收账款年复合增长率为 16.91%。截至 2013 年底，公司预收账款为 957.08 亿元，主要为预收房屋销售款，账龄以一年以内为主，占 85.89%。

截止 2013 年底，公司其他流动负债为 12.00 亿元，全部为有息债券已经调入短期债务中（由绿地能源集团有限公司 2013 发行的两期短期融资券，额度分别为 3.00 亿元和 4.00 亿元，及上海云峰集团 2013 年发行的短期融资券，发行额度为 5.00 亿元）。

2011~2013 年，公司应交税费分别为 -5.34 亿元、-2.64 亿元和 20.11 亿元，2013 年的大幅上涨主要因公司预提了项目清算的土增税所致。

2011~2013 年，公司应付账款年均增幅 67.19%。截至 2013 年底，应付账款为 522.72 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 91.52%，1~2 年的占 6.47%，2 年以上的占 2.01%，部分款项账龄较长，主要原因为工程决算周期长。

公司其他应付款主要为往来款、房屋销售定金等。2011~2013 年，其他应付款年均增幅 105.62%，主要系关联单位往来款大幅增加所

致。截至 2013 年底，公司其他应付款 365.59 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 72.71%，1 年以上的占 27.29%。

2011~2013 年，公司非流动负债持续上升，年复合增长 43.33%，主要是长期借款的大幅增加所致。截至 2013 年底，公司非流动负债 888.42 亿元，其中长期借款占 92.31%，主要为抵押借款和保证借款，分别占长期借款的 79.48%和 16.16%，其中信托资金也在长期借款科目中反映。

随着业务规模的扩张，公司债务规模逐年上升，2011~2013 年复合增长率为 41.76%，截至 2013 年底，公司债务总额 1303.82 亿元，其中短期债务占 33.02%，长期债务占 66.98%。

2011~2013 年，公司资产负债率分别为 86.60%、86.88%和 87.22%；全部债务资本化比率分别为 72.06%、71.86%和 73.69%，公司债务负担重且整体呈波动上升。2013 年底公司预收账款占总资产的比重处于较高水平，实际债务负担小于指标值，未来随着公司房地产项目的陆续完工，预收款项将逐步确认为收入，但公司新开发面积也在大幅增涨，公司负债水平仍然保持相对稳定的态势。

总体看，近几年公司负债规模持续扩张，负债结构以流动负债为主，预收款居多。有息债务规模持续较快增长，截至 2013 年底，公司债务负担较重。2014 年一季度，公司引入战略投资者，收到投资款合计 117.29 亿元，一定程度上缓解了公司债务负担。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司分别实现营业总收入 1478.64 亿元、1985.62 亿元和 2521.82 亿元，年均复合增长 30.59%，此外，随着金融板块的发展，公司 2013 年获得利息收入、手续费及佣金收入合计 1.57 亿元。

2011~2013 年，公司营业收入快速增长，年复合增长率为 30.59%，主要是由于公司能源、房地产板块经营规模扩张所致。2013 年公

司实现营业总收入 2521.82 亿元，其中营业收入 2520.25 亿元，主要为能源业务收入及房地产业务收入。随着收入规模的扩大，公司营业成本也相应大幅增加，且增幅略高于营业收入增幅，年复合增长率为 32.05%。

期间费用方面，2011~2013 年，公司期间费用分别为 63.90 亿元、73.04 亿元和 95.50 亿元，年复合增长 57.44%，占收入的比重分别为 4.32%、3.98%和 3.79%，逐年下降，公司期间费用控制力较强。

2011~2013 年，公司投资收益分别为 2.85 亿元、4.86 亿元和 5.67 亿元，主要为长期股权投资收益。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 83.64 亿元、95.45 亿元和 104.41 亿元，年均复合增长率为 11.73%。

从盈利指标看，2011~2013 年，公司营业利润率持续下滑，分别为 10.38%、8.68%和 8.12%，主要是由于近几年公司能源及相关产业的快速扩张使能源板块收入占比逐年上升，但该板块毛利率相对较低，从而拉低了公司整体利润率水平，目前，公司正在大力发展能源板块，从原先以下游运输、销售为主的零售服务型模式逐步向上游生产、加工的全产业链模式发展，未来公司能源板块的利润率有望得以提高。2011-2013 年，公司总资本收益率分别为 8.82%、8.11%和 5.92%，净资产收益率分别为 24.73%、21.47%和 17.69%。公司盈利能力较强。

总体看，公司收入及利润规模受房地产和能源板块影响显著，期间费用控制能力较高，盈利能力较强。未来随着房地产项目预收款项结转收入，以及能源板块盈利能力的提升，公司收入及利润规模有望继续较快增长。

5. 现金流

经营活动方面，2011~2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1715.11 亿元、2238.52 亿元和 2794.84 亿元，经营活动现金流入量分别为 2146.43 亿元、2957.47 亿元和

3810.91 亿元，年复合增长率分别为 27.65% 和 33.25%，主要是由于公司房地产预销售规模和能源贸易规模扩大所致。2011~2013 年，公司现金收入比分别为 116.05%、112.82% 和 110.90%，公司现金收入质量较高。由于公司房地产施工项目快速增长，公司经营活动现金流出持续增加，2013 年购买商品、接受劳务支付的现金为 3128.76 亿元。2013 年公司收到其他与经营活动有关的现金以及支付其他与经营活动有关的现金分别为 1012.96 亿元和 871.44 亿元，规模较大，主要为土地竞买保证金的支付及返还以及往来款等。2011 年及 2012 年起由于公司前期投资回报逐步显现，经营活动现金流量表现为净流入，2013 年公司加大房地产等业务的投资经营活动现金流量表现为净流出 351.51 亿元。2011~2013 年，公司房地产开发项目新开工面积分别为 1887.60 万平方米、1455.00 万平方米和 2914.00 万平方米，施工面积分别为 4232.00 万平方米、5200.00 万平方米和 6509.00 万平方米，随着公司所开发项目的陆续完工交付，公司经营活动产生的现金流状况有望得到改善。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动现金流入规模较小，2013 年为 35.59 亿元。2011~2013 年，公司投资活动现金流出量分别为 70.86 亿元、48.85 亿元和 82.92 亿元，投资活动现金流出规模较大，主要是由于：①公司对参股公司的股权投资增多；②公司子公司云峰集团在能源行业投入较大，投资了江苏华东有色投资控股有限公司，导致公司对外投资支付的现金增加所致。公司近三年投资活动现金净流量分别为-41.23 亿元、-35.10 亿元和-47.34 亿元，投资活动现金净流出规模较大。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-31.99 亿元、-4.97 亿元和-398.84 亿元，公司经营活动现金流不能满足投资需求。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，近三年公司筹资活动现金流入规模较

大，分别为 454.90 亿元、522.89 亿元和 1045.39 亿元。筹资活动现金流量净额分别为 62.76 亿元、69.57 亿元和 432.82 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现能力强，但受房地方开发规模显著扩张影响，2013 年公司经营性净现金流表现为净流出，加之公司加大对外投资力度，未来公司有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年底，公司流动比率分别为 136.36%、130.77% 和 142.39%，公司流动比率呈波动上升趋势，主要是由于公司房地产销售预收款项大幅增长，流动负债增幅大于流动资产增速所致；公司流动资产中存货占比大，速动比率分别为 29.75%、31.91% 和 34.66%；经营现金流入量/流动负债分别为 1.80 倍、1.87 倍和 1.64 倍，经营现金流动负债比分别为 0.77%、1.91% 和 -15.16%。考虑到公司充足的货币资金以及不需要实际偿还的预收款较多等因素，公司短期支付能力适宜。

从长期偿债能力指标看，受益于利润的持续增加，公司 EBITDA 较快增长，2011~2013 年分别为 109.47 亿元、131.32 亿元和 154.05 亿元；全部债务/EBITDA 呈上升趋势，分别为 5.93 倍、6.09 倍和 8.54 倍。总体看，公司整体偿债能力正常。

截至 2013 年底，公司对外担保情况为：公司为中国华源集团有限公司提供 5000 万元人民币银行借款担保，中国华源集团有限公司该笔贷款已逾期；公司为上海海外联合投资股份有限公司提供 1999.95 万美元借款担保；公司子公司对商品房的承购人提供担保合计 8.37 亿元；公司子公司为无锡市国联发展（集团）有限公司提供 1.35 亿元担保。以 2013 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率计算，截至 2013 年底，公司对外担保额度合计为 11.44 亿元人民币，担保比率为 2.44%，公司或有负债风险低。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作

关系。截至2013年底，公司共获得授信额度总量为1305亿元，已使用610亿元，未使用695亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，2013年8月，公司通过收购香港上市公司盛高置地（控股）有限公司（香港联交所股票编号：0337，收购完成后，盛高置地更名为绿地香港控股有限公司）60%的股份，成功登陆香港资本市场，公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码为 G1031010501203970L），截至 2014 年 1 月 1 日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有五笔不良和关注类贷款记录，这五笔贷款均已经在 2003 年前还清，其中四笔均在贷款到期日之前归还，只有一笔于贷款到期日八日后还款，最终银行贷款均已实现正常回收。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况的综合分析，公司整体抗风险能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券拟发行额度为 20 亿元，占 2013 年底全部债务的 1.53%，占 2013 年底长期债务的 4.65%，对公司现有债务影响较小。

截至 2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 87.22% 和 73.69%，以公司 2013 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 87.77% 和 73.98%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013 年公司 EBITDA 对本期公司债券的保护倍数分别为 5.47 倍、6.57 倍和 7.70 倍，因公司分期还款，还款金额为 5.00 亿元，EBITDA 对其保护倍数分别为 21.88 倍、26.28 倍和 30.80 倍；经营活动现金流入对本期公司债券的保护倍数分别为 107.32 倍、147.87 倍和 190.55 倍，经营活动现金流入对分期偿付金额的保护倍数分别 429.28 倍、591.48 倍和 762.20 倍；公司经营活动现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为 0.44 倍、1.51 倍和 -17.58 倍，公司经营活动现金流量净额对分期偿付金额的保护倍数分别为 1.76 倍、6.04 倍和 -70.32 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力强。

针对本期债券的偿还，公司设立了募集资金使用专户和偿债资金专户。专项偿债资金主要来源于公司日常经营收入。公司拥有稳定的日常经营收入，2011 年、2012 年和 2013 年实现营业总收入分别为 1478.64 亿元、1985.62 亿元和 2521.82 亿元，利润总额分别为 85.92 亿元、98.59 亿元和 120.35 亿元，收入和利润均呈快速增长态势。

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请中国银行股份有限公司上海市黄浦支行作为本期债券募集资金使用专户和偿债资金专户监管人。

偿债资金专户具体操作流程为：公司应在本期债券发行首日前 5 个工作日于中国银行股份有限公司上海市黄浦支行开立募集资金使用专户和偿债资金专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金专户中的资金包括用于偿还当年应付的本金和利息。

公司应在本期债券还本付息日（T 日）前 7 个工作日（即 T-7 日）之前，按照《募集说明书》中确定的利息或本息金额向偿债资金专户中划入偿债资金，并在付息日或兑付日前 5 个工作日（T-5 日）向中国银行股份有限公司上海市黄浦

支行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，中国银行股份有限公司上海市黄浦支行应根据公司的划款指令，在当期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期应付的利息/本息划转至本期债券中央国债登记结算有限责任公司指定的账户。

在当期债券付息日或兑付日前7个工作日（T-7日），中国银行股份有限公司上海市黄浦支行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司。如果在T-7日，偿债资金专户余额小于当年应付利息/本息数额，中国银行股份有限公司上海市黄浦支行应在当日通知公司在T-5日前将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户。如果在T-5日，公司未按中国银行股份有限公司上海市黄浦支行通知的要求，将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户，中国银行股份有限公司上海市黄浦支行有权将额度为当年应付利息/本息的资金直接从募集资金使用专户中划入偿债资金专户。若募集资金使用专户中的资金余额小于当年应付利息/本息，则中国银行股份有限公司上海市黄浦支行有权将募集资金使用专户的所有资金直接划入偿债资金专户。

当确定公司不能按期偿付本期债券本息时，中国银行股份有限公司上海市黄浦支行将按照海通证券股份有限公司的要求严格控制募集资金使用专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许公司自行支配募集资金使用

专户及偿债资金专户中的资金。

此外，本期债券采用提前偿还本金方式，从第三个计息年度开始每年偿还本金的25%，即在第三、第四、第五、第六个计息年度末分别偿还本金5亿元、5亿元、5亿元和5亿元，后四年利息随本金的兑付一起支付。分期偿付机制的设立有助于降低债券本息集中偿付压力。

整体看，公司为本期债券设立了偿债资金专户，对本期债券有一定的保障作用。

3. 抵押资产

公司以其合法拥有的位于打浦路、龙华东路的“绿地浦晖国际中心”部分房地产提供抵押担保，抵押资产建筑面积为58580.66平方米。抵押资产的评估基准日为2013年4月30日。上述房地产用途全部为商业金融、商务办公用地，房地产权证齐全，65%已出租，评估对象无抵押、质押等他项权利。

绿地浦晖国际中心项目位于上海市黄浦江南部滨江黄金地段，该项目东侧紧邻在建中的6.63万平方米南园滨江绿地，南面距离黄浦江江岸线仅300米，同时项目还临近打浦路隧道、内环高架、卢浦大桥、M4线大木桥站等交通枢纽，辖区内交通道路18条，交通非常便捷。同时，该项目集高档商业、办公、金融、五星级酒店及高档住宅于一体，是黄浦江畔标志性的大型现代服务业综合项目，未来升值潜力大，资产质量好。

该房地产基本情况如下：

表8 本期公司债券拟抵押房地产基本情况

房地产权证编号	使用权取得方式	用途	土地使用权使用年限	宗地面积（平方米）	建筑面积（平方米）
沪房地黄字（2012）第050940号	出让	商业金融、商务办公用地	2008.2.18-2048.2.17	27678	43121.79
沪房地卢字（2011）第001545号产权证	出让	商业金融、商务办公用地	2008.2.18-2048.2.17	8719	15458.87
合计				36397	58580.66

资料来源：评估报告书

资产评估

公司计划用于抵押的房地产建筑面积合计 58580.66 平方米,已经具备证券期货相关业务评估资格的上海众华资产评估有限公司评估,并出具了“沪众评报字[2013]第 289”号评估报告。本次资产评估以 2013 年 4 月 30 日为评估基准日,采用市场比较法和收益法,根据评估结论,本期公司债券拟进行资产抵押涉及的房地产评估价值为 360254.12 万元,为公司本期拟发行债券额度的 1.80 倍。

抵押担保操作方案

公司与海通证券股份有限公司(以下简称“海通证券”)签订了《资产抵押协议》,公司以其自身合法拥有的房地产为本期债券还本付息提供抵押担保。

根据协议规定,在本期债券存续期间,公司应聘请经抵押权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值每年进行跟踪评估,评估基准日为每年 12 月 31 日,评估报告出具时间应为每年 4 月 30 日前,2014 年的评估报告尚未出具。公司须在对抵押资产价值进行评估结束后的 10 个工作日内,将评估报告正本提交给抵押权人。

同时,公司与海通证券签订了本期债券《受托管理协议》,海通证券作为本期债券全体持有人的债券受托管理人维护债券持有人的最大利益,在本期债券存续期间对公司募集资金的使用、是否按照相关主管部门的要求等的信息披露义务等实现进行监督;对担保资产的担保能力进行持续关注,并在下列情况下要求或协助公司完成担保资产的追加、置换和释放:①在本期债券存续期间,如果担保资产的评估价值减少至低于本期债券未偿本金的 1.5 倍,债券受托管理人有权要求公司提供债券受托管理人认可的其他担保(包括但不限于房地产权等),以保证担保资产评估价值总和及其他保证金额之和不低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍。②在本期债券存续期间,公司需要对担保资产进行置换时,公司应以书面形式向

债券受托管理人提交置换担保资产的申请,并向债券受托管理人提供其认可的并具备相应资质的资产评估机构出具的拟用于置换的担保资产的评估报告,若置换后担保资产的评估价值不低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍。③在本期债券存续期间,公司需要对部分担保资产解除抵押时,公司应以书面形式向债券受托管理人提交释放担保资产的申请,且释放部分担保资产后,担保资产评估价值总额应不低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍。

债券受托管理人应于公司每年公布上年的审计报告的同时,发布债券受托管理事务报告,内容至少包括公司履约情况和偿债能力分析。

债券受托管理人根据公司相关文件资料认为发行人将可能无法按时足额偿还本期债券的相关债务,或本期债券担保资产价值发生重大不利变化是,应召开债券持有人会议,并根据会议形成的决议采取要求公司采取补救措施或者依法申请法定机关采取财产保全措施等行动。

当公司未按期、足额将到期的本期债券利息和/或本金划入本期债券登记托管机构指定的银行账户时,或者担保资产价值低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍,而公司未依债券受托管理人要求追加担保或无法补足担保时,债券受托管理人应作为全体债券持有人的代理人,有权要求公司提前清偿本期债券未偿还本息或依法变卖、拍卖担保资产,将担保资产处置所得中相当于欠付的本期债券到期利息和本金的款项划入债券登记托管机构指定的银行账户。

公司违约时,债券持有人通过债券受托管理人行使权力过程中,所付出的成本,如抵押处置、法律诉讼等费用,从拍卖资产所得中提前支付。

总体看,公司以其合法拥有的建筑面积为 58580.66 平方米房地产(评估价值共计 360254.12 万元)为本期债券还本付息提供抵押担保,担保金额为本期债券额度的 1.80 倍。联合资信认为公司用于抵押的资产能够进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

九、结论

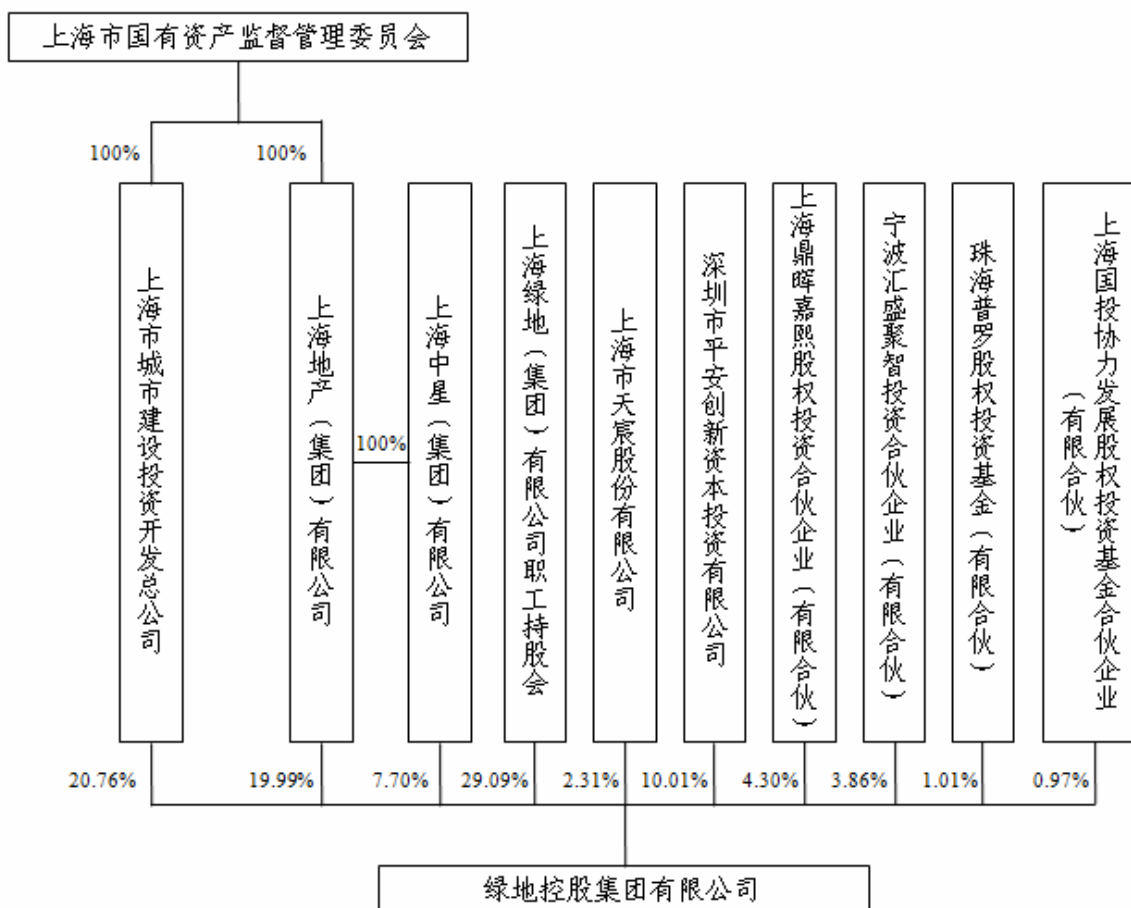
公司是上海市国有控股特大型企业集团，经过多年发展，目前已形成房地产主业突出，能源、金融等相关产业并举发展，公司业务涉及行业较多，经营规模大，行业经验丰富，具有较强的品牌影响力，多元化业务有效分散了经营风险。

公司法人治理结构完善，管理水平较高。目前公司资产以流动资产为主，存货占比大，流动性较弱；随着业务规模的扩张，公司债务规模逐年上升，负债水平偏高，负债中预收房款较多，但有息债务规模的不断扩大使得债务负担重；受房产项目开发投入和土地储备增多影响，营运资金平衡压力大；公司收入和利润快速增长，期间费用控制能力较高，盈利能力较强。公司主体信用风险很低。

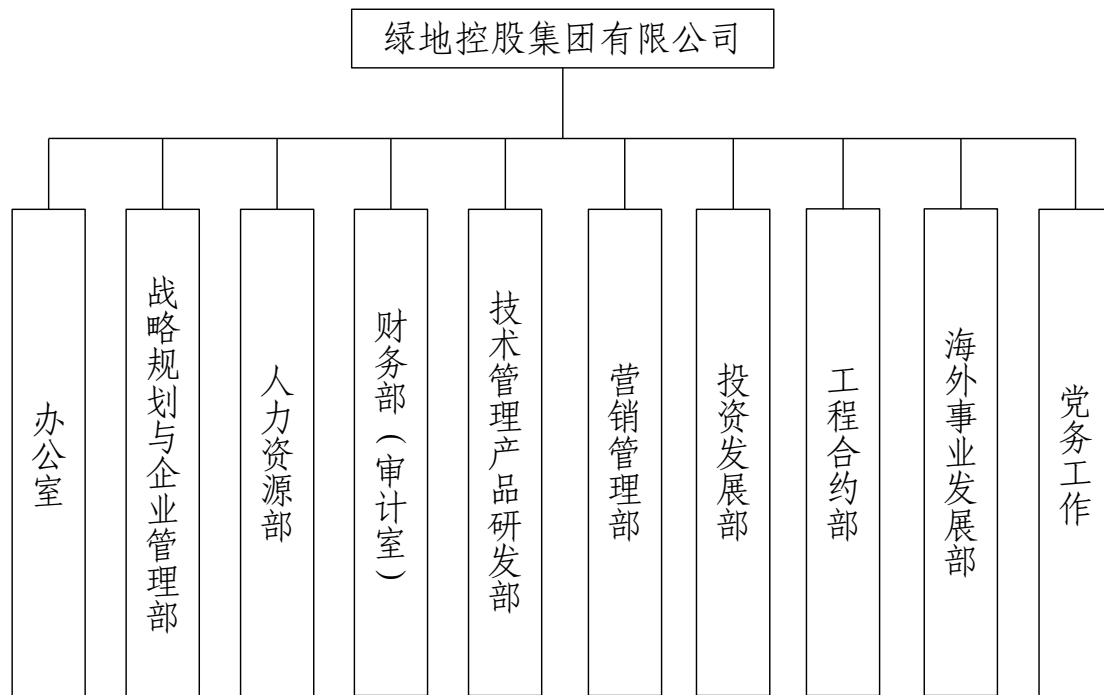
本期债券通过设立专项偿债基金提供偿债保障，偿债资金专户由中国银行股份有限公司进行监管，分期偿付机制的设立有助于降低债券本息集中偿付压力。本期债券由公司价值360254.12万元的房地产作为抵押担保，为债券本金总额的1.80倍，上述措施能够进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要计算指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	162.55	236.50	303.28
资产总额(亿元)	1876.91	2387.42	3676.78
所有者权益(亿元)	251.55	313.34	469.71
短期债务(亿元)	218.28	316.20	442.51
长期债务(亿元)	430.51	484.05	873.32
全部债务(亿元)	648.79	800.25	1315.82
营业收入(亿元)	1477.92	1984.19	2520.25
利润总额(亿元)	85.92	98.59	120.35
EBITDA(亿元)	109.47	131.32	154.05
经营性净现金流(亿元)	9.24	30.14	-351.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	34.73	31.42	27.28
存货周转次数(次)	1.14	1.23	1.10
总资产周转次数(次)	0.90	0.93	0.83
现金收入比(%)	116.05	112.82	110.90
营业利润率(%)	10.38	8.68	8.12
总资本收益率(%)	8.82	8.11	5.92
净资产收益率(%)	24.73	21.47	17.69
长期债务资本化比率(%)	63.12	60.70	65.03
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.86	73.69
资产负债率(%)	86.60	86.88	87.22
流动比率(%)	136.36	130.77	142.39
速动比率(%)	29.75	31.91	34.66
经营现金流动负债比(%)	0.77	1.91	-15.15
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.09	8.54
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	107.32	147.87	190.55
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.46	1.51	-17.58
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.47	6.57	7.70

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2007年3月29日发布的“银发〔2007〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2007年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 绿地控股集团有限公司 2014 年度 20 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期企业债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

绿地控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。绿地控股集团有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，绿地控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注绿地控股集团有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现绿地控股集团有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如绿地控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送绿地控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

