

跟踪评级公告

联合[2017] 935 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AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14绿地债/PR绿地债”和“15绿地MTN001” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 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 /PR 绿地债 ¹	20 亿元	2014/05/23-2020/05/23	AA ⁺	AA ⁺
15 绿地 MTN001	20 亿元	2015/09/16- ²	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2017 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	393.29	489.64	711.08	668.17
资产总额(亿元)	5089.59	6004.36	7331.36	7560.55
所有者权益(亿元)	612.31	673.33	791.12	860.15
短期债务(亿元)	744.44	699.92	984.64	847.45
长期债务(亿元)	1235.41	1738.87	1894.91	2018.51
全部债务(亿元)	1979.85	2438.79	2879.54	2865.95
营业收入(亿元)	2616.82	2072.57	2471.60	587.63
利润总额(亿元)	92.71	105.75	144.42	38.53
EBITDA(亿元)	131.70	146.51	182.23	--
经营性净现金流(亿元)	-529.84	-242.39	-89.93	-2.07
营业利润率(%)	8.42	9.42	10.13	11.93
净资产收益率(%)	8.82	10.97	11.88	--
资产负债率(%)	87.97	88.79	89.21	88.62
全部债务资本化比率(%)	76.38	78.36	78.45	76.92
流动比率(%)	142.68	152.34	145.57	149.33
全部债务/EBITDA(倍)	15.07	16.70	15.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.02	1.12	--
经营现金流流动负债比(%)	-16.43	-6.81	-1.95	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

¹ “14 绿地债 /PR 绿地债” 设置了本金提前偿还条款，从第 3~6 个计息年度每年偿还 25% 的本金，截至 2017 年 5 月底，公司已偿还 5 亿元本金，本金余额为 15 亿元。

² “15 绿地 MTN001” 赎回前长期存续，在其第 5 个和其后每个付息日，公司有权将其赎回。

评级观点

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）是以房地产为核心业务，“大基建、大金融、大消费”多元产业并举发展的大型综合性企业集团。跟踪期内，公司在经营规模、品牌影响力、多元化经营等方面保持优势；受益于房地产行情和基建业务规模扩大，营业收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受公司在建/在售项目规模大，部分商办和三四线城市项目去库存压力大；公司债务负担持续加重、利润总额对投资收益和公允价值变动收益依赖大、经营性净现金流持续大幅流出等因素对公司经营和发展带来的不利影响。

未来，公司将加快金融产业、基建产业、消费产业等板块发展步伐，加大多元产业转型发展力度。同时，公司将逐步调整房地产主业投资策略和产品结构，以提升业绩增长动力。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期债券保障能力强。

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 绿地债/PR 绿地债”和“15 绿地 MTN001” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司经营规模大，综合竞争能力强；房地产主业在开发规模、品牌影响力、项目运作能力等方面均处于行业前列。
2. 跟踪期内，公司继续调整房地产区域结构和产品结构，为房地产业务的持续经营提供了保障。
3. 公司坚持多元化发展战略，跟踪期内，建筑、金融等板块收入规模快速增长，多元化经营一定程度上分散了公司房地产业务的经营风险。

分析师

刘珺轩 潘云峰

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期债券保障能力强。“14绿地债/PR绿地债”分期偿还本金的条款一定程度上缓解了公司集中偿付的压力,且抵押房地产资产质量较好,保障其偿还的安全性。

关注

1. 房地产行业受国家政策、经济周期和货币政策影响较大,未来房地产市场运行存在不确定性;公司目前在建/在售项目规模大,部分商办和三四线城市项目去库存压力大。
2. 跟踪期内,公司非经营性损益对利润贡献大,经营获现能力弱,经营活动净现金流持续为负。
3. 公司资产中存货规模大,存货主要以房地产开发项目和土地储备为主,且受限资产规模较大,公司实际资产流动性较弱。
4. 公司有息债务规模持续增长,债务负担重,面临一定偿债压力。
5. 公司在建项目投资规模大,未来筹资压力大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由绿地控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

绿地控股集团有限公司跟踪评级报告

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“14绿地债/PR绿地债”和“15绿地MTN001”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，并设立职工持股会，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，公司名称变更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。

2014年，公司在上海联合产权交易所挂牌引入深圳市平安创新资本投资有限公司等五名战略投资者，注册资本变更为1035920.82万元；2014年1月13日，公司以资本公积转增注册资本258980.21万元。截至2014年底，公司注册资本为1294901.03万元。

2015年6月18日，公司借壳上海金丰投资股份有限公司（600606.SH，以下简称“金丰投资”）的重大资产重组事项获得中国证监会的正式核准批复。金丰投资通过资产置换及发行

股份的方式购买公司原股东持有的公司全部股权。2015年6月26日，相关股权过户和工商变更手续已完成，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），金丰投资为公司唯一股东。金丰投资经过两次名称变更³后，更名为绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地股份”）。2016年，绿地股份对公司两次增资合计97.00亿元；截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为2264901.03万元；绿地股份为公司唯一股东（截至2017年3月底，绿地股份的股权结构如下）。

表1 截至2017年3月底绿地股份大股东持股情况
(单位: %)

股东名称	持股比例
上海格林兰投资企业（有限合伙）	28.99
上海城投（集团）有限公司	20.55
上海地产（集团）有限公司	18.20
上海中星（集团）有限公司	7.62
深圳市平安创新资本投资有限公司	4.93
上海市天宸股份有限公司	2.29
上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）	1.80
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.91
中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开发式指数证券投资基金	0.63
段海容	0.55
合计	86.47

资料来源：绿地股份2017年第一季度报告

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2016年底，公司设有总裁室，总裁室下设：办公室、战略规划与企业管理部、人力

³ 2015年8月12日，金丰投资召开临时股东大会审议决定将名称变更为“绿地控股股份有限公司”，证券简称于2015年8月18日变更为“绿地控股”。2016年2月19日，绿地控股股份有限公司董事会决定将名称变更为“绿地控股集团股份有限公司”，并于2016年3月18日完成相关工商变更登记手续。

资源部、财务部、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、党务部共10个部门和并购中心、审计中心及风控中心。截至2016年底，公司合并范围包括二级子公司130家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 7331.36 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 212.05 亿元）合计 791.12 亿元；2016 年，公司合并口径实现营业总收入 2474.00 亿元，利润总额 144.42 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 7560.55 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 222.50 亿元）合计 860.15 亿元；2017 年 1~3 月，公司合并口径实现营业总收入 588.48 亿元，利润总额 38.53 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2014 年 5 月发行的“14 绿地债/PR 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 2016 年底，“14 绿地债/PR 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 2016 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。2017 年 5 月，公司已按期支付当期利息并兑付 5 亿元本金。截至 2017 年 5 月底，“14 绿地债/PR 绿地债”待偿还本金 15 亿元。

公司于 2015 年 9 月发行的“15 绿地 MTN001”募集资金 20 亿元，全部用于偿还公

司存量流动资金借款。截至 2016 年底，“15 绿地 MTN001”已按照募集资金用途全部使用完毕。2016 年 9 月，公司已按期支付当期利息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支

柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺

差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

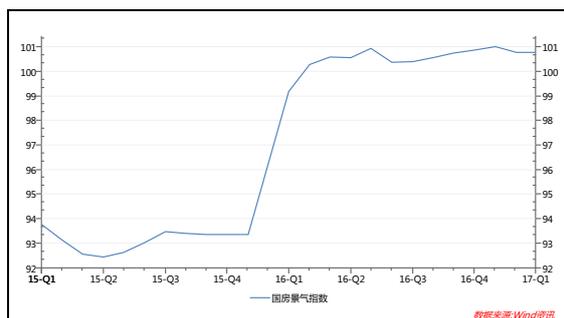
展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 近年地产行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

2、土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上升；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长

59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

3. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦

门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

4. 行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top 30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、

资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能继续小幅下降，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间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。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年底，上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）通过上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）、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⁴（以下简称“中星集团”）合计持有公司60.68%的股权。

2014年公司引入战略投资者，截至2014年底，上海地产集团（含其全资子公司中星集团）、上海城投（集团）有限公司⁵（以下简称“上海城投集团”）、上海格林兰投资企业（有限合伙）⁶（以下简称“上海格林兰”）分别持有公司27.69%（其中中星集团持有7.7%）、

20.76%和29.09%的股权。

2015年，金丰投资通过资产置换和发行股份购买公司原股东所持公司全部股权；后经两次名称变更，截至2017年3月底，上市公司绿地股份持有公司100%股权。绿地股份无实际控制人，绿地股份为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司是一家总部位于中国上海的跨国经营企业，同时也是中国首家以房地产为主业并跻身《财富》世界500强的综合性企业集团。多年来，公司以“公众化、资本化、国际化”为导向，坚持产业经营与资本运作相结合，坚持“走出去”与“引进来”同步发展，已在全球范围内形成了以房地产开发为主业、“大基建、大金融、大消费”等多元产业并举发展的企业格局。

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。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余城。

公司坚持“有限相关多元”的发展战略，坚持产业经营与资本经营并举发展，依托房地产主业优势，积极发展大基建、大金融、大消费等产业集群；多元化经营有利于公司分散经营风险。

七、重大事项

1. 母公司非公开发行股票

2016年2月19日，绿地股份召开2016年第一次临时股东大会审议通过了非公开发行股票A股股票事宜的相关议案，拟以14.51元/股的价格向不超过十名特定对象非公开发行不超过20.78亿股股票，本次非公开发行募集

⁴上海市国资委是上海地产集团、中星集团和上海市城市建设投资开发总公司的实际控制人。

⁵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（以下简称“上海城投集团”）。

⁶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）。

资金的总额为不超过 301.50 亿元，用于公司的房地产和金融投资项目以及偿还银行贷款。

2016 年 6 月 13 日，绿地股份召开 2016 年第二次临时股东大会审议通过了公司非公开发行 A 股股票方案调整的相关议案，将本次非公开发行的定价基准日为本次发行的发行期首日，本次非公开发行股票发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%，募集资金总额调整为不超过 157.00 亿元，用于公司房地产投资项目和偿还银行贷款；2016 年 8 月 5 日，绿地股份召开第八届董事会第十一次会议再次对非公开发行 A 股股票方案进行了调整，将募集资金总额调整为不超过 110.00 亿元，全部用于公司房地产投资项目；2017 年 2 月 17 日，绿地股份召开 2017 年第一次临时股东大会审议通过了延长非公开发行 A 股股票股东大会决议有效期及授权有效期的相关议案。目前上述非公开发行 A 股股票事宜尚处于中国证监会审核过程中。

2. 其他资本运作

2016 年 2 月 19 日，绿地股份公告：绿地控股集团有限公司拟与江苏华远投资集团有限公司、陈正华及江苏省建筑工程集团有限公司（以下简称“江苏建工”）签订协议，通过股权转让及增资方式控股江苏建工，股权转让及增资金额为 9.63 亿元。江苏建工于 2016 年 4 月纳入公司合并范围。

2016 年 7 月 4 日，绿地股份发布公告称：出于战略因素考虑，绿地控股集团有限公司境外全资子公司绿地金融海外投资集团有限公司与 Rundong Fortune Investment Limited（以下简称“Rundong Limited”）签订了股份买卖协议，拟向 Rundong Limited 出售中国绿地润东汽车集团有限公司（以下简称“润东集团”）合计 5.68 亿股份，包括 2.84 亿股普通股和 2.84 亿股可换股优先股，交易价格为每股 3.5273 港元，交易总对价为 20.04 亿港元。交易完成后，公司不再持有润东集团股份，截至目前相关交易款项已

全部到账。

2016 年 11 月，绿地股份公告：绿地控股集团有限公司与汉威重庆房地产开发（香港）有限公司（“汉威重庆”）签订了《关于重庆协信远创房地产开发有限公司股权转让、增资及相关资产重组之合作协议》，公司拟通过股权转让及增资的方式获得重庆协信远创房地产开发有限公司（现已更名为“重庆协信远创实业有限公司”，“协信远创”）40% 股权，交易价格最终确定为人民币 49.666 亿元，在协信远创股权转让、增资及相关资产重组完成后，绿地集团和汉威重庆将并列为协信远创第一大股东，各持有协信远创 40%。

八、管理分析

高管人员变动方面，自 2017 年 2 月 13 日起，田波先生在公司担任董事职务，不再担任副总裁职务。自 2017 年 2 月 13 日起，孙志文先生不再担任公司执行副总裁职务。跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平无其他重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司在坚持房地产开发核心主业的同时开展多元化业务，已形成了“以房地产开发为主业，大基建、大金融、大消费等多元产业并举发展”的格局。

2016 年，内部抵消后公司实现主营业务收入 2450.70 亿元，同比增长 19.33%，主要系房地产结转面积增长和公司扩张建筑板块业务规模所致；同期，公司主营业务毛利率同比上升 0.39 个百分点至 14.85%，变动不大。

分板块来看，房地产板块仍是公司收入和利润的主要来源，2016 年在主营业务收入中占比（合并抵消前数据，下同）上升至 54.51%，房地产板块毛利率同比下降 2.62 个百分点至 20.65%，主要系土地等成本上升所致。2016 年，公司合并报表范围新增江苏建工、新签合

同规模快速增长，建筑及相关产业收入规模同比上升 79.53% 至 765.92 亿元，在主营业务收入中占比为 28.78%，但建筑板块毛利率水平较低（2016 年为 4.70%，同比下降 1.48 个百分点）。金融产业收入和酒店产业收入在公司主营业务收入中的比重虽然不大（2016 年分别为 0.18% 和 0.66%），但利润水平高。跟踪期内，公司主动控制商品销售业务规模，商品销售板

块营业收入同比下降 53.34% 至 159.43 亿元，商品销售业务盈利能力弱，跟踪期内毛利率水平虽同比有所增长，但对公司利润贡献小。2016 年，因自 2015 年 11 月云峰集团不再纳入公司合并范围且公司仍在对能源板块进行整顿调整，公司能源板块业务收入规模同比继续大幅下降至 107.26 亿元，毛利率小幅增长至 1.55%。

表 2 2014~2016 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

分行业	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产及相关产业	1121.77	39.86	24.8	995.77	43.78	24.27	1450.77	54.51	20.65
建筑及相关产业	250.19	8.89	5.92	426.63	18.76	6.18	765.92	28.78	4.70
商品销售及相产业	300.18	10.67	0.27	341.7	15.02	0.37	159.43	5.99	0.69
能源及相关产业	1022.07	36.32	1.12	336.5	14.79	1.51	107.26	4.03	1.55
汽车及相关产业	70.63	2.51	4.29	127.78	5.62	6.37	126.06	4.74	7.58
绿化及相关产业	11.67	0.41	12.23	10.01	0.44	15.15	10.68	0.40	14.90
物业及相关产业	5.57	0.2	42.87	6.28	0.28	33.68	7.31	0.27	16.70
酒店及相关产业	14.84	0.53	74.02	15.58	0.69	80.31	17.54	0.66	80.78
金融及相关产业	2.08	0.07	82.99	4.57	0.2	99.99	4.84	0.18	99.98
租赁收入	5.37	0.19	21.42	5.5	0.24	-6.77	6.81	0.26	-19.27
其他收入	9.68	0.34	37.64	4.22	0.19	-12.57	4.84	0.18	-33.78
合计 1	2814.05	100	11.71	2274.54	100	13.29	2661.46	100.00	13.78
减：内部抵消数	213.37	--	0.96	220.9	--	2.41	210.77	--	1.38
合计 2	2600.68	100	12.6	2053.65	--	14.46	2450.70	--	14.85

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

注：1、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；

2、其他收入包括餐饮收入、足球俱乐部收入等。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 588.48 亿元，其中营业收入 587.63 亿元，同比增长 20.26%；营业收入中房地产主业实现营业收入 316 亿元，同比增长 30%；基建产业实现营业收入 206 亿元，同比增长 4%。2017 年一季度，公司综合毛利率为 14.84%，较 2016 年变化不大。

2. 房地产板块

跟踪期内，受房地产行业行情较好等因素影响，公司房地产板块整体销售情况稳定，投资规模较上年有所增加。

表 3 跟踪期内公司房地产板块主要指标

(单位: 万平方米、亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
新开工面积	1785	1933	881
期末在建面积	6359	5870	/
房屋竣工(备案)面积	1831	2271	131
房屋销售面积	2176	1961	456
合同销售额	2301	2550	585
权益土地获取面积	538	558	40
权益土地款金额	484	846	51

资料来源: 公司提供

注: “/”为未获取。

房地产销售方面, 2016 年, 公司房地产板块实现合同销售金额 2550 亿元, 同比增长 10.82%, 合同销售面积 1961 万平方米, 同比下降 2.88%。跟踪期内公司合同销售金额虽同比略有增长, 但合同销售面积同比下降, 主要系公司商办物业销售规模的下降和房屋销售价格水平增长所致。2016 年, 公司房地产主业实现营业收入 1450.77 亿元, 较 2015 年大幅增长, 同比增长 45.69%; 同期, 公司房地产板块毛利率为 20.65%, 同比下降 2.62 个百分点, 房地产开发经营作为公司的核心主导产业, 仍是公司收入和利润的最主要来源。

从业态来看, 2016 年公司房地产合同销售金额中, 住宅占比 64%, 商办占比 36%; 合同销售面积中, 住宅占比 74%, 商办占比 26%。跟踪期内, 受商办市场持续低迷、库存高企等因素影响, 公司毛利水平较高的商办类物业销售业绩继续下降。

表 4 房地产业态合同销售额分布情况

(单位: 亿元、%)

业态	2015 年		2016 年	
	销售额	占比	销售额	占比
住宅	1170	50.85	1631	63.96
商办	1131	49.15	919	36.04
合计	2301	100.00	2550	100.00

资料来源: 公司提供

区域分布来看, 公司销售区域遍及全国 29 个省(直辖市、自治区) 80 余座城市, 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余城。公司销售项目中一线城市占比约为 30%, 2016 年对销售额贡献较高的主要系环上海区域、江苏、江西、北京及中部省会城市。

2016 年, 公司海外项目合同销售额 68 亿元, 销售项目主要位于韩国济州道、澳大利亚悉尼、马来西亚金湾区、美国洛杉矶、纽约和英国伦敦等地, 海外项目销售额贡献有所增长。

房地产投资方面, 2016 年, 公司顺应房地产市场行情趋势, 加快房地产开发节奏, 全年房屋新开工同比增长 8.29%, 权益土地获取面积同比增长 3.72%, 权益土地款金额同比增长 74.79%。新增土地储备项目 68 个, 权益土地面积 558 万平方米, 权益建筑面积 1468 万平方米, 权益土地金额 846 亿元, 新增国内项目中, 一二线城市项目占比 86%, 住宅项目占比 69%, 土地获取成本大幅上升。2016 年公司房屋竣工面积同比增长 24.03%, 高于房屋销售面积增速, 公司库存压力有所下降。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。

公司房地产板块仍采用公司—事业部—项目公司的管理模式, 设江苏房地产事业部、东北房地产事业部等地产事业部, 各事业部下设项目子公司负责具体项目运作; 对于海外项目, 公司通过投资控股境外子公司形式进行管理。开发模式方面, 跟踪期内, 公司加大合作开发项目量, 合作双方按约定分别提供土地、资金、管理等, 并按合同约定比例分享收益。合作开发模式对于充分利用各个开发商的优势、缓解公司资金压力有积极意义。

在建项目方面, 截至 2016 年底, 公司房地产开发成本账面余额合计 3782.61 亿元, 其中在建项目累计已投入 3357.37 亿元, 拟建项目(含土地储备)累计已投入 425.24 亿元。根据公司 2016 年审计报告中披露数据, 公司在建项目预计总投资 9745.51 亿元, 尚需投入

6388.14 亿元；拟建项目预计总投资 735.15 亿元（不包括总投资额未定的项目），尚需投入 383.73 亿元。在不考虑新增土地储备的前提下，公司在建房地产项目未来仍需投入超过 6500 亿元的资金，公司筹资压力大。

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，且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大，项目未来投资支出压力大且投资期限集中，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。

截至 2016 年底，公司持有待开发土地面积 1983.10 万平方米，主要包括南通、济南、黄山、兰州、郑州、南昌、徐州和苏州等二、三线城市，土地储备较为充足。从区域分布看，公司一线城市（包括北京、上海及广州）土地储备占比较小，截至 2016 年底占比约为 7.14%；一、二线城市土地储备合计 41.45%，较 2015 年底有所下降；同期，公司海外项目土地储备面积约为 99.06 万平方米，占持有待开发土地面积的 5.00%，主要集中在韩国济州、马来西亚、美国旧金山等。近年来受调控政策影响，全国房地产行业有所波动，区域市场环境出现分化，公司商业产品和三四线城市住宅产品存在库存较高、去化周期较长等现象，公司在当地项目销售面临较大去化压力。

2017 年一季度，公司房地产板块实现合同销售金额 585.27 亿元，较 2016 年同期增长 17.9%；实现合同销售面积 456.4 万平方米，较 2016 年同期增长 23.3%；回款 507 亿元，同比增长 56%，回款率 87%。同期，公司新增土地储备以一、二线重点城市优质刚需及改善型住宅项目为主，2017 年 1~3 月，公司新增土地储备项目 9 个，权益土地面积约 39.58 万平方米；权益计容建筑面积约 84.24 万平方米，权益土地金额 51 亿元，较 2016 年同期拿地节奏有所放缓，项目主要集中于一二线城市住宅项目，另外，签约了宁波杭州湾、西安西咸新区、山

东雪野湖等一批特色小镇项目。2017 年 1~3 月，公司完成新开工面积 880.5 万平方米，较 2016 年同期增长 131.3%；完成竣工备案面积 131.3 万平方米，同比下降 1.9%。

总体看，房地产业务作为公司核心主导产业，2016 年公司房地产收入规模同比有所回升。跟踪期内，公司继续通过提高一线及重点二线城市、住宅类土地储备比重以调整现有房地产业务结构，但公司部分商业产品和三四线城市住宅产品去库存压力大；公司在建项目投资规模大，后续开发投资周转对房地产销售回流依赖大。

3. 大基建板块

公司大基建板块包括建筑、绿化等相关产业，以与公司房地产主业相匹配的房屋建设为主，同时涉及城市轨道交通、高速公路、桥梁等交通类基础设施建设和市政设施、水务等城市基础设施建设项目。公司大基建板块收入来源主要为建筑及相关产业收入、绿化及相关收入。

建筑及相关产业

2016 年，公司建筑及相关产业收入规模同比增长 79.53%至 765.92 亿元，主要一方面系公司原有经营主体签订合同量的增长，另一方面系合并报表范围新增江苏建工所带来业务量的增长；但建筑业务毛利率水平较低，跟踪期内公司毛利率同比下降 1.48 个百分点至 4.70%，建筑板块毛利润仅为 36.01 亿元，在公司主营业务毛利润（363.83 亿元）中占比小。

公司建筑业务运营主体为上海绿地建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）、上海绿地建筑工程有限公司（以下简称“绿地建筑”）、贵州建工和江苏建工。为了更好地参与城市基础设施市场的竞争，公司于 2016 年 1 月成立绿地城市投资集团有限公司（以下简称“绿地城投”），并对下属建筑施工子公司进行整合。公司通过增资扩股方式控股江苏建工，江苏建工于 2016 年 4 月起纳入公司合并

范围。目前，公司大基建板块具有国家认定的建筑施工总承包特级资质 3 项，建筑施工总承包一级资质 11 项，市政公用工程施工总承包一级资质 13 项，其他施工总承包一级资质数十项，建筑行业工程设计甲级资质 4 项，及专业承包一级资质数百项。初步形成“覆盖投融资管、布局东西南北中”的架构。

表 5 跟踪期内公司建筑板块主要指标
(单位: 个、亿元)

项目	2015 年	2016 年
竣工项目个数	952	1093
其中: 房屋建设	302	430
竣工项目合同金额	284.12	496.41
其中: 房屋建设	220.00	320.68
在建项目项目个数	2281	2820
其中: 房屋建设	891	1527
在建项目合同金额	1000.07	1975.49
其中: 房屋建设	808.08	1498.65
新签合同额	639	971

资料来源: 公司提供

2016 年, 公司建筑业务共竣工验收 1093 个, 总金额 496.41 亿元; 其中房屋建设项目 430 个, 金额 320.68 亿元。

2016 年, 公司建筑业务在建项目 2820 个, 总金额 1975.49 亿元; 其中房屋建设项目 1527 个, 金额 1498.65 亿元。

2016 年, 公司新签合同 971 亿元, 同比增长 52%。跟踪期内, 公司承揽业务模式仍以施工合同模式为主, 同时公司积极提升业务能级, 承接了多个重大 PPP 项目, 涉及地铁、高速公路、城市公园、片区开发等多个领域。

总体看, 跟踪期内, 公司通过搭建产业平台、投资入股等方式继续扩大基建产业版图, 项目承接能力和经营业绩均有所增长, 巩固了产业链竞争优势; 但建筑施工产业利润水平仍较低。

4. 大消费板块

公司“大消费”板块主要包括进口商品直销、汽车销售与服务、酒店旅游等。

商品销售及相关产业

公司商品销售及相关产业板块主要涉及日常消费品、汽车配件和地产建筑产业相关建筑材料(混凝土、钢材)的销售。

公司以“全球资源, 中国市场”为经营理念, 采用“自产+直采+直销”模式, 不断拓展海外直采网络, 快速布局零售实体门店, 积极推进线上销售和跨境电商平台, 围绕进口商品直销打造全新零售业态, 整体经营持续向好。

采购端, 公司先后在美国、英国、澳洲、韩国、加拿大设立了五大海外商品直采中心, 建立了商品货源直采渠道; 与美国、澳大利亚、加拿大、新西兰、匈牙利、智利等多国政府机构及行业协会达成合作意向, 锁定了优质商品资源, 形成了涵盖肉类、油类、海鲜、水果等 18 大类 250 小类商品的直采商品布局。

销售端, 2016 年实体门店绿地全球商品直销中心(G-Super)新开 18 家, 门店总数达到 27 家, 分布于上海、南京、杭州、苏州、济南、郑州、成都、长沙、无锡、常州等全国近 10 个一二线城市。同时, 公司积极推进线上销售和跨境电商平台。除自有 G-Super 微信商场、绿地鲜生 App 两大线上平台外, 还与多家国内知名电商建立合作, 线上销售额持续增长, 与线下门店实现优势互补。此外, 公司与青浦区合作设立绿地青浦跨境贸易基地, 打造国内具有一定规模的跨境电商保税平台, 增强进口商品渠道优势。

跟踪期内, 公司继续对建筑材料商品销售业务经营规模进行收缩, 2016 年, 公司商品销售及相关产业实现营业收入 159.43 亿元, 同比下降 53.34%; 跟踪期内, 受跨境商品直销占比提高影响, 公司商品销售及相关产业毛利率虽同比增加 0.32 个百分点至 0.69%, 但盈利能力弱, 对公司利润水平贡献有限。

汽车销售及相关产业

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”）运营，润东汽车自 2016 年 6 月 30 日不再纳入公司合并范围。

公司汽车服务业立足于传统 4S 店模式，在发展汽车营销业务的同时，布局汽车维修保养、售后服务、保险理赔、汽车融资租赁等业务，着力培育销售服务一体化产业链，为客户提供“管家式一条龙服务”。

截至 2016 年底，公司拥有 29 家 4S 店，汽车品牌组合包括宝马、林肯、通用凯迪拉克、沃尔沃、东风本田、广汽本田、广汽丰田、东风标致、三菱、大众斯柯达、通用别克、通用雪佛兰、一汽马自达、长安马自达、福特、东风日产等。受出售润东汽车股权影响，2016 年，公司汽车销售及服务板块实现营业收入 126.06 亿元，同比下降 1.35%，毛利率上升 1.21 个百分点至 7.58%，主要系毛利率较高汽车服务收入占比上升所致。

2016 年，汽车集团继续入围“中国汽车流通行业经销商集团百强企业”。

能源及相关产业

公司能源板块目前主要由绿地能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）经营，主要从事煤炭贸易、油品零售业务，经营模式以批发及订单制的销售为主，通过采购与销售价差获取利润。

2016 年，公司能源及相关产业实现营业收入 107.26 亿元，同比下降 68.12%，毛利率上升 0.04 个百分点至 1.55%。跟踪期内，由于能源行业总体供大于求、市场低迷的局面没有根本改观，公司能源板块仍然以整顿调整为主，收入继续下降，在主营业务收入占比进一步下降。

酒店及相关产业

公司酒店板块主要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”）和绿地国际酒店管理集团有限公司（以下简称

“国际酒店管理公司”）负责。

截至 2016 年底，公司拥有营运酒店 28 家（其中自营酒店 11 家），客房总数 7452 间，另有输出管理酒店 3 家，在建酒店 47 家。公司酒店已遍及北京、上海、南京、郑州、南昌等全国 20 个省市以及美国洛杉矶、澳大利亚悉尼、德国法兰克福等海外城市，全面覆盖高端、中端和会务市场，公司自有奢华酒店品牌“铂瑞”(Primus)和高端商务品牌“铂骊”(The Qube)，并于 2016 年推出了高端设计品牌“Q 酒店”。跟踪期内，公司旗下酒店集团再度蝉联“酒店业最具影响力品牌”和“中国饭店集团 60 强”两项行业大奖，荣获第十二届“中国酒店[金枕头]奖”。

2016 年，公司酒店及相关产业收入 17.54 亿元，同比增长 12.58%；酒店经营板块毛利率水平近年来一直维持在 75% 以上，2016 年进一步上升至 80.78%，同比增加 0.47 个百分点。

2016 年 3 月 12 日，公司与 AMARE INVESTMENT MANAGEMENT GROUP PTE. LTD. 就发起设立酒店业投资信托（拟在新加坡证券交易所主板上市）签订协议。该酒店业投资信托计划收购 19 家公司位于中国境内的酒店物业，总计价值约为人民币 210 亿元。目前仍处审批阶段。

5. 大金融板块

大金融是公司近年来重点发展的产业板块之一，主要包括债权投资、股权投资、资产管理和资本运作四大业务类型，公司金融板块的实施主体是绿地金融控股投资集团有限公司（以下简称“绿地金控”）。金融业务对公司利润总额的贡献主要包括：投资收益、公允价值变动损益，以及相关业务所带来的营业收入（金融及相关板块营业收入、利息净收入（主要是小额贷款收入）及手续费和佣金净收入）。

2016 年，公司金融板块实现营业收入 4.84，较 2015 年增长 5.93%，主要为债权类业务、资产管理和运作业务所获得的相关收入。

股权投资方面，公司主要对具备良好盈利能力的金融行业及新兴产业领域进行投资，同时也高度关注国企混改等所带来的股权投资机会；目前公司已投资参股了包括上海东方明珠新媒体股份有限公司、锦州银行、杭州工商信托有限公司等多家机构，同时也积极参与了奇虎 360 私有化等大型投融项目。

债权投资业务包括小额贷款、融资租赁、房地产基金等。截至 2016 年底，绿地金控在上海、重庆、宁波、青岛共设立了四家小额贷款公司；公司房地产基金业务聚焦北上广深和重点省会城市，2016 年全年投资规模近 100 亿元。融资租赁业务 2016 年全年投放规模达 7 亿元，增长 300%。

资产管理及资本运作方面，绿地金控以旗下绿地永续财富投资管理有限公司、贵州省绿地金融资产交易中心和黑龙江省绿地股权金融资产交易中心为运作平台，打造第三方财富管理和资产管理平台。

2016 年，绿地金控属金融业务经常性损益的公允价值变动损益和投资收益共计 17.33 亿元，同比增长 29.23%。

公司其他板块收入包括租赁收入、物业收入等，在公司主营业务收入和利润中占比小。

总体看，2016 年，公司主营业务收入规模同比大幅增长，主要来源于房地产和建筑板块，建筑板块利润率仍低；另外，公司主动收缩能源板块和商品销售板块规模，相关收入有所下降。跟踪期内，酒店、汽车、金融板块业务较为稳定，毛利润持续增加，但对公司利润贡献有限。

6. 未来发展

公司 2017 年的业绩目标是：实现经营收入 3000 亿元，利润总额 160 亿元。根据母公司年度报告，公司将从以下几个方面实现业绩目标：

房地产主业方面，公司将着力推进创新转型和结构调整，提升核心竞争力：（1）全力推

进特色小镇大盘战略。以“有大城市溢出效应、有产业导入支撑”为核心，在一二线重点城市远郊及周边，储备 10-15 个特色小镇大盘项目。同时，重点围绕智慧健康城、文化旅游城两个主要题材，着力研究特色小镇大盘的开发模型，逐步探索建立符合公司实际的大盘操盘体系；（2）围绕一二线重点城市及其溢出辐射地区，聚焦住宅产品进行项目储备，同时以多种策略积极控制拿地成本；（3）加快新盘和存量和去化，推动适销新项目及时入市开盘，推进商办产品适销化改造；（4）全面提高运营服务水平。

基建产业方面，公司将坚持大平台、大项目、大协同的思路，完善产业平台和架构，聚焦中西部重点区域、继续拓展承接重大基建项目，增强投融资与专业技术能力。金融产业方面，加大核心金融牌照获取。消费板块，继续拓展实体门店，完善区域布局，争取门店总数达到 50 家，同时加强线上线下经营能力，增强渠道优势。进一步加强多产业、多业务模块的协同效应，形成综合产业投资模式。

国际布局方面，公司将创新海外商业模式，优化海外项目开发模式，灵活运用大单去化、资本化运作等方式，加快海外项目周转速度，减少资金沉淀。

公众化运作及资本化经营方面，将继续围绕产业主线，实施战略性并购，积极开展房地产项目并购，获取土地资源；继续推进重点基建企业并购；积极通过股权合作方式，进入大健康产业领域。借鉴成熟经验，与高校合作，开展创投等股权投资业务，获取投资收益，孵化产业资源。

此外，根据绿地股份公告，2017 年，公司房地产项目储备权益土地总投资额计划为不超过 1100 亿元，用于直接或间接购买土地，包括但不限于公开市场土地、股权招拍挂及股权交易等方式。

总体看，公司 2017 年经营收入和利润总额目标较 2016 年经营数据均有较大增幅。由

于公司加快布局的金融板块收入占比小、基建板块利润率较低，未来收入及利润水平的增长对房地产主业依赖大。联合资信注意到公司在建项目及计划新增土地储备的投资规模大，而房地产销售情况及资金回流受宏观经济、行业竞争等影响大存在不确定性，公司仍需通过大规模外部融资以满足正常周转，债务水平短期内不会有明显改善。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014~2016年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

2016年公司合并范围新增14家子公司，江苏建工等14家为非同一控制下企业合并取得其中，润东汽车、贵州建工等5家为非同一控制下企业合并取得⁷，绿地集团北京腾舜置业有限公司等10家为新设立子公司；同期，公司合并范围减少润东汽车等9家子公司，均通过股权转让方式。截至2016年底，公司合并范围包含二级子公司138家。跟踪期内公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至2016年底，公司（合并）资产总额7331.36亿元，所有者权益（包括少数股东权益212.05亿元）合计791.12亿元；2016年，公司合并口径实现营业总收入2474.00亿元，利润总额144.42亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额7560.55亿元，所有者权益（包括少数股东权益222.50亿元）合计860.15亿元；2017年1~3月，公司合并口径实现营业总收入588.48亿元，利润总额38.53亿元。

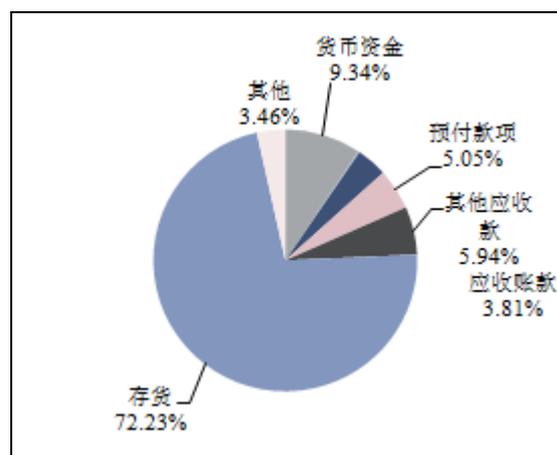
⁷ 江苏建工等14家子公司股权取得成本合计54.69亿元，于购买日可辨认净资产公允价值合计54.20亿元，公司相应商誉增加0.84亿元，非同一控制下企业合并成本与其公允价值份额的差异（计入营业外收入）0.34亿元。

2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额7331.36亿元，同比增长22.10%，主要来自存货、货币资金、应收账款和预付款项的增长。从构成看，公司资产结构仍以流动资产为主，2016年底流动资产在资产总额中占比为91.49%，非流动资产占比为8.51%，较上年末变化不大。

流动资产

图2 截至2016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2016年底，公司流动资产合计6707.75亿元，同比增长23.68%，是资产总额增长的主要原因。从构成看，公司流动资产主要由存货（占72.23%）、货币资金（占9.34%）、其他应收款（占5.94%）和预付款项（占5.05%）构成。

截至2016年底，公司货币资金同比增长43.08%至626.82亿元，主要系金融机构借款增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占84.18%，另外，其他货币资金97.22亿元，占15.51%，其余为库存现金。公司货币资金中27.10亿元存放在境外。截至2016年底，公司货币资金中使用受限的资金为53.28亿元，占比8.50%；其中银行存款中使用受限25.41亿元，其他货币资金中使用受限的为27.87亿元；剔除受限货币资金后，余额为573.53亿元，公司货币资金较为充足。

截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产全部为交易

性金融资产—权益工具投资，年末余额为 68.71 亿元，同比增长 66.99%，主要系公司增加了交易性金融资产投资所致。

截至 2016 年底，公司应收账款 255.51 亿元，同比增长 91.73%，主要系合并范围内新增江苏建工等所致。截至 2016 年底，公司应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项占应收账款原值的 93.30%，其中账龄分析组合 247.62 亿元，保证金组合 4.59 亿元。账龄分析组合中，账龄 1 年以内的占 79.82%，账龄在 1~2 年的占 13.60%，2~3 年的占 3.59%，3 年以上的占 2.99%。截至 2016 年底，公司共计提应收账款坏账准备 14.83 亿元，计提比例 5.49%。

截至 2016 年底，公司预付款项 418.98 亿元，同比增长 49.06%，主要系合并范围内新增江苏建工等子公司所致。

公司其他应收款主要由保证金、应收联营、合营企业及子公司合作方股东往来款等组成，其中保证金占比为 45.33%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额合计 421.17 亿元，计提 22.85 亿元坏账准备（坏账计提比例为 5.43%），年末其他应收款账面价值为 398.32 亿元，同比下降 8.93%。2016 年底公司采用账龄分析法提取坏账准备的其他应收款（占其他应收款账面余额的 47.13%）中，1 年以内账龄占 63.30%，1~3 年占 25.30%，3 年以上占 11.40%，公司计提 9.61 亿元坏账准备。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 45.33%，公司对保证金组合未计提坏账准备。单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款余额 30.16 亿元，计提坏账准备 11.68 亿元。2016 年底其他应收款中欠款金额前五单位包括：应收上海江瀚房地产开发经营有限公司往来款 8.33 亿元，应收上海市规划和国土资源管理局保证金 12.23 亿元，应收旭辉集团股份有限公司往来款 8.96 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，和应收南京华侨城置地有

限公司 8.44 亿元，合计占其他应收款年末余额的 11.03%，公司其他应收款集中度低。此外，2016 年底公司其他应收款中应收上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）及其子公司款项 16.05 亿元，公司按 30% 比例计提坏账准备，计提充分性一般，未来仍有进一步计提的可能。

公司存货主要由房地产开发成本和开发产品以及工程施工组成，2016 年底三者分别占存货账面余额的 77.83%、19.52% 和 2.22%，此外还包括库存商品、出租开发产品等。截至 2016 年底，公司存货账面余额合计 4860.06 亿元，计提 14.73 亿元跌价准备后账面价值为 4845.33 亿元，同比增长 22.03%，主要来自房地产开发成本和开发产品的增长。截至 2016 年底，公司开发成本账面余额合计 3344.59 亿元，其中在建项目累计已投入 3357.37 亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入 425.24 亿元。截至 2016 年底，公司开发产品账面余额 948.72 亿元，由开发成本转入等导致增加 1597.99 亿元，由交付结算或转至投资性房地产、固定资产、出租开发产品等导致减少 1151.21 亿元。联合资信关注到，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很大，项目未来投资支出压力很大且投资期限集中，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很大压力。

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，公司流动资产规模持续增长；流动资产中存货、货币资金和其他应收款占比高，存货以房地产开发成本和开发产品为主，其他应收款以保证金和往来款为主，公司实际资产流动性较弱；现金类资产虽在一定程度上缓解了公司资金周转压力，但公司在建项目多、投资规模大且投资期限较为集中，在建项目的持续投入对在售项目销售及回款情况依赖大。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 625.16 亿元，同比增长 7.34%，主要来自长期股权投资、投资性房地产、可供出售金融资产和固定资产的增长。从构成上看，公司非流动资产主要包括投资性房地产（占 36.37%）、固定资产（占 14.27%）、长期股权投资（占 12.85%）、可供出售金融资产（占 10.85%）和递延所得税资产（占 10.46%）。

公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具投资，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 67.68 亿元，同比增长 23.13%。其中，按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值合计 45.48 亿元，权益工具成本合计 23.49 亿元，计入其他综合收益的公允价值变动金额累计 4.25 亿元；按成本计量的可供出售金融资产账面余额合计 23.49 亿元，计提减值准备后账面价值为 22.19 亿元，主要包括对上海瀛通绿地置业发展有限公司、北京中邮投资中心（有限合伙）、无锡地久置业有限公司等 68 家企业的投资。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 80.12 亿元，同比增长 11.08%。公司长期股权投资主要是对上海新华发行集团有限公司、杭州工商信托股份有限公司、银川滨河黄河大桥管理有限责任公司等联营及合营企业的投资，主要集中在房地产开发、金融类、基建投资等领域；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。

2015 年 10 月，绿地股份发布公告，决定与上海绿地资产控股有限公司解除针对云峰集团的股权委托管理协议；协议解除后，云峰集团不再纳入公司合并报表范围。截至 2016 年底，公司已就与云峰集团及其子公司有关的资产科目计提了一定比例的损失。联合资信将持续关注云峰集团私募债违约后续进展及相关事件对公司可能产生的影响。

公司投资性房地产主要为公司自持商业物业，按成本法核算，截至 2016 年底投资性

房地产账面原值 247.88 亿元，公司共计提折旧 20.97 亿元，计提减值准备 0.12 亿元，账面价值为 226.79 亿元，同比增长 27.69%。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 89.00 亿元，同比下降 24.92%，主要系合并范围变化所致。

跟踪期内，公司无形资产减少主要系处置润东汽车等子公司导致土地使用权、特许权等减少所致；截至 2016 年底，公司无形资产同比下降 42.66%至 12.92 亿元，其中包括土地使用权 6.72 亿元、采矿权 1.71 亿元、足球俱乐部经营权 3.82 亿元等。

跟踪期内，公司递延所得税资产同比增长 64.13%至 65.22 亿元，主要系预收房款按税法核定利润增加造成递延所得税资产增加所致。

截至 2016 年底，公司外币资产合计折算人民币余额 78.54 亿元，较 2015 年底的 79.75 亿元变化不大，以货币资金、可供出售金融资产和交易性金融资产为主，其中，以美元和港币结算的资产居多。

由于融资需要，公司已将部分应收款项、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）及企业股权用于借款抵押或质押。截至 2016 年底，公司（合并口径）受限资产（含货币资金使用受限部分）账面价值合计 2009.03 亿元，占公司资产总额的 27.40%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 7560.55 亿元，较 2016 年底增长 3.13%，主要来源于应收账款、预付款项和其他应收款的增长，资产结构变动不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模进一步扩大，资产结构仍以流动资产为主。流动资产以存货、货币资金和其他应收款为主，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，流动资产的实际流动性较弱；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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 791.12 亿元，同比增长 17.49%，主要来自实收资本、未分配利润和少数股东权益的增加。从构成上看，截至 2016 年底，公司所有者权益中实收资本占 24.84%，资本公积占 10.41%，未分配利润占 33.54%，少数股东权益占 26.80%。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 2016 年底，公司实收资本 196.49 亿元，同比增加 67.00 亿元，系绿地股份向公司增资。

截至 2016 年底，公司其他综合收益-19.71 亿元，较 2015 年底减少 13.38 亿元，主要系外币财务报表折算差额。截至 2016 年底，公司未分配利润 265.37 亿元，2016 年公司向绿地股份分配股利 30.00 亿元。截至 2016 年底，公司少数股东权益为 212.05 亿元，同比增长 13.05%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 860.15 亿元，较 2016 年底增长 8.73%。截至 2017 年 3 月底，公司实收资本增至 226.49 亿元，系绿地股份增资。其他权益科目变动不大。

整体看，公司权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 6540.24 亿元，同比增长 22.68%，主要来自的流动负债增加。公司负债构成仍以流动负债为主，跟踪期内，流动负债比重上升至 70.45%，较上年同期下降 3.67 个百分点。

截至 2016 年底，公司流动负债为 4607.79 亿元，同比增长 29.43%，主要是预收款项、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成上看，公司流动负债中预收款项（占 36.63%）、应付账款（占 25.94%）、一年内到期的非流动负债（占 15.32%）和其他应付款（占 11.90%）占比较大。

截至 2016 年底，公司短期借款 249.94 亿

元，其中子公司绿地辽宁投资建设控股集团有限公司已逾期未偿还的短期借款总额为 0.63 亿元。

公司应付账款主要是应付及预提工程款、应付货款和应付地价等。截至 2016 年底，应付账款为 1195.41 亿元，同比增长 41.20%，主要来自应付及预提工程款的增长。

公司预收款项主要为预收房屋销售款。截至 2016 年底，公司预收款项为 1688.05 亿元，同比增长 41.43%；其中，预收房款 1621.72 亿元，同比增长 46.11%。

公司其他应付款主要系应付合营联营公司等合作开发款、购房意向金等。截至 2016 年底，公司其他应付款 548.35 亿元，同比下降 16.05%。期末公司其他应付款构成如下表所示。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关联方款项增加。

表 6 2016 年公司按款项性质列示的其他应付款明细
(单位: 亿元)

欠款性质	年末余额	年初余额
押金及保证金	42.33	20.89
应付合营联营公司等关联方款项	153.65	143.17
应付股权款	2.73	5.63
土地增值税清算准备	2.49	4.05
代收款	30.90	38.91
购房意向金	176.55	171.25
应付其他公司款项及其他款项	139.70	269.26
合计	548.35	653.16

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 705.98 亿元，同比增长 74.52%，以一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券为主。

公司其他流动负债主要是公司及子公司发行的短期债务融资工具。截至 2016 年底，公司其他流动负债中包括短期融资券“16 苏建工 CP001” 3.00 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 1932.46 亿元，同比增长 9.11%，主要是长期借款和应付债券的增加所致。从构成上看，长期借款占 79.19%，应付债券占 18.87%。

截至 2016 年底，公司长期借款为 1530.32 亿元，同比增长 7.79%，公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。截至 2016 年底，公司应付债券为 364.59 亿元，较上年底增加 45.45 亿元，主要系公司发行的 3+2 年期 90 亿元公司债、5 年期 10 亿元公司债、子公司绿地香港公司发行 3 年期 4.5 亿美元债券和子公司绿地全球投资有限公司发行的两期美元债券（期限均为 4 年，合计规模 4.8 亿美元）。

表 7 2016 年底公司长期债务融资工具（含永续期中票）明细（单位：亿元）

债券名称	发行金额	期末余额	到期日/兑付日
海外投资 GRNL GLB B1907	4亿美元	27.61	2019-7-3
海外投资 GRNL GLB B2407	6亿美元	41.24	2024-7-3
海外投资 GRNL GLB N1710	5亿美元	34.56	2017-10-17
GRNL GLB N1709	3亿美元	20.80	2017-9-16
GRNL GLB N1909	3亿美元	20.69	2020-9-6
GRNL GLB N1912	1.8亿美元	12.30	2020-12-24
绿地香港 5 亿美元债券	5亿美元	34.57	2017-8-06
绿地香港 15 亿人民币债券	15.00	14.96	2018-1-24
绿地香港 4.5 亿美元债券	4.5亿美元	30.86	2019-7-28
格隆希玛国际有限公司票据	20亿港元	17.89	2020-03-09
14 绿地债	20.00	19.91	2020-05-23
15 绿地 PPN001	20.00	20.00	2017-02-11
15 绿地 MTN001	20.00	20.00	2020-09-16 (5+N 年)
15 绿地 01	20.00	19.90	2020-12-10
15 绿地 02	80.00	79.61	2018-12-10 (3+2 年)
16 绿地 01	90.00	89.61	2021-1-21 (3+2 年)
16 绿地 02	10.00	9.95	2021-1-21
14 苏建工 MTN001	2.00	2.00	2020-03-09
16 苏建工 CP001	3.00	3.00	2017-1-26
合计	--	519.46	--

资料来源：根据公司审计报告整理

注：“16 苏建工 CP001”和“15 绿地 PPN001”已分别于 2017 年 1 月和 2 月兑付。

截至 2016 年底，公司外币负债合计折算人民币余额 536.34 亿元，较 2015 年底的 229.29 亿元大幅增长，计价币种主要是美元和港币。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 6700.40 亿元，较 2016 年底增长 2.45%，增长主要来源于预收款项和长期借款。

截至 2016 年底，公司有息债务合计 2879.54 亿元，同比增长 18.07%，其中长、短期债务占比分别为 65.81% 和 34.19%，短期债务占比有所上升；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 89.21%、78.45% 和 70.55%，资产负债率和全部债务资本化比率较 2015 年底上升了 0.42 个和 0.08 个百分点，长期债务资本化比率较 2015 年底下降了 1.54 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司有息债务较 2016 年底下降 0.47% 至 2865.95 亿元，长期债务比重上升至 70.43%；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 88.62%、76.92% 和 70.12%，较 2016 年底均有所下降。2015 年公司发行了永续期中票“15 绿地 MTN001”20 亿元，计入公司财务报表中所有者权益科目。考虑到上述永续期中票具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 绿地 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述永续期中票待偿还本金、其他流动负债中短期融资券和长期应付款中融资租赁款后，截至 2016 年底和 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务分别为 2906.69 亿元和 2889.95 亿元，其中长期债务占比分别为 66.02% 和 70.68%；截至 2016 年底和 2017 年 3 月底，公司调整后资产负债率分别为 89.43% 和 88.89%，调整后全部债务资本化比率分别为 79.04% 和 77.48%。

公司预收账款占总负债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

积也在不断增长，公司负债水平仍然保持高位。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务负担仍重。公司下属子公司短期借款存在逾期情况，联合资信将持续关注公司对子公司的融资和资金管理情况。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业总收入2474.00亿元，同比增长19.21%；其中营业收入2471.60亿元，同比增长19.25%，利息收入、手续费及佣金收入合计2.40亿元，同比下降13.55%。跟踪期内，受房地产结转面积增加及公司扩大建筑板块业务规模影响，公司营业收入实现快速增长。2016年，公司营业成本为2098.07亿元，同比增长18.75%，略慢于营业收入增长速度。2016年公司营业利润率为10.13%，同比增长0.71个百分点。

期间费用方面，2016年，公司期间费用合计136.60亿元，同比下降1.50%，主要来自财务费用的下降。2016年公司财务费用27.84亿元，同比下降12.12%，主要系当期费用化利息支出减少、资本化利息支出增加所致。跟踪期内，公司期间费用占营业收入的比重下降至5.53%，较2015年减少1.16个百分点，仍保持在较低水平。

跟踪期内，公司资产减值损失为14.59亿元，同比减少4.05亿元，主要来自坏账损失和商誉减值损失。2016年公司共计提坏账损失12.74亿元，应收账款、预付账款和其他应收款分别计提坏账损失5.49亿元、1.14亿元和6.12亿元。受能源板块应收类款项回收风险仍较大等因素影响，公司跟踪期内计提资产减值损失仍保持较大规模，资产减值损失对公司利润总额侵蚀较大。

2016年，公司公允价值变动收益为-7.92亿元，较2015年减少24.59亿元。公允价值变动收益主要来自交易性金融资产和交易性金融负债等价值变动。

2016年，公司投资收益59.77亿元，同比增长33.63%。投资收益主要来自：处置长期股权投资获得14.96亿元⁸，持有交易性金融资产期间取得的投资收益11.97亿元，处置交易性金融资产取得2.89亿元、处置可供出售金融资产取得23.99亿元⁹等。2016年公司实现营业利润153.31亿元，同比增长50.53%，其中，公司主业实现营业利润101.45亿元，同比增长150.80%。

2016年公司营业外收入为7.31亿元，同比下降13.25%，其中，政府补助同比小幅下降至4.14亿元，非流动资产处置利得同比减少0.86亿元至0.34亿元。2016年，公司实现利润总额144.42亿元，同比增长36.57%。

从盈利指标来看，2016年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为3.17%和11.88%，同比分别下降0.31个和上升0.91个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业总收入588.48亿元，其中营业收入587.63亿元，同比增长20.26%，营业利润为11.93%，较2016年全年有所上升；同期，公司实现利润总额38.53亿元，同比增长20.94%。

总体看，跟踪期内，受益于房地产结转面积增加和建筑业务规模的扩大，公司收入规模和主业盈利能力有所回升；同时，联合资信注意到非经常性收益（公允价值变动收益和投资收益）对公司利润的贡献仍大，但其受宏观经济波动等影响大，具有一定不可持续性。

5. 现金流

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入3992.74亿元，同比增长33.19%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；2016年公司销售商品、提供劳务收到的现金为2919.83亿元，同比增长31.81%，现金收入比

⁸ 2016年，公司处置长期股权投资获得的投资收益主要系以转让股权方式销售房产和土地产生的收益，其中转让其所持上海申万置业有限公司全部股权收益为9.73亿元。

⁹ 2016年，公司处置可供出售金融资产所获投资收益主要来自：公司转让润东汽车全部股权和上海农村商业银行股份有限公司4%股权，分别获得收益2.35亿元和16.90亿元。

为 118.13%，同比上升 11.25 个百分点，公司现金收入质量有所回升。随着公司房地产开发投入增加，公司经营活动现金流出同比增长 26.00% 至 4082.67 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 2603.74 亿元，同比增长 12.66%。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为土地竞买保证金的支付及返还以及往来款等，2016 年分别为 1068.30 亿元和 1119.98 亿元，同比分别增长 37.08% 和 57.46%，主要系公司收到和支付非关联单位往来款增长所致。2016 年公司经营活动现金流表现为净流出 89.93 亿元，净流出规模同比下降 62.90%。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入规模快速增长至 413.32 亿元，较上年同期增幅为 36.29%，主要系收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金的增长，2016 年分别为 113.17 亿元、75.04 亿元和 205.53 亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金增长主要来自委托贷款的收回和理财产品的赎回。2016 年，公司投资活动现金流出量为 427.21 亿元，同比下降 9.16%，主要来自投资支付的现金下降所致。2016 年，公司投资支付的现金主要是公司对参股公司的投资，2016 年为 182.28 亿元；支付其他与投资活动有关的现金主要是公司购买短期理财产品和支付委托贷款，2016 年为 204.61 亿元。2016 年公司投资活动现金净流量为 -13.88 亿元，净流出规模同比下降 91.69%。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -103.81 亿元，公司对外融资需求仍较大。

筹资活动方面，公司主要通过股东增资和金融机构借款筹集资金，2016 年公司吸收投资收到的现金 84.41 亿元，主要系绿地股份增资 67.00 亿元和子公司吸收少数股东投资收到的现金 17.41 亿元；取得借款收到的现金规模为 1498.38 亿元，同比下降 3.64%；筹资活动现金流入合计 1673.59 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，2016 年分别为 1166.59 亿元和 218.11 亿元，同比分别增长 18.97% 和 25.78%。跟踪期内，公司筹资活动现金流量净额为 279.40 亿元，同比下降 43.67%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 -2.07 亿元、-25.72 亿元和 -26.01 亿元。

总体看，跟踪期内，随房地产销售回款增加，公司经营活动现金净流出规模有所下降，投资活动现金净流出也随公司减少投资活动支出有所下降；但公司前期债务陆续到期，偿还债务所需现金规模快速增长且在建拟建项目资金缺口仍大，公司对外融资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动负债随预收款项和短期债务增加快速增长，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 145.57% 和 40.42%，同比下降 6.77 个百分点和 0.39 个百分点，流动资产中存货和其他应收款占比大，对资金形成较大占用；受经营性净现金流为负影响，公司经营现金流动负债比为 -1.95%。2017 年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为 149.33% 和 44.21%，较 2016 年底有所上升。公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 182.23 亿元，同比增长 24.38%；全部债务/EBITDA 由 2015 年的 16.65 倍下降至 15.80 倍，EBITDA 利息倍数由 2015 年的 1.02 倍上升至 1.12 倍。公司长期偿债压力仍大。总体看，公司债务规模大，EBITDA 对全部债务的保障能力弱，随着公司在建项目的持续投入，公司未来债务规模预计仍然较大，而公司主业盈利能力受宏观经济、房地产行业波动、销售及回款情况等因素影响显著，公司整体偿债能力较弱。

表 8 截至 2016 年底公司对外担保情况 (单位: 万元)

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	担保是否逾期
绿地集团控股有限公司	上海海外联合投资股份有限公司	22511.95	2006.06.13	2017.06.13	否	否
		2025.00	2014.08.27	2017.06.15	否	否
		811.00	2014.08.27	2017.07.15	否	否
		4085.00	2016.12.30	2018.10.26	否	否
	中国华源集团有限公司	5000.00	2004.03.19	2005.11.01	否	是
江苏省交通工程集团有限公司	江苏省镇江船厂(集团)有限公司	11017.49	2015~2016	2017	否	否
		7836.24	2016	2018	否	否
		5265.18	2016	2019	否	否
合计		58551.86	--	--	--	--

资料来源: 公司提供

截至 2016 年底, 公司对外担保金额 (除公司为商品房承购人向银行抵押借款提供担保外) 合计为 5.86 亿元人民币, 担保比率为 0.74%, 其中担保发生额 2.64 亿元。截至 2016 年底, 根据公司提供资料, 公司存在 1 笔不良类对外担保: 2004 年中国华源集团有限公司 (“华源集团”) 和绿地集团互保, 在农业银行贷款 5000 万元, 绿地集团按期还款, 华源集团逾期未还。后农业银行上海分行委托中国长城资产管理公司上海办事处 (“长城资管”) 接手。2015 年 6 月, 华源集团宣告破产。长城资管向华源集团申报了相关债权, 同时通过法院向绿地集团主张相关权利。2017 年 1 月, 一审法院判决绿地集团应于华源集团破产程序终结后十日内偿付长城资管在华源集团破产程序中未受清偿的相关债权。目前, 华源集团破产程序尚在进行中。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。

截至 2016 年 12 月底, 公司为子公司提供担保余额合计 907.40 亿元, 实际发生额 563.27 亿元。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系, 截至 2016 年底, 公司获得主要贷款银行的授信额度为 2710 亿元, 已使用额度为 1656 亿元, 未使用额度为 1054 亿元, 公司间接融资渠道畅通。2015 年 8 月, 公司股东在上

海证券交易所实现整体上市, 成功登陆国内资本市场; 此外, 公司通过控股香港上市公司绿地香港控股有限公司, 打造境外融资平台, 完善融资方式。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 2017 年 6 月 1 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, 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。

十一、存续期内公司债券偿还能力分析

“14 绿地债/PR 绿地债”发行金额 20 亿元, 于 2014 年 5 月 23 日起息, 期限 6 年, 将于 2020 年 5 月 23 日到期; “14 绿地债/PR 绿地债”按年付息, 并设置提前偿还本金的条款, 从第三个计息年度开始每年偿还本金的 25%, 即自 2017 年起至 2020 年止, 每年 5 月 23 日(如遇法

定节假日或休息日,则顺延至其后的第 1 个工作日)分别偿还本金 5 亿元、5 亿元、5 亿元和 5 亿元,分别占“14 绿地债/PR 绿地债”发行总额的 25%、25%、25%和 25%,后四年利息随本金的兑付一起支付。截至 2017 年 5 月底,“14 绿地债/PR 绿地债”已偿还本金 5 亿元,待偿还本金 15 亿元。

“15 绿地 MTN001”发行金额 20 亿元,于 2015 年 9 月 16 日起息,赎回前长期存续,在其第 5 个和其后每个付息日,公司有权将其赎回。

公司存续期债券“14 绿地债/PR 绿地债”和“15 绿地 MTN001”单年最高偿还本金为 25 亿元,即公司于 2020 年偿还“14 绿地债/PR 绿地债”5 亿元本金同时选择赎回“15 绿地 MTN001”20 亿元。

2016 年公司 EBITDA 对单年最高偿还本金 25 亿元的保障倍数为 7.29 倍;2016 年公司经营活动现金流入量对单年最高偿还本金 25 亿元的保障倍数为 159.71 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/PR 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“14 绿地债/PR 绿地债”募集资金使用专户和偿债资金专户监管人。公司已按期支付前三个计息年度

的利息。

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。

绿地浦晖国际中心项目位于上海市黄浦区滨江黄金地段,东侧紧邻南园滨江绿地,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,交通便捷。同时,绿地浦晖国际中心集高档商业、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,上述项目房地产权证齐全,抵押房地产资产质量良好。根据上海众华资产评估有限公司于 2017 年 5 月 28 日出具的评估报告(沪众评报字[2017]第 114 号),以 2017 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,“14 绿地债/PR 绿地债”抵押涉及的房地产资产评估价值为 36.14 亿元,较 2016 年评估价值 36.10 亿元(以 2016 年 4 月 30 日为评估基准日)增加 400 万元,较“14 绿地债/PR 绿地债”发行时披露的评估价值 36.03 亿元(以 2013 年 4 月 30 日为评估基准日)增加 1145.88 万元;2016 年抵押房产评估价值为“14 绿地债/PR 绿地债”待偿还本金 15 亿元的 2.41 倍。

表 11 “14 绿地债/PR 绿地债”抵押房地产基本情况(单位:平方米、万元)

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	277329
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	84116
合计	--	--	--	36397.00	58580.66	152990.55	361400(取整)

资料来源:沪众评报字[2016]第 84 号评估报告书、联合资信整理

总体看,偿债资金专户的设立为“14 绿地债/PR 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

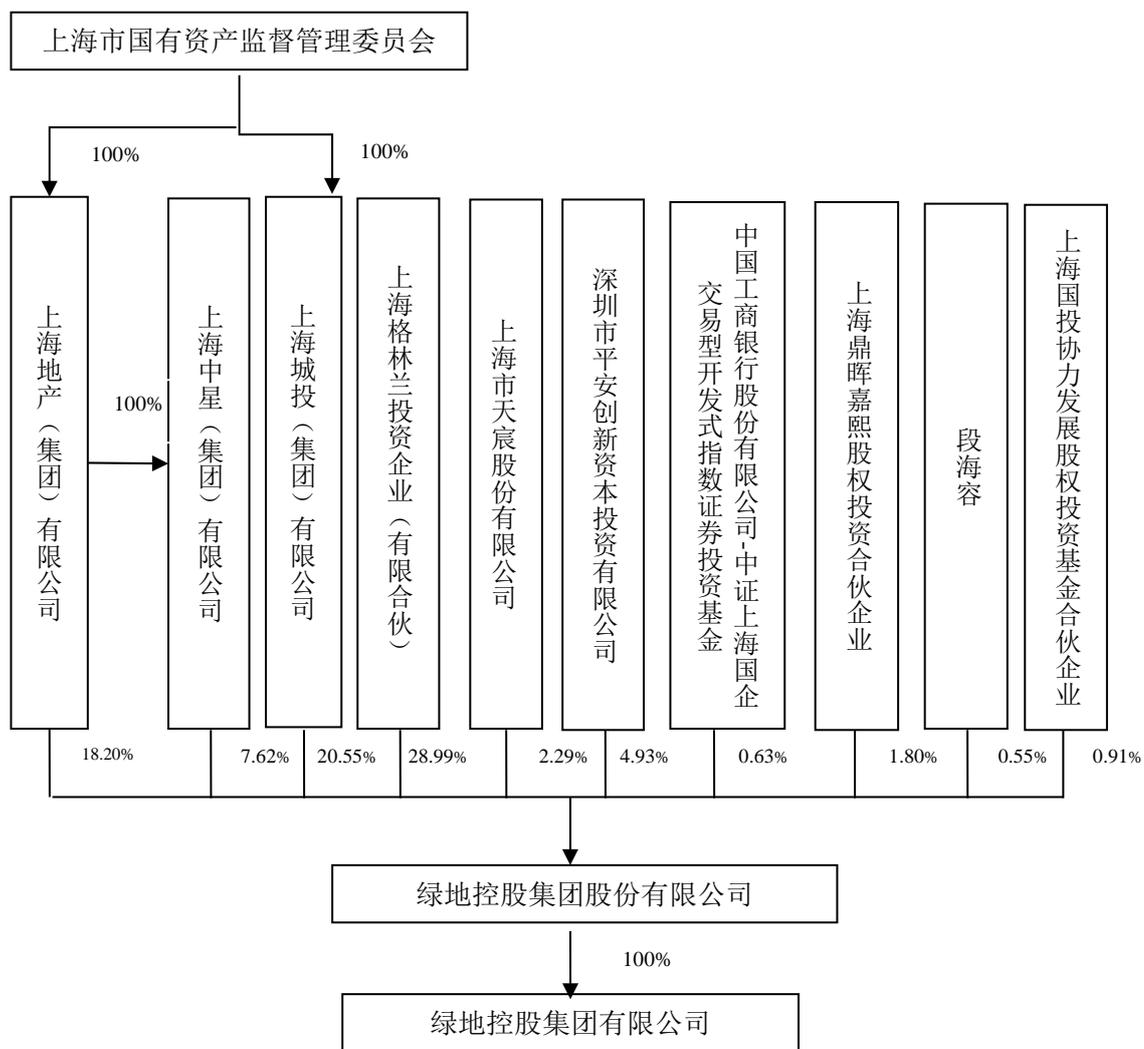
设立有助于降低债券本息集中偿付压力,“14 绿地债/PR 绿地债”由公司价值 36.14 亿元的房地产作为抵押担保,上述措施能够有助于进

一步保障本期债券本息偿还的安全性。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级维持AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14绿地债/PR绿地债”和“15绿地MTN001”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图（截至 2017 年 3 月底）



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	393.29	489.64	711.08	668.17
资产总额(亿元)	5089.59	6004.36	7331.36	7560.55
所有者权益(亿元)	612.31	673.33	791.12	860.15
短期债务(亿元)	744.44	699.92	984.64	847.45
长期债务(亿元)	1235.41	1738.87	1894.91	2018.51
全部债务(亿元)	1979.85	2438.79	2879.54	2865.95
营业收入(亿元)	2616.82	2072.57	2471.60	587.63
利润总额(亿元)	92.71	105.75	144.42	38.53
EBITDA(亿元)	131.70	146.51	182.23	--
经营性净现金流(亿元)	-529.84	-242.39	-89.93	-2.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.30	11.94	12.06	--
存货周转次数(次)	0.78	0.48	0.48	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.37	0.37	--
现金收入比(%)	108.00	106.88	118.13	136.13
营业利润率(%)	8.42	9.42	10.13	11.93
总资本收益率(%)	3.19	3.30	3.17	--
净资产收益率(%)	8.82	10.97	11.88	--
长期债务资本化比率(%)	66.86	72.09	70.55	70.12
全部债务资本化比率(%)	76.38	78.36	78.45	76.92
资产负债率(%)	87.97	88.79	89.21	88.62
流动比率(%)	142.68	152.34	145.57	149.33
速动比率(%)	38.48	40.81	40.42	44.21
经营现金流动负债比(%)	-16.43	-6.81	-1.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.07	16.70	15.80	
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.02	1.12	

注：2017 年一季度数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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/营业收入×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(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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。