

# 跟踪评级公告

联合[2015]1881号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持绿地控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14绿地债”AAA的信用等级。

特此公告。



---

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)  
电话：010-85679696  
传真：010-85679228  
<http://www.lhratings.com>

## 绿地控股集团有限公司公司债券跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 绿地债	20 亿元	2014/05/23-2020/05/23	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 24 日

### 财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	236.50	303.28	393.29
资产总额(亿元)	2387.42	3676.78	5089.59
所有者权益(亿元)	313.34	469.71	612.31
长期债务(亿元)	484.05	873.32	1235.41
全部债务(亿元)	800.25	1315.82	1984.85
营业收入(亿元)	1984.19	2520.25	2616.82
利润总额(亿元)	98.59	120.35	92.71
EBITDA(亿元)	131.33	159.25	131.70
经营性净现金流(亿元)	30.14	-351.51	-529.84
营业利润率(%)	8.68	8.12	8.42
净资产收益率(%)	21.47	17.69	8.82
资产负债率(%)	86.88	87.22	87.97
全部债务资本化比率(%)	71.86	73.69	76.42
流动比率(%)	130.77	142.39	142.68
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	8.26	15.07
经营现金流流动负债比(%)	1.91	-15.16	-16.43

注: 已将其他流动负债中有息债务计入短期债务、全部债务及相关指标核算。

### 分析师

赵传第 刘珺轩  
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

绿地控股集团有限公司(以下简称“公司”)作为以房地产开发经营为主业的多元化企业集团,在经营规模、品牌影响力、土地储备等方面具备显著优势。跟踪期内,公司重大资产重组事项已基本完成,融资渠道拓宽;同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司房地产和能源业务受宏观调控和经济周期波动影响较大,公司负债水平高、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,积极发展金融、消费等产业,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。

公司存续期内的“14 绿地债”募集资金 20 亿元,期限为 6 年,公司为按时偿还本息设立专项偿债资金监管账户,且分期偿还的设置有效降低未来集中偿付压力。跟踪期内,公司经营现金流入量和 EBITDA 对上述债券保障能力强。“14 绿地债”由公司价值 360292 万元的房地产作为抵押担保,为债券本金总额的 1.80 倍,进一步保障存续期债券本息偿还的安全性。

综合考虑,联合资信维持绿地控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“14 绿地债”AAA 的信用等级。

### 优势

1. 公司经营规模大,综合竞争能力很强;跟踪期内,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. 公司通过多元化经营有效分散经营风险,跟踪期内,汽车、租赁、酒店等板块收入

规模不断上升。

3. 2014 年一季度，公司引入战略投资者，收到注资 117.29 亿元，有助于缓解资金压力。
4. 公司重大资产重组事项已基本完成，成功在国内资本市场上市，公司直接融资渠道得到有效拓宽。
5. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券保障程度好。

#### 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，未来房地产市场运行存在一定的不确定性。
2. 公司能源板块和商品销售板块毛利率水平低，对公司整体盈利能力形成一定不利影响。跟踪期内，煤炭价格持续下行及 2014 年三季度以来石油及石化产品价格大幅下跌，公司能源板块收入规模有所下降，经营压力加大。
3. 公司业务规模不断扩张，资金支出增多，有息债务快速增长，债务负担重。

## 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、本跟踪评级结果自发布之日起一年内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于绿地控股集团有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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20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2014年底，公司注册资本为1294901.03万元，其中股东上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投集团”）<sup>1</sup>、上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）、上海中星（集团）有限公司（以下简称“中星集团”）、上海格林兰投资企业（有限合伙）（以下简称“上海格林兰”）<sup>2</sup>、上海市天宸股份有限公司（以下简称“天宸股份”）、深圳市平安创新资本投资有限公司（以下简称“平安创新资本”）、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鼎晖嘉熙”）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波汇

盛聚智”）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）（以下简称“珠海普罗”）和上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国投协力”）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（见附件1-1），上述股东中没有任何一个股东能够单独对公司形成控制关系，公司无实际控制人。截至本报告出具日，公司重大资产重组事项（详见下文“重大事项”）已基本完成，上海城投集团、上海地产集团等成为绿地控股股份有限公司（以下简称“绿地股份”）股东，公司成为绿地股份的全资子公司（见附件1-2）。

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。

截至2014年底，公司本部设有办公室、战略规划与企业管理部、人力资源部、财务部（审计室）、技术管理产品研发部、营销管理部、投资发展部、工程合约部、海外事业发展部和党务工作共10个部门（见附件2）。

截至2014年底，公司（合并）资产总额5089.59亿元，所有者权益（包括少数股东权益）612.31亿元；2014年公司合并口径实现营业收入2616.82亿元，利润总额92.71亿元。

公司注册地址：上海市江苏路502号7楼；  
法定代表人：张玉良。

## 三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、

<sup>1</sup> 上海市城市建设投资开发总公司更名为上海城投（集团）有限公司。

<sup>2</sup> 上海绿地（集团）有限公司职工持股会变更为上海格林兰投资企业（有限合伙）。

新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900

亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 产权状况

截至2015年8月，上海金丰投资股份有限公司（以下简称“金丰投资”）重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易已基本完成（详见下文“重大事项”），公司股东为绿地控股股份有限公司（以下简称“绿地股份”），公司是绿地股份的全资子公司。

##### 2. 企业规模和竞争实力

公司是中国第一家跻身《财富》世界500强的以房地产为主业的综合性企业集团，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2015《财富》世界企业500强中位列第258位，在由中国企业联合会、中国企业家协会发布的2014年“中国企业500强”中位列第42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。公司紧跟经济全球化趋势，目前已进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国等四大洲九国十三城，海外投资业务快速增长。

公司能源产业规模扩张迅速，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。公司在内蒙古、山西拥有多座煤矿资源，地质储量超 2 亿吨，年配送额超 5500 万吨，是上海市经信委指定的上海地区主要供煤企业。

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、建筑装修装饰工程专业承包、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。

### 3. 人员素质

截至 2014 年底，公司本部在职员工 190 人。从年龄构成来看，30 岁以下员工占比 22.63%，30~50 岁员工占比 72.11%，50 岁以上的占比 5.26%；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 13 人，中级职称的 28 人，初级职称的 11 人。公司员工整体素质较高。

跟踪期内，谢黎明先生不再担任公司党委书记，杜启发先生不再担任公司执行副总裁，石文红女士不再担任公司副总裁；吴晓晖先生职务由执行副总裁调整为副总裁兼纪委书记，李权先生职务由执行副总裁调整为副总裁。费军、陈军、孙志文三人职位由公司副总裁提升

为执行副总裁，并聘任陈磊、樊华担任公司副总裁；吴卫东先生、王家樑先生不再担任公司董事，由胡京先生、汲广林先生出任公司董事。截止本报告出具日，公司董事、监事和高级管理人员合计 32 人。

跟踪期内董事及高管人员的变动对公司经营影响不大。公司高管人员具有多年行业和管理经验，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年公司获得政府补助合计3.04亿元，其中政府扶持资金1.58亿元、政府奖励1.04亿元。

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（以下简称“本次重大资产重组”）预案<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 详见金丰投资于2014年3月18日、6月27日和7月1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》、《金丰投资关于重大资产重组有关

主要内容为：①资产置换：金丰投资以全部资产及负债与上海地产（集团）有限公司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）有限公司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）有限公司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。

根据东洲评估出具的《拟置出资产评估报告》，以 2013 年 12 月 31 日为评估基准日，采用资产基础法和收益法对拟置出和注入资产的价值进行评估，并采用资产基础法的评估值作为评估结论，在资产基础法下，拟置出资产评估值为 22.13 亿元，拟置入资产股东全部权益价值评估值为 667.32 亿元。

根据拟注入资产、拟置出资产的交易价格及股票发行价格计算，本次发行股份总量为 1164983.43 万股，其中向上海地产集团发行 201239.42 万股，向中星集团发行 92781.25 万股，向上海城投集团发行 250083.76 万股，向上海格林兰发行 350374.19 万股，向天宸股份发行 27834.38 万股，向平安创新资本发行 120603.70 万股，向鼎晖嘉熙发行 51720.52 万股，向宁波汇盛聚智发行 46511.26 万股，向珠海普罗发行 12207.14 万股，向国投协力发行 11627.82 万股。

2014 年 8 月 20 日，金丰投资收到中国证券监督管理委员会下发的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（140795 号），正式对本次资产重组申请予以受理。2015 年 6 月 18 日，金丰投资收到中国证券监督管理委员会下发的《关于核准上海金丰投资股份有限公司重大资产重组及向上海地产（集团）有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2015]1226 号），本次重大资产重组获得中国证监会的正

式核准批复。

2015 年 6 月 26 日，公司取得上海市工商行政管理局颁布的营业执照，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），股东为上海金丰投资股份有限公司。

2015 年 8 月 12 日，金丰投资召开 2015 年第一次临时股东大会。临时股东大会审议通过以下内容：①将上市公司金丰投资的名称变更为“绿地控股股份有限公司”；②注册资本由 518320089 元增至 12168154385 元；③公司章程、经营范围修改；④董事、独立董事及监事的选举议案。2015 年 8 月 13 日，相关工商变更手续已完成，证券简称于 2015 年 8 月 18 日变更为“绿地控股”（SH. 600606）。

总体上，公司本次重大资产重组工作已基本完成，金丰投资的全部资产及负债被置出，名称变更后，绿地股份持有公司 100% 股权（截至本报告出具日公司股权结构见附件 1-2），公司直接融资渠道得到有效拓宽，知名度进一步提升，有利于企业长期稳定发展。

## 五、管理分析

公司董事会由 13 名董事组成，包含 1 名独立董事。董事会设董事长 1 名，副董事长 3 名。

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 5 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，按公司章程由 9 名监事组成，其中三名监事由公司职工代表担任；监事会设主席（或副主席）一名。截至 2014 年底，公司到位监事 8 名，尚有 1 名监事未到位。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平无其他重大变化。

## 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

题获上海市国资委批复的公告》和《金丰投资 2014 年度第一次临时股东大会决议公告》。

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。2014年,受房地产业务规模扩张影响,公司实现主营业务收入2600.68亿元,同比增长3.90%;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80.11%;跟踪期内,受能源板块低迷影响,公司主营业务收入增速有所下滑。

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,2014年公司房地产板块实现营业收入1121.74亿元,同比增长21.52%,房地产业务收入占比达到43.13%,超过能源产业占比;跟

踪期内,受宏观经济和煤炭等能源市场低迷影响,能源板块扣除内部抵消后实现收入961.62亿元,同比下降20.51%,在主营业务收入中占比下降至36.98%;因建筑施工板块主要是为公司房地产项目提供建筑施工服务,2014年扣除内部抵消后实现营业收入99.20亿元;跟踪期内,公司商品销售及相关产业扣除内部抵消后实现收入299.56亿元,同比增长23.06%;汽车销售及服务在公司持续的培育下发展态势良好,2014年实现收入70.63亿元,同比增长19.20%;绿化、物业、酒店和租赁等板块盈收规模占比较小,跟踪期内,除物业板块外同比均有所增长。

表1 2013~2014年公司主营业务收入构成及毛利率(单位:亿元、%)

分行业	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产及相关产业	923.06	34.37	26.52	1121.74	43.13	24.82
建筑及相关产业	207.55	7.73	6.08	99.20	3.81	14.86
商品销售及相关产业	243.42	9.06	0.16	299.56	11.52	0.27
能源及相关产业	1209.68	45.04	1.06	961.62	36.98	1.10
汽车及相关产业	59.25	2.21	4.75	70.63	2.72	4.29
绿化及相关产业	10.41	0.39	11.97	11.67	0.45	12.23
物业及相关产业	7.99	0.30	34.84	5.57	0.21	42.87
酒店及相关产业	10.02	0.36	81.74	14.84	0.57	74.02
租赁	3.65	0.13	15.45	5.37	0.21	21.56
其他	10.96	0.41	30.01	10.49	0.40	39.05
<b>合计1</b>	<b>2685.99</b>	<b>100.00</b>	<b>10.78</b>	<b>2600.68</b>	<b>100.00</b>	<b>12.60</b>
减:内部抵消数	182.93	--	--	--	--	--
<b>合计2</b>	<b>2503.06</b>	<b>--</b>	<b>11.37</b>	<b>2600.68</b>	<b>100.00</b>	<b>12.60</b>

资料来源:公司审计报告

注:1、2013年合计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;

2、2014年各板块营业收入为扣除内部抵消后数据,涉及到内部抵消的板块包括房地产、建筑、商品销售、能源和其他板块。

毛利率方面,跟踪期内公司主营业务毛利率为12.60%,同比上升1.23个百分点。分板块来看,受公司2014年结转的收入中二、三线城市房地产收入占比较高影响,公司房地产及相关产业毛利率有所下降,但盈利能力仍处于较高水平,2014年房地产板块毛利率为24.82%;受水泥等原材料价格下降影响,公司建筑板块

毛利率快速上升,2014年为14.86%;公司贸易类板块毛利率低,商品销售和能源板块盈利能力弱,跟踪期内毛利率有所上升,2014年分别为0.27%和1.10%,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,跟踪期内公司商品销售收入增加,较

强的议价能力能够有效地控制商品销售成本，商品销售毛利率有所提高；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，2014年分别为12.23%、42.87%、74.02%和21.56%。

## 2. 房地产板块

### (1) 行业分析

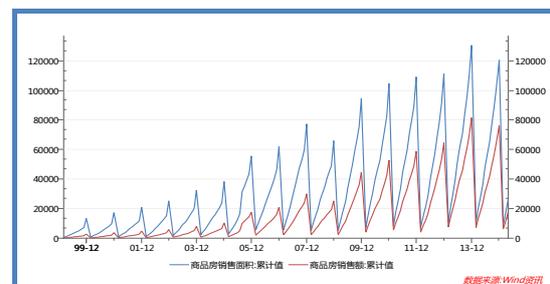
2014年中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因地制宜灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。

房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。

住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿元，同比增长7.6%。房地产供求对比方面，2014年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%，供应量同比增长3.2%，销供比为0.82，较2013年的0.93明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为0.64，与2013年1.53的水平差距较大；上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求，销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至2014年底，20个代表城市可售面积为18782万平方米，环比增长1.8%，较2013年同期增长25.5%，为近五年以来最高水平。

图1 中国商品房销售面积及销售额  
(单位: 万平方米、亿元)



资料来源: wind资讯

宏观调控政策方面，2014年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014年中央出台房地产相

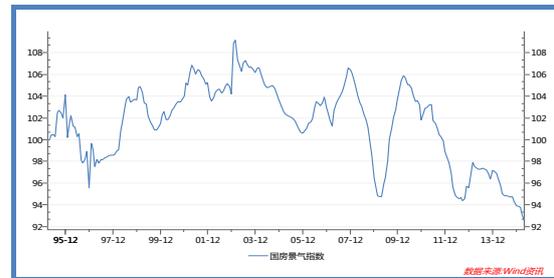
关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“930”新政），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一、二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，2014 年三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，

但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

图 2 中国房地产行业综合景气指数



资料来源：wind资讯

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

从行业相关指标看，自 2014 年下半年以来多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为

1.1, 同比小幅增长 0.03。库存方面, 据初步统计, 截至 2015 年 3 月底, 20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米, 环比下降 1.8%, 较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%, 但从绝对量来看, 库存仍位于历史较高水平。

总体看, 2014 年以来, 由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响, 全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下, 宏观调控政策导向促房地产市场化转型, 深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年, 连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策, 使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足, 因此市场难以呈现爆发式增长。未来, 宏观调控将逐步回归市场化, 长效机制逐步取代短期调控手段, 不动产统一登记配套制度将进一步健全, 土地节约集约利用将继续加强, 以保障房地产市场长期稳定发展; 房地产供应步入调整阶段, 控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间, 但中长期需求仍面临结构性调整, 联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

## (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。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, 同时积极拓宽海外业务, 已成为中国房地产行业的全球化经营领跑者。2014 年公司房地产板块实现收入 1121.74 亿元, 同比增长 21.5%; 毛利率为 24.82%, 同比下降 1.70 个百分点。2014 年公司房地产预售面积和金额创历史新高, 公司成为全球最大的房地产企业。

从公司经营数据看, 2014 年公司房产新开工、施工、竣工、销售面积和合同销售额等相

关指标都呈上升趋势, 土地获取面积和支付的土地款金额有所下降。2014 年, 公司房屋销售面积、合同销售金额增速远高于新开工面积和房屋竣工面积增速, 略高于房屋施工面积增速, 公司房地产去库存有一定成果, 但公司 2014 年房地产开发投入力度仍然较大, 存货规模不断增长。联合资信将持续关注公司房地产存货的周转情况及对公司资金周转可能形成的压力。

表 2 房地产板块主要指标 (单位: 万平方米、%)

项目	2013 年	2014 年	变化率
新开工面积	2914.00	3104.00	6.52
房屋施工面积	6509.00	8233.00	26.49
房屋竣工(交房)面积	1443.00	1542.00	6.86
房屋销售面积	1629.00	2115.46	29.86
土地获取面积	1436.80	1011.27	-29.62
土地款金额(亿元)	874.00	457.00	-47.71
合同销售额(亿元)	1607.00	2407.88	49.84

资料来源: 公司提供

从业态来看, 公司销售一直以住宅为主, 2014 年住宅实现销售额 1112.47 亿元, 同比增长 29.98%, 受办公楼和商铺销售额快速增长的影响, 住宅销售比例下降至 46.20%; 2014 年公司办公楼和商铺分别实现销售额 641.13 亿元和 654.28 亿元, 同比分别增长 47.34% 和 64.46%。

动迁房(拆迁安置房)是公司履行国资委下属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。2013~2014 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, 截至 2014 年底, 嘉定城北大型居住社区经济适用房项目尚在建设期, 计划于 2018 年底竣工; 江桥基地 C-2 地块经济适用房项目和绿地经济适用房南翔基地建设项目已竣工, 尚未决算。

表3 房地产业态合同销售额分布情况  
(单位: 亿元、%)

业态	2013年		2014年	
	销售额	占比	销售额	占比
住宅	855.85	53.26	1112.47	46.20
办公	435.15	27.08	641.13	26.63
商铺	247.40	15.40	654.28	27.17
动迁房	68.60	4.27	--	--
合计	1607.00	100.00	2407.88	100.00

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余座城市, 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。2014年全年, 华东地区销售收入占公司房地产板块销售收入的74.63%, 同比有所下降, 华北地区营业收入占比为10.41%, 同比有所增长。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, 其中, “绿地汉拿山小镇”已于2014年9月完工交房, 其他项目大部分处于在建阶段, 未来建设完工后, 将成为公司利润的重要增长点。2014年公司海外合同销售金额达153亿元。

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。2014年全年公司新增土地储备71幅, 土地面积15169亩, 土地款总额457亿元, 可建建筑面积2078万平方米, 新增项目绝大部分位于一、二线城市。跟踪期内, 受土地市场低迷影响, 公司土地获取面积有所下降, 土地获取单位价格有所下降, 但购买土地支出仍然较大, 对公司资金成本构成一定压力。截至2014年底, 公司及其下属子公司拥有未开发土地项目300个, 相关土地均已签订土地出让合同, 土地面积合计

1805.21万平方米, 建筑面积为4045.84万平方米。

截至2014年底, 公司在建项目累计约325项。已投资开发成本账面余额2913.24亿元, 尚未立项或尚未投入资金的拟建项目300个。

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, 跟踪期内房地产板块保持稳定增长, 同时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, 随着景气度下行, 公司未来投资规模过大, 房地产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

公司能源板块主要涉及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。

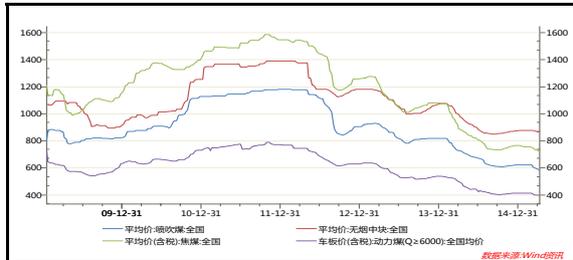
#### 煤炭行业

从行业供需格局角度看, 国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长, 下游社会库存的逐步饱和, 国内煤炭供给过剩快速扩大。根据国家统计局统计数据, 2014年全国原煤产量为38.7亿吨, 同比下降2.5%, 煤炭进口量2.91亿吨, 同比下降10.9%; 同期, 中国煤炭消费总量出现本世纪的首次同比下降, 2014年煤炭消费量比2013年下降2.9%。据此推算, 2014年中国煤炭消费量约为35.10亿吨, 煤炭市场维持供大于求的格局。

在下游需求增速减缓, 新增产能持续维持高位的双重冲击下, 煤炭价格在近三年出现深度调整。从商品煤下游用途来看, 商品煤大致可分为动力煤、化工煤(以无烟煤为代表)、冶金煤(以焦煤为代表)和喷吹煤, 各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显

差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 3 国内主要煤炭交易品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和整体下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。2013年，煤炭价格进一步下跌，其中动力煤价格均价较2012年下降了20%。2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业

2014年~2015年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从2014年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

未来发展方面：中国经济潜在增速已经开始下降，经济结构调整成为宏观经济调控的主线，煤炭下游需求将趋势性放缓。同时，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经

营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

### 石油产品行业

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

国际原油市场方面，2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，并于45~55美元/桶的历史低位开始企稳。由于世界主要原油输出国家并未明显减产，近期国际原油价格仍在低位徘徊，截至2015年7月28日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别仅为53.3美元/桶和47.98美元/桶。从短期看，国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

国内成品油市场方面，2014年，成品油市场需求呈中低速增长态势，汽油需求保持较快增长，柴油需求自2009年以来首现萎缩。国内炼油能力继续增长，市场资源总体宽松，成品油净出口进一步增加。2014年，国内原油加工量45642万吨，增长2.8%，成品油产量28491万吨，增长4.4%；成品油表观消费量26928万吨，增长2.0%，其中汽油增长8.3%，柴油下降1.5%；全年中国政府共18次调整国内汽油、柴油价格，4涨14跌，其中自2014年7月21日起连续10次下调成品油价格；全年汽油标准品价格累计下降2050元/吨，柴油标准品价格累计下降2205元/吨。国内成品油价格走势与国

际市场油价变化趋势基本保持一致。

国家政策方面，2014年11月28日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于提高成品油消费税的通知》（财税[2014]94号），决定自2014年11月29日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高0.12元；将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高0.14元。2014年12月12日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于进一步提高成品油消费税的通知》（财税[2014]106号），决定自2014年12月13日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额由每升1.12元提高到每升1.4元；将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额由每升人民币0.94元提高到每升1.1元；航空煤油继续暂缓征收。

未来行业发展方面，2014年尤其是四季度，世界经济复苏低于预期，中国等新兴经济体需求放缓，美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加等因素导致国际原油价格大幅下行，国际原油价格的持续下行对石油行业上游资产形成冲击，油气资产贬值，进而影响勘探和开采，预计石油公司的投资量将出现下滑；同时，石化产业产品失去成本支撑，在产业链传导作用下，价格出现下挫，甲苯、PTA、PX和丁二烯等石化上游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。同时，美国页岩气资源商业化开发的成功将相关技术转移到页岩油资源领域，促使其国内原油产量大幅增长，导致作为北美地区基准的WTI原油价格水平进一步下跌。由于大部分原油资源具有同质性和可替代性，当前价格较低的美国页岩油将逐渐拉低进口原油在美国的销售价格，进而从原油销售渠道的终端向整个全球原油市场实现价格传递，降低国际原油整体价格水平。

### （2）公司经营

公司能源板块涉及能源商品贸易、运费、煤炭生产等业务。其中，能源商品贸易是公司

主要收入来源。2014年，公司能源板块合计实现营业收入961.62亿元，同比下降20.51%，在主营业务收入中占比下降至36.98%。公司能源板块盈利能力偏弱，2014年毛利率为1.10%，同比增长0.04个百分点。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”）和云峰集团经营。

能源集团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，形成了能源商品贸易、运输和煤炭开采三大主要业务，其中能源商品贸易又分为油化商品、煤炭商品和能源综合商品三大类。目前能源集团下辖煤炭销售企业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。

受煤炭商品贸易收入规模下降影响，2014年能源集团主营业务收入为513.08亿元，同比下降9.42%。能源集团营业收入主要为能源商品贸易收入，占比达99.66%，毛利率为1.34%。能源商品贸易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。

#### 能源商品贸易业务

能源集团商品贸易业务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、下游客户结算均采用预付款为10%~100%。

从能源集团主要能源商品贸易收入结构上看，煤炭产品和油化产品是能源集团营业收入的主要来源。2014年公司煤炭商品收入占比54.99%，油化产品收入占比42.02%，能源综合

商品占比2.99%。受煤炭市场低迷影响，跟踪期内，油化商品在能源集团商品贸易业务收入中比重有所提高。

表4 能源集团能源贸易主要产品销售情况

(单位: 万吨、亿元)

	2013年		2014年	
	销量	营业收入	销量	营业收入
煤炭	6203.41	364.86	6160.02	287.23
油化产品	245.33	178.49	282.05	240.73

资料来源: 公司提供

注: 油化产品主要包括汽油、柴油、燃料油, 以及混合芳烃、聚乙烯等化工产品

#### 运费业务

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, 25000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。

2014年运费业务板块实现收入1.70亿元, 同比下降29.46%, 由于航运行业不景气, 毛利润为-0.86亿元。

#### 煤炭开采板块

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(以下简称“食联煤矿”)和准格尔旗聚鑫煤焦有限责任公司(以下简称“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盟丰源煤炭有限责任公司(以下简称“丰源煤矿”), 收购金额3.25亿元。

表5 公司下属矿业权情况(单位: 万吨、万吨/年、平方公里)

煤矿名称	矿山状态	保有储量	生产规模	矿区面积	采矿许可证有效期
准格尔旗食联煤矿	停产	3671.00	60.00	7.15	2016-02-04
准格尔旗高西沟煤矿	正常开采	3355.72	60.00	2.62	2017-11-12
阿拉善盟丰源煤矿	技改停产	643.00	90.00	1.36	2018-04-20
陆合基安达煤矿	联合试运转	8404.27	120.00	15.64	2022-11-22

陆合恒泰南庄煤矿	联合试运转	7275.89	120.00	8.30	2022-11-22
陆合万安煤矿	基建期	3377.00	90.00	10.95	2027-11-27
<b>合计</b>	--	<b>26726.88</b>	<b>540.00</b>	<b>46.02</b>	--

资料来源：公司提供

注：1、公司已全额缴纳准格尔旗食联煤矿、准格尔旗高西沟煤矿和阿拉善盟丰源煤矿的采矿权价款；云峰集团下属陆合基安达煤矿、陆合恒泰南庄煤矿和陆合万安煤矿按协议规定分期缴纳采矿权价款，公司仅缴纳部分款项，尚余合计 6.33 亿元未缴纳。  
2、根据 2012 年 7 月准格尔旗食联煤矿出具的《关于食联煤矿暂停生产和销售的内部歇业请示》，准格尔旗食联煤矿就征地补偿款问题与当地政府和村民正在进行协调、沟通，目前该矿山处于停产中。

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。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、内蒙古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。

2014 年云峰集团主要能源贸易产品实现销售收入 562.88 亿元，同比下降 5.57%；从云峰集团主要能源商品贸易收入结构上看，2014 年公司煤炭商品收入占比 31.43%，油化产品收入占比 53.01%，其他贸易品占比 15.56%，油化产品占比由 2013 年的 46.49% 增长至 53.01%。

表 6 云峰集团主要能源贸易产品销售情况

(单位：万吨、亿元)

	2013 年		2014 年	
	销量	营业收入	销量	营业收入
煤炭	2456.55	237.89	2061.03	176.92
油化产品	499.45	277.10	644.70	298.37
其他贸易品	343.04	81.10	497.29	87.59
<b>合计</b>	<b>3299.04</b>	<b>596.09</b>	<b>3203.02</b>	<b>562.88</b>

资料来源：公司提供

注：油化产品主要包括汽油、柴油、燃料油，以及混合芳烃、聚乙烯等化工产品

截至 2014 年底，云峰集团拥有对陆合基安达煤矿、陆合恒泰南庄煤矿、陆合万安煤矿等煤矿的采矿权（矿业权情况见表 5）。此外，云

峰集团下属子公司贵州绿云能源有限公司收购“兴贵煤矿”等 3 个煤矿，因相关产权转移手续尚在办理中，云峰集团煤炭生产业务投资额一直挂账“预付款项”及“其他应收款”。

截至 2015 年 6 月底，除能源集团所拥有的高西沟煤矿外，食联煤矿、丰源煤矿及陆合万安煤矿处于停产重建阶段，陆合恒泰南庄煤矿及陆合基安达煤矿处于联合试运转阶段。

总体看，跟踪期内，受宏观经济和煤炭等能源市场低迷影响，公司能源板块收入有所下降，毛利率水平虽然略有提升，但仍处于微利状态，利润空间有限。公司通过收购煤矿有助于完善产业链，但考虑到公司下属煤矿大部分处于停产或试运营状态，且煤炭行业景气度低迷，公司对煤炭资源的整合效益有待观察。

#### 4. 汽车销售及服务板块

公司汽车销售及服务板块主要由绿地汽车服务（集团）有限公司和云峰集团经营。目前，公司拥有对宝马、凯迪拉克、别克、大众等十余个汽车品牌的经营权，旗下设 33 家 4S 店，另有涉及汽贸、汽配、汽修、二手车经营等业务的 8 家汽车服务公司。2014 年，公司汽车销售及服务板块收入为 70.63 亿元，同比增长 19.21%，毛利率由 2013 年的 4.75% 略微下降至 4.29%。

2015 年 5 月 18 日，公司境外与中国润东汽车集团有限公司（以下简称“润东汽车”；香港联交所股票编号：01365）、Rundong Fortune（润东汽车现控股股东）签署认购协议，公司有条件同意认购润东汽车有条件同意配发及发行的总共 536270747 股认购股份，认购完成后，

公司成为润东汽车的控股股东。润东汽车是江苏、山东、上海及浙江等富裕的华东沿海地区最大的豪华汽车经销集团之一，拥有豪华、超豪华及中高端品牌的均衡组合。通过此次认购，公司汽车产业的总体规模将跻身全国汽车经销商集团前列，市场占有率有望进一步提升。

跟踪期内，公司汽车销售及服务业务收入规模不断增长，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。2015年通过认购润东汽车的股份，公司扩大中高端汽车板块市场，未来收入和盈利能力有望提升。

## 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，形成建筑安装、钢结构制造与安装、建筑装饰装潢和工程设备加工并举的业务结构，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。此外，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、室内外装饰装修装饰等。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。

2014年，公司建筑板块内部抵消后实现收入99.20亿元，同比下降52.21%，毛利率由上年底的6.08%上升至14.86%，主要系水泥等原材料价格下降导致成本下降所致。

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。2014年该板块实现收入299.56亿元，同比增长23.06%。由于材料贸易等业务毛利率水平低，公司该板块2014年毛利率为0.27%，同比上升0.11个百分点。公司商品销售收入增加，较强的议价能力能够有效地控制商品销售成本，提高商品销售毛利率。

## 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26个，其中自有品牌酒店6家，房间总数超过7500个，在建酒店50多家，为国内最大酒店物业持有商和管理运营商之一。2014年，公司酒店及相关产业实现收入为14.84亿元，同比增长48.06%，毛利率为74.02%，同比下降7.72个百分点，但仍保持在较高水平。

### 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。2014年，公司物业及相关产业实现收入5.57亿元，同比下降30.26%，系2014年物业板块合并范围子公司数量由上年的4家减少至2家使得收入大幅下降；2014年物业管理

板块毛利率为 42.87%，同比增长 8.03 个百分点。

### 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。2014 年，公司租赁收入为 5.37 亿元，同比增长 47.12%，毛利率为 21.56%，同比增长 6.11 个百分点。

### 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股权投资、资产管理、融资担保等。金融产业是公司近年来重点发展的产业板块之一，跟踪期内，公司积极落实“大金融”发展战略，深度介入并自主参与经营金融资产管理、信托、投资银行、小贷公司等业务，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。2014 年公司业务规模达 200 亿元，其中公司持有东方证券股份有限公司、上海农村商业银行股份有限公司和锦州银行等公司的股份（公司按成本法计入“长期股权投资”科目），截至 2014 年底以上三家企业按市场比较法评估增值合计 14.3 亿元。公司金融板块的小额贷款收入体现在报表的“利息收入”中，其他收入主要体现在“主营业务收入”里的“其他收入”科目。

### 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。2014 年公司绿化及相关产业实现收入 11.67 亿元，同比增长 12.13%，毛利率为 12.23%，同比增加 0.26 个百分点。

总体看，公司经营规模大，跟踪期内，能源及相关产业营业收入有所下降，但在房地产板块收入规模扩张和其他业务板块收入增长的

带动下主营业务收入保持稳定增长，多元化业务格局有效分散了经营风险。

## 8. 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 4500 亿元，跻身世界企业 200 强，到 2020 年跻身世界企业 100 强行列，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。

公司借壳上市后，在做强房地产核心主导产业的同时，逐步发展形成“大基建、大金融、大消费”三大产业集群。

“大基建”方面，公司将抓住基础设施互联互通投资建设的历史性机遇，聚焦全国经济发展能级较高、人口集聚程度较好的省会城市和区域中心城市，以“地铁+物业”综合开发为核心模式，牵头战略合作伙伴组成联合体，在全国各地开展轨道工程投资建设业务，同时积极参与地铁沿线区域的城市综合开发。公司目前已成功介入徐州地铁 3 号线、南京地铁 5 号线、重庆地铁 9 号线等地铁线路的投资建设工作，并与中国建设银行总行等牵头成立国内首支千亿规模的中国城市轨道交通 PPP 产业基金，以公司签约的城市轨道交通项目为主要投资对象，加快公司进军国内轨道交通融资建设及配套开发的步伐。

“大金融”方面，公司将顺应金融业改革和金融管制放松的市场导向，依托房地产主业优势，在细分领域提供具有核心竞争力的综合性金融服务。同时，通过投资并购，着力获取核

心金融资产，建立起拥有多种金融牌照的金融控股集团。

“大消费”方面，公司将重点发展进口商品直销、酒店、旅游等产业。顺应中国消费结构升级的趋势，重点关注与中产阶级生活方式息息相关的成长性较好、盈利能力较强的中高端消费业态。

此外，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，新辟潜力战场，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。2015年公司海外销售收入目标为300亿元。

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、募集资金使用情况

公司于2014年5月23日发行的“14绿地债”募集资金20亿元，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，截至2014年底，“14绿地债”募集资金均按照计划用于上述项目建设，已全部使用完毕。

项目进度方面：截至2014年底，嘉定城北大型居住社区经济适用房项目尚在建设期，计划于2018年底竣工；江桥基地C-2地块经济适用房项目和绿地经济适用房南翔基地建设项目已竣工，尚未决算。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2014年公司合并范围新增绿地集团北京京

纬置业有限公司、北京远腾置业有限公司、绿地集团北京京浩置业有限公司等8家子公司，2014年底上述8家子公司净资产合计999.81万元，净利润合计-1925元。截至2014年底，公司合并范围内包含二级子公司128家。跟踪期内公司合并范围变动对财务报表可比性影响不大。

截至2014年底，公司（合并）资产总额5089.59亿元，所有者权益（包括少数股东权益）合计612.31亿元；2014年公司合并口径实现营业收入2616.82亿元，利润总额92.71亿元。

### 2. 盈利能力

2014年，公司实现营业总收入2619.55亿元，同比增长3.88%；其中营业收入2616.82亿元，同比增长3.83%，利息收入、手续费及佣金收入合计2.73亿元，同比增长73.89%。跟踪期内，受宏观经济及煤炭等能源市场低迷影响，公司营业收入增速快速下降，但在房地产板块经营规模扩张的带动下，公司营业收入保持稳定增长。

随着收入规模的增长，跟踪期内，公司营业成本也相应有所增加。2014年公司营业成本为2284.29亿元，同比增长2.54%，略低于营业收入的增长。2014年公司营业利润率为8.42%，同比增长0.3个百分点。

期间费用方面，跟踪期内，公司期间费用合计123.68亿元，同比增长29.50%，主要来自销售费用和管理费用的增长。2014年公司销售费用和管理费用分别为49.06亿元和48.39亿元，同比分别增长45.54%和35.43%；公司销售费用主要包括广告费、宣传费、销售人员工资等，跟踪期内，为支持房地产主业发展和维护公司品牌影响力，公司营销投入不断增加。跟踪期内，公司期间费用占营业收入的比重上升至4.73%，较2013年增加0.94个百分点，但仍保持在较低水平，公司整体期间费用控制力强。

公司投资收益主要为长期股权投资及金融资产投资收益。2014年，公司投资收益为1.92

亿元，同比下降 66.13%。2014 年公司实现营业利润 91.86 亿元，同比下降 12.02%。

2014 年公司营业外收入为 5.06 亿元，同比下降 73.22%，主要系公司非同一控制下企业合并成本与其公允价值份额的差异额减少，该科目 2013 为 11.46 亿元（主要为 2013 年收购绿地香港时产生的收益）。2014 年公司营业外收入中政府补助收入 3.04 亿元，同比减少 0.75 亿元。2014 年，公司实现利润总额为 92.71 亿元，同比下降 22.97%。

2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.19% 和 8.82%，同比分别下降 2.98 个和 18.87 个百分点。

总体看，跟踪期内，在房地产主业的带动下，公司收入规模保持稳定增长，但受宏观经济和能源市场影响，增速明显下滑，公司盈利能力大幅减弱。未来随着房地产项目预收款项结转收入，公司收入及利润规模有望保持稳定增长。

### 3. 现金流

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入 3715.85 亿元，同比下降 2.49%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 2826.23 亿元，同比增长 1.12%。2014 年，公司现金收入比为 108.00%，同比下降 2.9 个百分点，公司现金收入整体质量仍较高。随着公司房地产板块国内和海外扩张规模的不断扩大，房地产施工项目不断增长，公司经营活动现金流出持续增加，2014 年购买商品、接受劳务支付的现金为 3209.81 亿元，同比增长 2.59%。2014 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 879.37 亿元和 811.53 亿元，同比分别下降 13.19% 和 6.87%，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要为土地竞买保证金的支付及返还以及往来款等。2014 年公司经营活动现金流量表现为净流出 529.84 亿元。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现

金流入规模快速增长至 174.32 亿元，同比增长 389.85%，主要系收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金的增长，2014 年分别为 85.06 亿元和 82.32 亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金主要为公司短期理财投资到期所收回的现金。2014 年，公司投资活动现金流出量为 190.60 亿元，同比增长 137.08%，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公司购建固定资产、购买土地等支付的现金增多；③公司购买短期理财产品支付的投资额增多（公司记在“支付其他与投资的有关的现金”科目）。2014 年公司投资活动现金净流量为 -22.27 亿元。

2014 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -552.12 亿元，公司经营活动和投资活动资金需求均较大。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，2014 年公司筹资活动现金流入规模为 1013.40 亿元，同比增长 6.54%；筹资活动现金流入合计 1369.17 亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和分配股利、利润及偿付利息支付的现金，2014 年分别为 604.40 亿元和 136.47 亿元。跟踪期内，公司筹资活动现金流量净额为 616.40 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，但受房地产开发规模进一步扩张及房地产行业周期性波动的影响，跟踪期内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，公司对外融资需求快速上升。

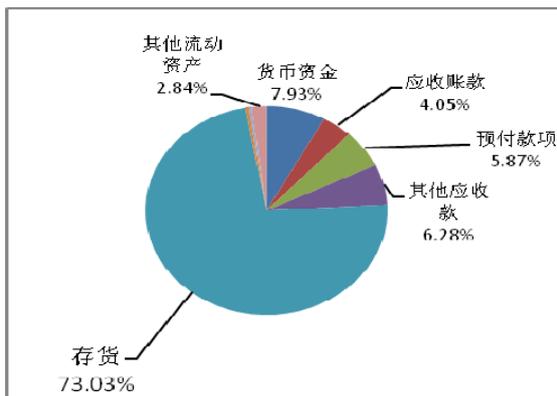
### 4. 资产质量

跟踪期内，随着公司房地产板块异地扩张不断推进，房地产新开工面积和施工面积不断增加，公司资产总额快速增长，2014 年为 5089.59 亿元，同比增长 38.43%，主要来自存货的增长。从构成看，流动资产占 90.40%，非流动资产占 9.60%。公司资产结构以流动资产为主且占比不断上升。

### 流动资产

截至2014年底,公司流动资产合计4600.75亿元,同比增长39.35%,主要来自存货、货币资金、预付款项和应收类款项(应收账款+其他应收款)的增加。从构成看,公司流动资产主要由存货(占比73.03%)、货币资金(占比7.93%)、其他应收款(占比6.28%)和预付款项(占比5.87%)构成。

图4 2014年底公司流动资产结构图



资料来源:根据公司审计报告整理

截至2014年底,公司货币资金为364.91亿元,同比增长28.75%;一方面由于公司房地产预销售面积快速增加导致预收款快速增长;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80.00%,另外,其他货币资金71.69亿元,占19.65%,现金占0.35%。截至2014年底,公司货币资金中使用受限的资金为56.12亿元,其中银行存款中使用受限2.89亿元,其他货币资金中使用受限的为53.23亿元;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308.79亿元,公司货币资金较为充足。

截至2014年底公司应收账款为186.30亿元,同比增长87.12%,公司应收账款占流动资产的比重较小(2014年为4.05%),跟踪期内快速增长主要系房地产信贷政策有所收紧,贷款放款时间较长及大客户增加,公司采用分期付款向大客户售房所致。跟踪期内应收账

款总额增加86.74亿元,其中应收房款增加48.68亿元,应收能源及相关产业货款增加27.35亿元。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,1年以内的占79.03%,1~2年占16.53%,2年以上占4.44%,公司应收账款账龄较短。2014年底公司共计提4.43亿元的坏账,计提比例为2.32%。

公司预付款项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和煤炭投资款,其中因取得房地产项目土地而预付的土地出让金比重最高。截至2014年底公司预付款项为270.09亿元,同比增长45.05%。从集中度看,截至2014年底,公司预付款项前五名分别是:预付长春市国土资源局9.42亿元,预付江苏天目建设集团有限公司5.77亿元,预付海口市土地储备整理中心4.78亿元,预付上海东升电力燃料有限公司4.10亿元和预付武汉市土地交易中心3.96亿元,合计28.03亿元,公司预付账款集中度低。从账龄上看,公司预付账款中1年以内占比53.77%,1~2年占比37.62%。

公司其他应收款主要为土地购买保证金、往来款、煤炭投资款等,截至2014年底,公司其他应收款为288.91亿元,同比增长52.70%,主要系公司应收土地出让保证金及往来款增加所致,二者合计占其他应收款的90%以上。2014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73.11%,1~3年占16.28%,3年以上占10.61%。按保证金组合计提坏账准备的其他应收款占公司其他应收款账面余额的51.96%,公司对保证金等不计提坏账准备。截至2014年底公司共计提5.95亿元的坏账准备,坏账计提比例为2.02%。2014年底其他应收款中欠款金额前五名单位包括:应收佛山市万科置业有限公司往来款16.12亿元;应收北京复鑫置业有限公司往来款7.58亿元;应收济南市小清河开发建设投资有限公司保证金8.50亿元;应收上海露悦贸易有限公司往来款5.78亿元;应收南昌市财政局保证金

4.96 亿元，公司其他应收款集中度低。

受房地产开发项目投入和土地储备增加的影响，跟踪期内，公司存货快速增长。截至 2014 年底，公司存货 3359.79 亿元，同比增长 34.51%，其中房地产开发成本和开发产品合计账面余额为 3279.51 亿元，占存货账面余额的 97.32%。2014 年底公司计提跌价准备 9.88 亿元。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，跟踪期内，在房地产开发成本和开发产品增长的带动下，公司流动资产规模快速增长，且以存货、货币资金为主。公司现金类资产规模较大，资金量较为充裕。

#### 非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 488.84 亿元，同比增长 30.25%，主要来自投资性房地产、其他非流动资产和固定资产的增加。从构成上看，公司非流动资产主要包括投资性房地产（占 30.77%）、固定资产（占 19.01%）、长期股权投资（占 9.09%）、无形资产（占 9.65%）和其他非流动资产（占 6.31%）。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 44.41 亿元，同比下降 22.88%，主要系会计准则变更，公司将不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的股权投资由长期股权投资移入可供出售金融资产。公司长期股权投资主要是对海南天源利丰实业有限公司、成都市保蓉房地产开发有限公司等房地产开发企业及能源开发企业的投资。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。

截至 2014 年底，公司投资性房地产为 150.40 亿元，同比增长 43.29%，全部为公司自持商业物业。2014 年底，公司共计提折旧 9.08 亿元，计提减值准备 0.12 亿元。

截至 2014 年底，公司固定资产原价合计 118.53 亿元，其中房屋及建筑物占 72.16%，累计折旧 22.56 亿元，计提减值准备 3.03 亿元，截至 2014 年底账面价值 92.94 亿元，同比增长 26.81%。

公司其他非流动资产主要由股权投资差额、委托贷款及预收房款保证金构成。2014 年底，公司其他非流动资产合计 30.85 亿元，同比增长 328.36%，主要来自委托贷款（合计 26.65 亿元）的增长。

截至 2014 年底，公司无形资产为 47.16 亿元，同比下降 1.69%；公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成。

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 2014 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 1749.32 亿元，占其资产总额的 34.37%。

总体看，跟踪期内，在房地产开发成本增加的带动下，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，公司整体资产质量较好。

## 5. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2014 年，公司所有者权益合计 612.31 亿元（其中少数股东权益 147.47 亿元），同比增长 30.36%，主要来自资本公积和实收资本的增加。从构成上看，截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本占 21.15%，资本公积占 12.97%，未分配利润占 38.49%，少数股东权益占 24.08%。公司所有者权益以未分配利润、少数股东权益和实收资本为主。

截至 2014 年底，公司实收资本 129.49 亿

元，较上年底增加 46.77 亿元，主要系公司引进战略投资者和资本公积转增注册资本所致。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。根据 2014 年 1 月 13 日股东会决议，公司资本公积转增注册资本 25.90 亿元。

截至 2014 年底，公司资本公积为 79.39 亿元，同比增加 61.85 亿元。公司引入战略投资者增加资本公积 96.42 亿元，资本公积转增注册资本 25.90 亿元。

整体看，公司权益稳定性一般。

#### 负债

截至 2014 年底，公司负债合计 4477.28 亿元，同比增长 39.61%，主要来自一年内到期的非流动负债、应付类款项（应付账款+其他应付款）、预收款项、应付债券和长期借款的增加。公司负债构成仍以流动负债为主，其中流动负债和非流动负债分别占 72.02% 和 27.98%，跟踪期内公司负债构成同比变化不大。

截至 2014 年底，公司流动负债为 3224.62 亿元，同比增长 39.07%，主要是一年内到期的非流动负债、应付类款项（应付账款+其他应付款）和预收款项增加所致。从构成上看，公司流动负债中预收款项（占 35.16%）、应付账款（占 22.33%）、其他应付款（占 16.04%）和一年内到期的非流动负债（占 12.74%）占比较大。

公司应付账款主要是应付及预提工程款、应付及预提销售佣金和应付货款。截至 2014 年底，应付账款为 720.05 亿元，同比增长 37.75%；其中账龄在 1 年以内的占 90.48%，1~2 年的占 5.68%，2 年以上的占 3.84%，部分款项账龄较长，主要原因为工程决算周期长。

公司预收款项主要为预收房屋销售款。截至 2014 年底，公司预收款项为 1133.72 亿元，同比增长 18.46%，账龄以一年以内为主，占 81.18%。

公司的其他应付款主要是收到的押金及保证金、收到的购房意向金和应付其他公司款项（主要为收到的投资保证金、项目公司合作方投资款及股东投资款等）等。截至 2014 年底，公司其他应付款 517.10 亿元，同比增长 41.44%，主要系项目公司合作方投资款增加所致。近年来，根据公司自身战略发展，公司增加合作开发项目量，与合作方同比例支付项目前期资金致使公司其他应付款中应付其他公司款项增加。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占 41.77%，1~2 年占 42.13%，2 年以上的占 16.10%。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 410.74 亿元，同比增长 243.77%，其中一年内到期的长期借款占比 97.14%，一年内到期的应付债券占比 2.68%，一年内到期的长期应付款占比 0.18%。

截至 2014 年底，公司其他流动负债为 5 亿元，同比减少 7 亿元。公司其他流动负债主要为能源集团于 2014 发行短期融资券 5.00 亿元，已将此科目调入短期债务和全部债务中核算。

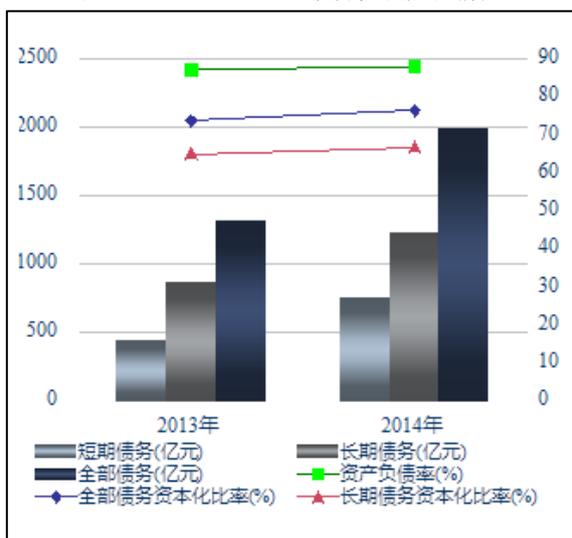
截至 2014 年底，公司非流动负债 1252.66 亿元，同比增长 41.00%，主要是长期借款和应付债券的大幅增加所致。从构成上看，长期借款占 78.69%，应付债券占 19.96%。截至 2014 年底，公司长期借款为 985.72 亿元，同比增长 20.20%，公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。截至 2014 年底，公司应付债券为 249.69 亿元，同比增加 196.45 亿元，主要系公司通过在国内外发行债券和定向工具，扩大融资渠道所得。

随着业务规模的扩张，公司有息债务规模不断上升，截至 2014 年底，公司有息债务总额 1984.85 亿元，同比增长 50.85%，其中短期债务占 37.76%，长期债务占 62.24%，随着一年内

到期的非流动负债的增加，短期债务占比有所增长。

2014 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.97%、76.42% 和 66.86%，同比分别增长 0.74 个、2.73 个和 1.84 个百分点，公司债务负担重且跟踪期内有所上升。2014 年底公司预收账款占总资产的比重处于较高水平，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长，公司负债水平仍然保持高位。

图 5 2013~2014 公司债务负担变化情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内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，债务负担重。公司引入战略投资者，收到投资款合计 117.29 亿元，充实了公司权益资本；公司通过重大资产重组登陆国内资本市场，资本结构得到进一步优化。公司整体债务水平仍处于高位。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 142.68% 和 38.48%，同比分别增长 0.29 个和 3.82 个百分点，公司流动资产中存货占比大，速动比率远低于流动比率。2014 年公司经营现金流动负债比为 -16.43%，同比下降 1.27 个百分点。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，受能源板块销售收入下滑、期间费用增加和营业外收入减少等因素影响，公司 EBITDA 有所下降，2014 年为 131.70 亿元；同时，受债务规模上升影响，公司全部债务/EBITDA 快速上升至 15.07 倍。鉴于公司房地产项目开发周期较长，且开发模式为滚动开发，公司有息债务期限结构与房地产业务周期匹配程度较高，偿债压力可控。总体看，公司整体偿债能力正常。

以 2014 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率中间价（1 美元兑人民币 6.119 元）计算，截至 2014 年底，公司对外担保额度合计为 4.16 亿元人民币，担保比率为 0.68%。截至 2014 年底，根据公司提供资料，公司存在 1 笔不良类对外担保：2004 年公司为华源集团提供 5000 万元人民币银行借款担保，华源集团该笔贷款已逾期，由于华源集团目前处于债务重组阶段，公司尚未得到重组方案，故公司无法履行担保责任。公司存在一定的或有负债风险，但担保比率低，或有负债对公司整体影响很小。

表 7 截止 2014 年底公司对外担保情况（单位：元、美元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
绿地集团控股有限公司	上海海外联合投资有限公司	美元 55104887	2013/6/27	2019/6/13	否
		28360000	2014/6/19	2017/6/19	否
	中国华源集团有限公司	50000000	2004/3/19	已逾期	否

辽宁绿地能源煤业有限公司	东港市加威食品有限公司	600000	--	--	否
--------------	-------------	--------	----	----	---

资料来源：公司审计报告、企业提供

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2014 年底，公司共获得授信额度总量为 2259.80 亿元，已使用 833.32 亿元，未使用 1426.48 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，截止本报告出具日，公司重大资产重组事项基本完成，公司成功登陆国内资本市场；公司通过持有香港上市公司绿地香港控股有限公司 60% 的股份，将其打造成为公司重要的境外融资平台。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》（银行版）（机构信用代码为 G1031010501203970L），截至 2015 年 8 月 13 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有五笔关注类贷款记录，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（或之前）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。

### 九、存续期债券偿债能力分析

公司存续期内债券“14 绿地债”（以下简称“本期债券”）发行金额 20 亿元，债券期限 6 年，将于 2020 年 5 月 23 日到期。“14 绿地债”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 2017~2020 年，公司需每年支付本金 5 亿元，本金随利息一起支付。

2014 年公司 EBITDA 对“14 绿地债”本金 20 亿元的保护倍数为 6.58 倍，因公司分期还款，存续期第三年开始每年还款金额为 5.00 亿元，EBITDA 对分期偿还金额的保护倍数为 26.34

倍；2014 年公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对“14 绿地债”的保护倍数分别为 185.79 倍和-26.49 倍，经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对分期偿付本金金额的保护倍数分别为 743.17 倍和-105.97 倍。跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期债券保障能力强。

为了保证“14 绿地债”资金的合理使用以及按时偿还本息，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。公司已于 2015 年 5 月 23 日支付第一个计息年度的利息 12480 万元。

此外，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。根据上海众华资产评估有限公司出具的评估报告（沪众评报字[2015]第 367 号），以 2015 年 4 月 30 日为评估基准日，采用市场比较法和收益法，根据评估结果，本期债券抵押涉及的房地产评估价值为 360292 万元，较上次评估价值（以 2013 年 4 月 30 日为评估基准日）增加 37.88 万元，抵押房产为“14 绿地债”发行债券额度的 1.80 倍。

总体看，偿债资金专户的设立为“14 绿地债”本息偿还提供保障，跟踪期内，公司按时足额支付利息。此外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 360292 万元的房地产作为抵押担保，上述措施能够有助于进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

表 8 本期债券抵押房地产基本情况

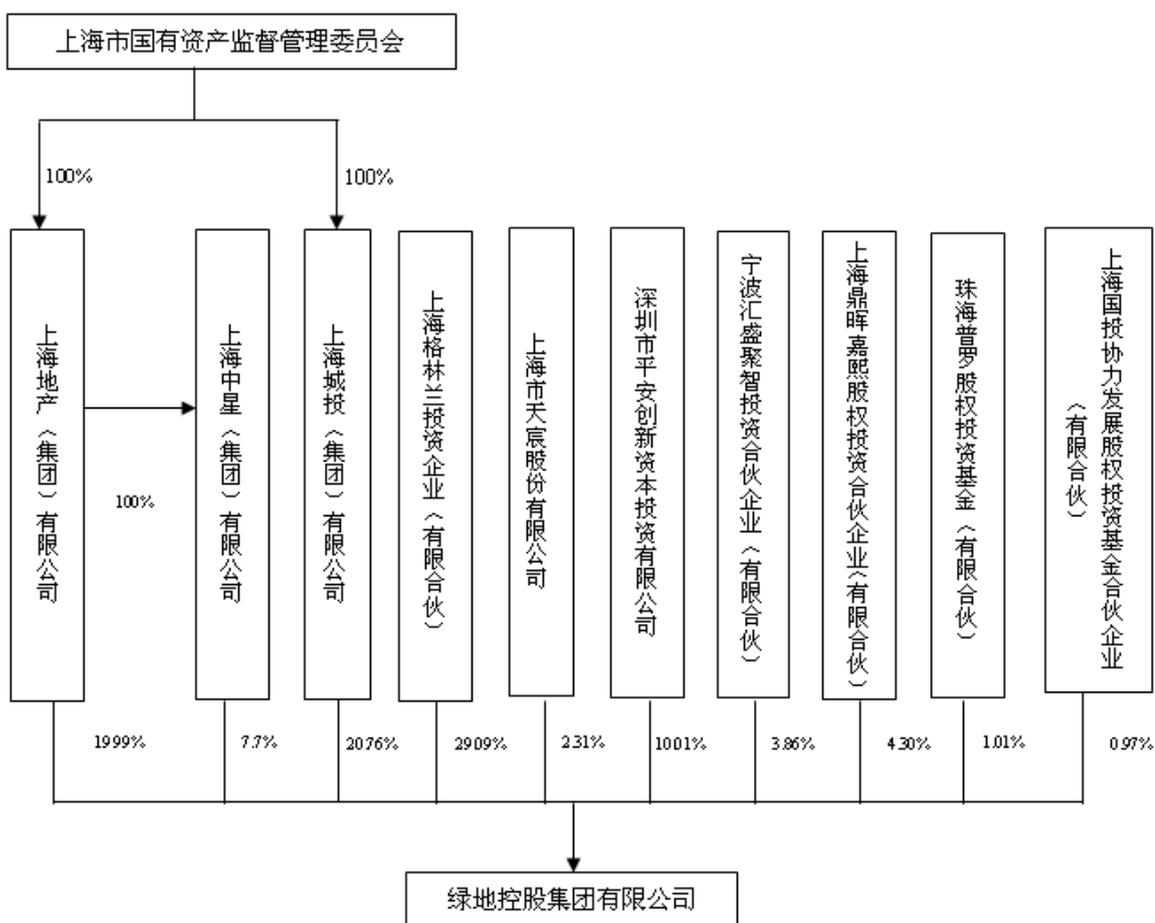
房地产权证编号	使用权取得方式	用途	土地使用权 使用年限	宗地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	存货开发成 本(万元)	评估基准日市 场价值(万元)
沪房地黄字(2012) 第 050940 号	出让	商业金融、 商务办公用地	2008.2.18- 2048.2.17	27678.00	43121.79	116341.25	276405.00
沪房地卢字(2011) 第 001545 号产权证	出让	商业金融、 商务办公用地	2008.2.18- 2048.2.17	8719.00	15458.87	36649.30	83887.00
<b>合计</b>	--	--	--	<b>36397.00</b>	<b>58580.66</b>	<b>152990.55</b>	<b>360292.00</b>

资料来源：评估报告书

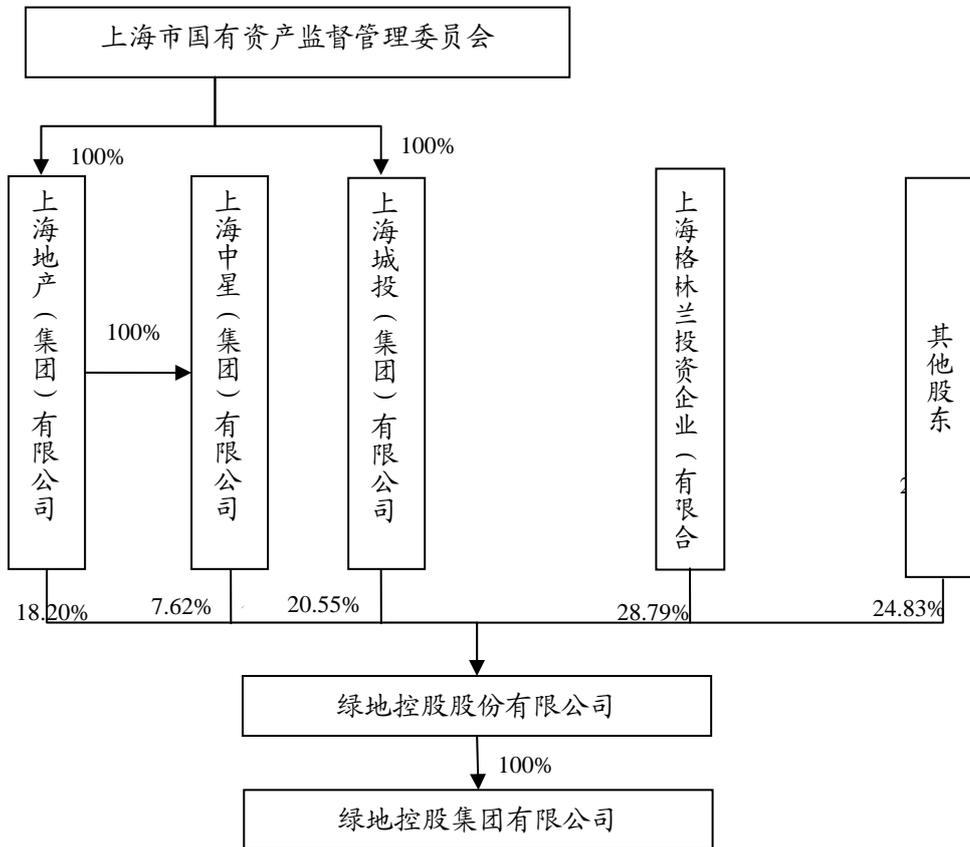
## 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14绿地债”AAA的信用等级。

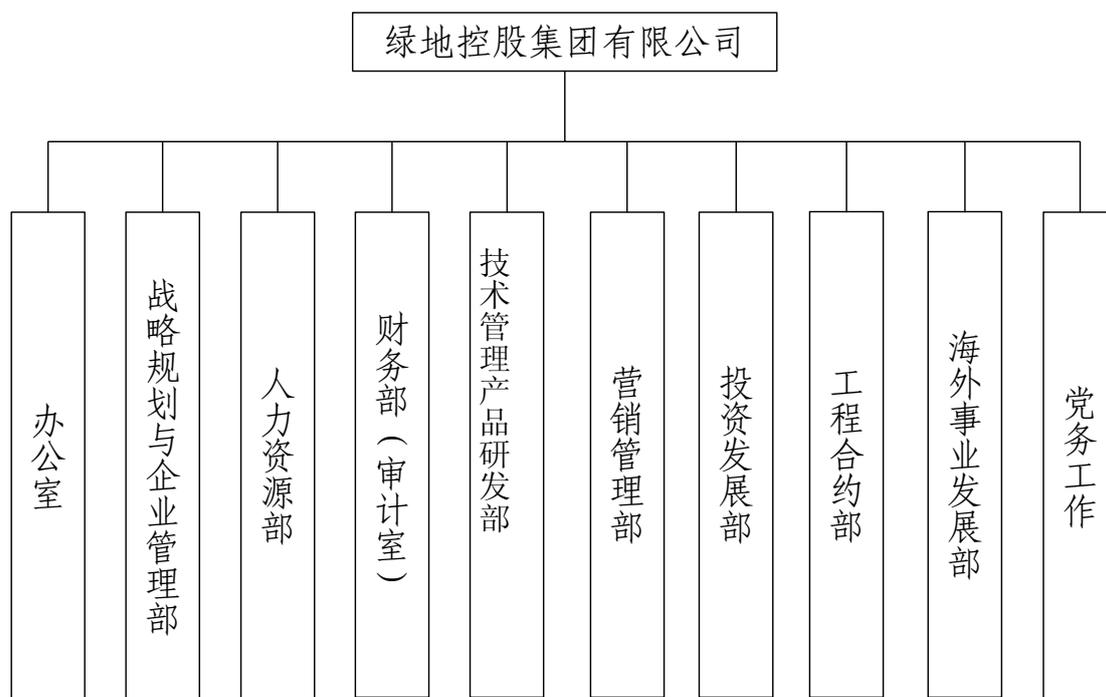
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2014 年底）



附件 1-2 公司股权结构图（截至 2015 年 8 月）



## 附件 2 公司组织结构图



### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	236.50	303.28	393.29
资产总额(亿元)	2387.42	3676.78	5089.59
所有者权益(亿元)	313.34	469.71	612.31
短期债务(亿元)	316.20	442.51	749.44
长期债务(亿元)	484.05	873.32	1235.41
全部债务(亿元)	800.25	1315.82	1984.85
营业收入(亿元)	1984.19	2520.25	2616.82
利润总额(亿元)	98.59	120.35	92.71
EBITDA(亿元)	131.33	159.25	131.70
经营性净现金流(亿元)	30.14	-351.51	-529.84
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	31.42	27.28	16.30
存货周转次数(次)	1.23	1.10	0.78
总资产周转次数(次)	0.93	0.83	0.60
现金收入比(%)	112.82	110.90	108.00
营业利润率(%)	8.68	8.12	8.42
总资本收益率(%)	8.01	6.17	3.19
净资产收益率(%)	21.47	17.69	8.82
长期债务资本化比率(%)	60.70	65.03	66.86
全部债务资本化比率(%)	71.86	73.69	76.42
资产负债率(%)	86.88	87.22	87.97
流动比率(%)	130.77	142.39	142.68
速动比率(%)	31.91	34.66	38.48
经营现金流动负债比(%)	1.91	-15.16	-16.43
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	8.26	15.07

注：已将其他流动负债中有息债务计入短期债务、全部债务以及相关指标核算。

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

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 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006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。