

信用等级公告

联合[2016]024 号

绿地控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对绿地控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

绿地控股集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告



二零一六年一月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

绿地控股集团有限公司

2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 200 亿元（含 200 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2016 年 1 月 8 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	2,430.18	3,721.61	5,089.59	5,756.05
所有者权益(亿元)	312.41	418.38	612.31	693.11
长期债务(亿元)	484.05	923.32	1,235.41	1,706.37
全部债务(亿元)	741.90	1,298.04	1,919.45	2,409.45
营业收入(亿元)	1,985.62	2,521.82	2,619.55	1,362.73
净利润(亿元)	67.27	82.20	54.01	48.28
EBITDA(亿元)	131.33	159.25	131.70	--
经营性净现金流(亿元)	30.14	-351.51	-529.84	-357.56
经营活动流入量(亿元)	2,957.47	3,810.91	3,715.85	2,092.26
营业利润率(%)	8.75	5.94	10.68	10.00
净资产收益率(%)	--	22.47	10.48	7.40
资产负债率(%)	87.14	88.76	87.97	87.96
全部债务资本化比率(%)	70.37	75.62	75.82	77.66
流动比率	1.30	1.42	1.43	1.53
EBITDA 全部债务比	0.16	0.12	0.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.54	2.07	1.21	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.66	0.80	0.66	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2015 年 1~9 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”或“绿地集团”）的评级反映了其作为全国房地产行业龙头企业，在综合实力、开发规模、销售规模、品牌声誉、土地储备以及业务多元化等方面具有较强的行业竞争优势。同时，联合评级也关注到国内房地产行业受宏观调控影响大，公司债务规模增长迅速、经营性现金流持续大规模净流出，以及未来资本支出压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司可售面积有望获得增长，经营规模和盈利水平有望进一步提升，其行业地位将得到进一步巩固，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内房地产行业龙头企业，在土地储备、开发规模和销售收入方面居于国内领先地位。

2. 公司销售收入多年保持增长，随着公司现有在售项目实现销售，以及在建项目进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

3. 公司在住宅、商业地产和海外地产销售开展了新型的销售与经营模式，公司业务有望进一步拓展。

4. 公司成立的合资地铁公司为地方政府修建地铁，未来有望以较低成本获得地铁沿线房地产开发土地。

5. 公司业务多元化，有一定的抗风险能

力，有助于公司获得稳定的现金流。

关注

1. 公司近年业务扩张速度很快，土地储备及库存规模增长迅速且较大，需关注在售项目去化速度与回款率对现金流量的影响。

2. 公司能源板块业务受能源行业景气度影响较大，盈利能力一般。

3. 公司债务规模较大，资产负债率较高，债务负担较重。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuch@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与绿地控股集团有限公司构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由绿地控股集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代绿地控股集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

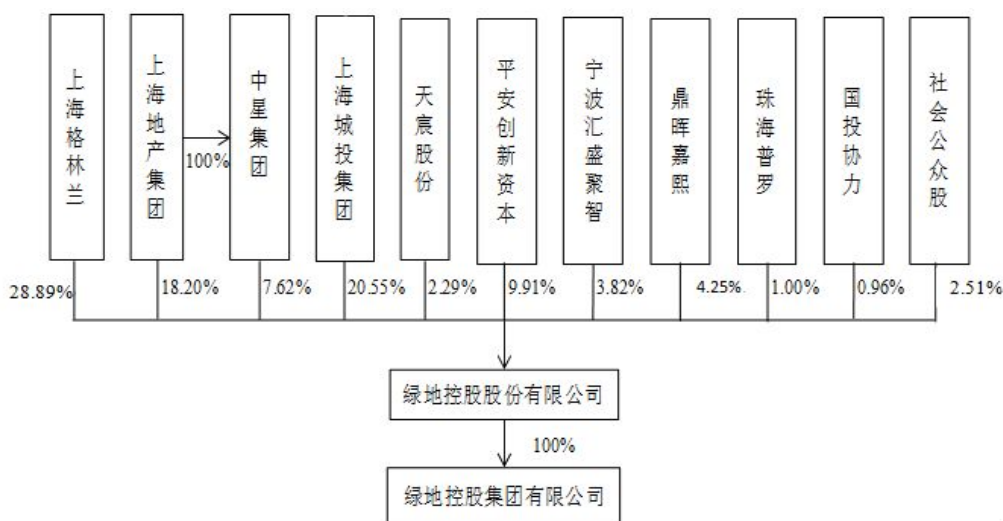
绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”或“绿地集团”）原名“上海绿地（集团）有限公司”，前身为“上海市绿地开发总公司”，系 1992 年 7 月由上海市农口住宅建设办公室、上海市居住区综合开发中心、上海市农业投资总公司、上海市联农总公司（后改制为“上海市联农股份有限公司”）共同出资组建，初始注册资本为 2,000.00 万元。

1997 年 3 月，根据上海市农业委员会、上海市建设委员会沪农委第 164 号文《关于同意上海市绿地开发总公司实施上海市现代企业制度试点方案的批复》以及沪农委第 177 号文《关于同意上海市绿地开发总公司更名为上海市绿地（集团）有限公司以及建立上海市绿地集团的批复》，改制为有限责任公司，以原上海市绿地开发总公司、上海绿地物业管理公司、上海市绿地建筑设计公司等八家公司的净资产评估现值 16,608.63 万元折合注册资本 16,000.00 万元。

后经多次增资、引资和股权转让，公司注册资本于 2014 年底增加至 129.49 亿元。其中，根据公司 2013 年 12 月股东会决议，引进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）、上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）等五家新股东；根据公司 2014 年 2 月股东会决议以及修改后的公司章程规定，“上海格林兰投资企业（有限合伙）”吸收合并公司股东之一“上海绿地（集团）有限公司职工持股会”，公司股东“上海绿地（集团）有限公司职工持股会”名称变更为“上海格林兰投资企业（有限合伙）”。至此，公司股东分别为上海格林兰投资企业（有限合伙），持股 29.09%；上海市城市建设投资开发总公司，持股 20.76%；上海地产（集团）有限公司，持股 19.99%；上海市天宸股份有限公司，持股 2.31%；深圳市平安创新资本投资有限公司，持股 10.01%；上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙），持股 4.30%；宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙），持股 3.86%；珠海普罗股权投资基金（有限合伙），持股 1.01%；上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙），持股 0.97%。

2015 年 4 月，经中国证券监督管理委员会审核，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之重大资产重组事项获得有条件通过。该重组事项包括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；金丰投资向公司全体股东发行股份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。2015 年 8 月 13 日，金丰投资更名为绿地控股股份有限公司（以下简称“绿地控股”）。截至 2015 年 9 月底，公司注册资本 129.49 亿元，绿地控股持有公司 100% 的股权，为公司控股股东；绿地控股各股东持股比例较为接近、且均不超过 30%，未能单独对公司形成控制关系，因而公司无实际控制人。

图1 截至2015年9月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：实业投资，物业管理，化工产品(除危险品)，绿化，仓储，房地产，出租汽车，日用百货，纺织品，建材，五金交电，建筑施工。

截至2015年9月底，公司下设办公室、战略规划与企业管理部、人力资源部、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、党务部等10个职能部门（详见附件1）；下辖900余家控股子公司，本部拥有在职员工189人。

截至2014年底，公司合并资产总额5,089.59亿元，负债合计4,477.28亿元，股东权益（含少数股东权益）合计612.31亿元。2014年公司实现营业收入2,619.55亿元，净利润（含少数股东损益）54.01亿元；经营活动产生的现金流量净额-529.84亿元，现金及现金等价物净增加额64.35亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额5,756.05亿元，负债合计5,062.94亿元，股东权益（含少数股东权益）合计693.11亿元。2015年1~9月公司实现营业收入1,362.73亿元，净利润（含少数股东损益）48.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-357.56亿元，现金及现金等价物净增加额-43.54亿元。

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、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券发行规模不超过200亿元，分期发行，首期发行规模为100亿元，已于2015年12月10日发行。本期债券名称为“绿地控股集团有限公司2016年公司债券（第一期）”，发行规模不超过100亿元，其中基础发行规模40亿元，可超额配售不超过60亿元。本期债券面值为100元，按面值平价发行。本期债券分设两个品种，其中品种一为5年期固定利率债券，第3年设发行人调整票面利率选择权和投资者回售权，预设基础发行规模为30亿元；品种二为5年期固定利率债券，预设基础发行规模为10亿元。各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定，但各品种的最终发行规模总额合计不超过100亿元。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司借款及补充公司营运资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其绝大部分收入和利润来源于房地产开发及其延伸产业。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9~11月，一、二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分

点。

2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入调整期,尤其是上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看,2014年,全国房地产开发投资95,036亿元,比上年名义增长10.5%,比2013年回落9.3个百分点。其中,住宅投资64,352亿元,增长9.2%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年,房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米,比上年增长9.2%。其中,住宅施工面积515,096万平方米,增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米,下降10.7%,降幅扩大1.7个百分点。其中,住宅新开工面积124,877万平方米,下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米,增长5.9%,增速回落2.2个百分点。其中,住宅竣工面积80,868万平方米,增长2.7%。

2015年1~6月份,全国房地产开发投资43,954.95亿元,同比名义增长4.6%。其中,住宅投资29,505.67亿元,增长2.8%,增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.13%。2015年1~6月份,房地产开发企业房屋施工面积654,172.48万平方米,同比增长3.4%。其中,住宅施工面积456,007.70万平方米,增长1.0%。房屋新开工面积81,730.66万平方米,下降16.80%,降幅扩大0.1个百分点。其中,住宅新开工面积56,684.05万平方米,下降17.90%。房屋竣工面积37,833.37万平方米,下降13.10%,降幅收窄0.7个百分点。其中,住宅竣工面积28,077.44万平方米,下降15.60%。

总的来看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大,2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入一个调整期,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端的限购等政策,导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

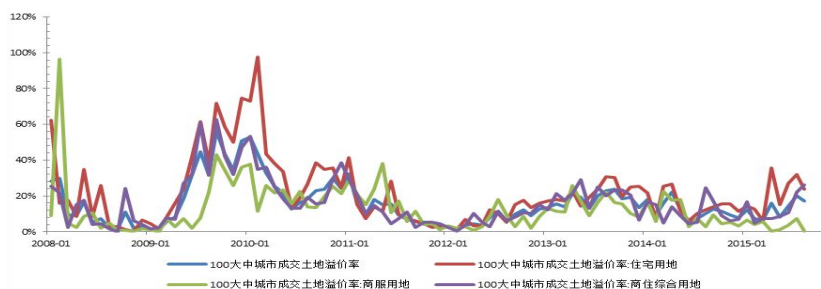
2011年开始,受国家对房地产企业的严厉调控政策影响,土地市场呈现出明显低迷的态势,但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元,创历史新高,北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米,较上年同期下降14.6%,其中,住宅用地成交3.8亿平方米,同比下降23.1%。同时,随着三、四线城市库存日益饱和,房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来,一线城市土地溢价率持续走高,也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米,同比上涨7.4%,其中12月达1,675元/平方米,为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响,2013年土地成交量较2012年增加,住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗,成交面积143,569万平方米,同比增加10%;土地出让金总额为31,304.5亿元,同比增加50%。

2013年重点城市地价升高,带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米,同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出,住宅类用地与商办类用地表现强势,楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨,尽管多个城市采取竞配建保障

房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月底，全国100个大中城市土地出让溢价率为7.93%，较上年底（为13.40%）下降近5.47个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年底（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图2 2008年以来全国100个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%和27%。与此同时，楼面均价却高达7,705元/平方米，同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

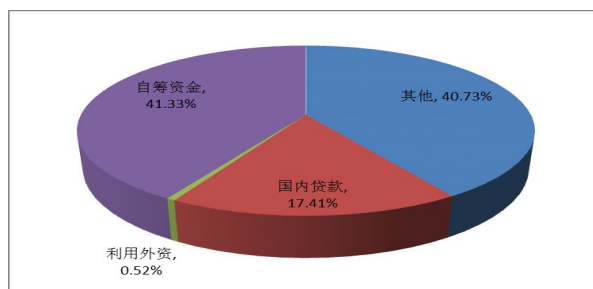
截至2015年6月底，全国100个大中城市土地出让溢价率为14.18%，较上年底（为7.93%）上升6.25个百分点。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

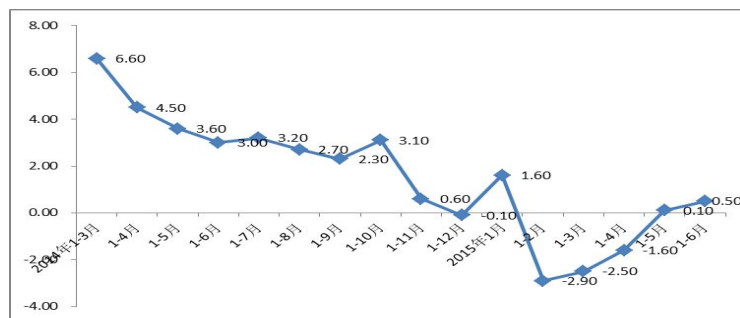
图3 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年1~6月份，房地产开发企业到位资金58,947.98亿元，同比上升0.50%。其中，国内贷款10,830.67亿元，下降4.10%；利用外资178.50亿元，下降3.90%；自筹资金23,843.62亿元，增长0.10%；其他资金24,095.20亿元，上升2.00%。在其他资金中，定金及预收款14,120.80亿元，下降0.90%；个人按揭贷款7,163.32亿元，增长10.00%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



资料来源：wind 资讯

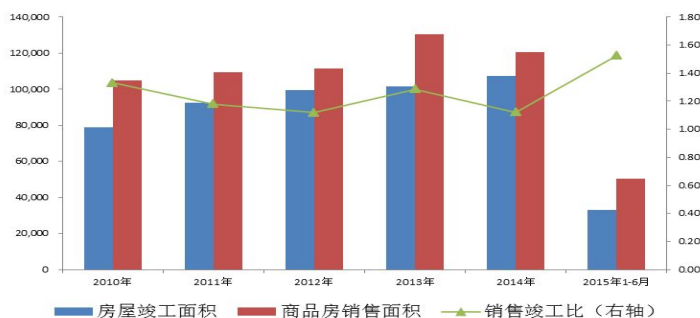
总的来看，货币供应有所宽松，房地产的资金来源紧张情况有所减轻，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力有所减轻。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从

供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 5 2010~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）

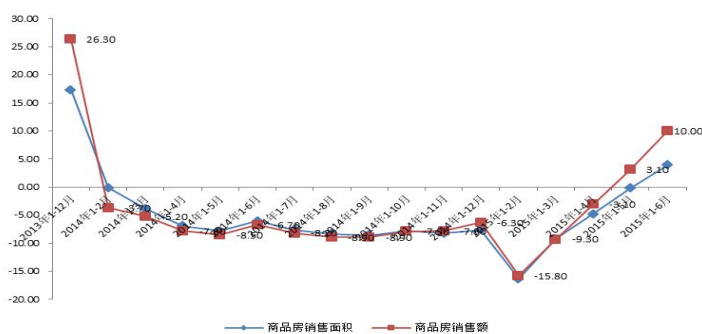


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

2015 年 1~6 月份，商品房销售面积 50,263.64 万平方米，同比下降 3.90%，比 1~5 月份增长 41 个百分点。其中，住宅销售上涨 4.5%，办公楼销售面积下降 2.40%，商业营业用房销售面积增长 3.50%。商品房销售额 34,259.21 亿元，上涨 10.00%，比 1~5 月份上涨 6.9 个百分点。其中，住宅销售额上涨 12.90%，办公楼销售额下降 1.80%，商业营业用房销售额下降 1.20%。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



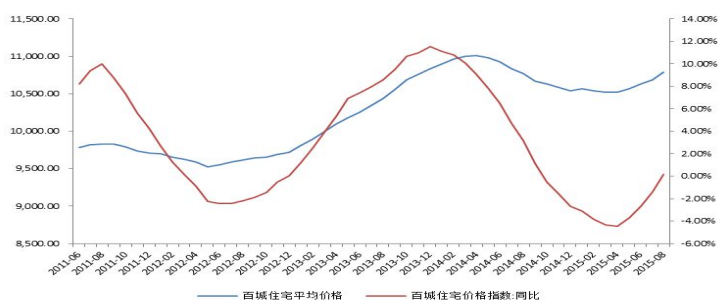
资料来源：wind 资讯

总的来看，2015 年以来全国房地产限购限贷政策有所放松，行业增速企稳，景气度有所上升。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。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，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，进入 2015 年以来，全国百城住宅平均价格在维持在 2014 年底以来的低位运行，如下图所示。

图 7 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年房价已经止跌回升，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年发布的中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表3 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》

2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。自 4 月 20 日起，央行决定下调各类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。自 5 月 10 日，央行决定一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。自 6 月 28 日，央行决定针对性地对金融机构实施定向降准，（1）对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率 0.5 个百分点。（2）对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率 0.5 个百分点。（3）降低财务公司存款准备金率 3 个百分点，进一步鼓励其发挥好提高企业资金运用效率的作用；金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%，其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。

总体看，目前房地产行业调控方向正从行政手段逐渐转变为长效的经济手段，在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动，但在支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持向好发展。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有

更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业处于调整周期，市场格局持续分化，面对行业利润率下滑以及人口老龄化趋势，亟需进行相应的战略调整。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于“囤地—融资—捂盘”的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自 1992 年成立以来，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”的多元化产业布局，“绿地”商标于 2008 年被国家工商总局正式认定为中国驰名商标。公司拥有国家住建部批准的房地产一级资质，在 2014《财富》世界企业 500 强中位列第 268 位，在由中国企业联合会、中国企业家协会发布的 2015 年“中国企业 500 强”中位列第 47 位。

作为传统核心主导产业，公司房地产开发业务涵盖多种开发业态，包括商品住宅、商务写字楼、商业用房、社区配套、城市综合体、产业园区地产、保障房、经济适用房等。公司通过不断创新业务模式，积极调整产品结构，逐步形成超高层、城市综合体、产城一体化和住宅四种功能性产品分类。公司房地产主业开发规模、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、高铁站商务区及产业园开发领域遥遥领先。

2014 年，公司房地产业务实现预销售面积 2,115 万平方米、预销售金额 2,408 亿元，均为行业第一名；目前建成和在建超高层城市地标建筑 23 幢，其中 4 幢高度位列世界排名前十。截至 2014 年底，公司房地产开发项目已遍布全国 29 个省市自治区、80 余个城市，同时已成功进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国等四大洲九国十三城，成为中国房地产行业的全球化经营领跑者。

作为第二支柱产业，公司能源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 2014 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 1,400 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。

总体看，公司房地产主业突出，多元化产业布局渐趋完善，专业技术水准一流，建筑施工经验丰富，整体规模和竞争力均处于行业领先水平。

2. 人员素质

公司董事长兼总裁张玉良先生，1956年生，本科学历，高级经济师。曾先后任上海市嘉定区江桥镇党委委员、副书记，上海市农委机关主任科员，上海市农委住宅办副主任等职务。1992年创办上海绿地总公司，并历任上海绿地总公司总经理，上海绿地（集团）有限公司董事长、总裁、党委书记。现任公司董事长、总裁。

公司董事兼执行副总裁许敬先生，1956年生，大专学历。曾任上海建工集团五公司项目经理。1993年加入绿地集团至今，历任绿地花园房产公司工程部经理、党支部书记，绿地集团房地产业部总经理，绿地集团总裁助理，绿地集团副总裁，绿地集团执行副总裁等职。现任公司董事、执行副总裁。

公司董事兼执行副总裁张蕴女士，1970年生，本科学历。历任绿地集团房地产市场营销部销售经理，绿地集团房地产市场营销部总经理助理、副总经理，上海绿地资产管理有限公司总经理，绿地集团资产经营及商业事业部总经理，上海绿地商业（集团）有限公司董事长、总经理，绿地集团总裁助理、副总裁、执行副总裁等职。现任公司董事、执行副总裁。

公司董事兼副总裁田波先生，1958年生，本科学历。曾在上海市长宁区民防办公室、上海市长宁区公房资产经营公司等处任职。加入绿地集团至今，先后担任绿地集团中原房地产事业部总经理、太原房地产事业部总经理、绿地集团副总裁等职。现任公司董事、副总裁，兼任集团技术管理产品研发部总经理。

截至2014年底，公司本部在职员工合计189人。按年龄构成划分，30岁以下占比23%，30~39岁之间占比47%，40~49岁之间占比25%，50岁以上占比5%；按文化程度划分，大专及其他学历以下占比10%，本科学历占比47%，研究生学历以上占比43%；按岗位构成划分，营销管理占比11%，技术研发占比25%，其他综合管理占比63%；按职称构成划分，高级职称占比25%，中级职称占比54%，初级职称及其他占比21%。

总体看，公司主要管理人员从业时间较长，管理经验较为丰富，公司本部员工结构丰富合理，能够满足目前经营需要。

3. 股东支持

公司唯一股东上海金丰投资股份有限公司前身为上海嘉丰股份有限公司，于1991年12月10日经上海市人民政府办公厅以“沪府办[1991]155号文”批准，由原上海嘉丰棉纺织厂改制成立，于1992年2月14日经中国人民银行上海分行批准发行股票，同年3月7日至3月15日首次向社会公开发行股票706.32万股。1992年3月27日，嘉丰股份股票在上海证券交易所上市，股票简称：嘉丰股份，股票代码：600606。后经多次配股、送股、股权转让、资产置换及更名，截至2015年6月公司母公司金丰投资注册资本1,216,815.44万元，主要股东包括：上海格林兰投资企业（有限合伙），占比28.79%；上海城投（集团）有限公司，占比20.55%；上海地产（集团）有限公司，占比18.20%；深圳市平安创新资本投资有限公司，占比9.91%；上海中星（集团）有限公司，占比7.62%；其他公众投资者，占比14.93%。金丰投资作为上市公司，拥有融资工具渠道便利、股东单位实力雄厚等诸多优势，对公司在发展战略实施、经营业务拓展、融资支持、人员配备等方

面都将会给予大力支持。

总体看，公司股东融资渠道通畅、各股东单位实力雄厚，未来预期将会给予公司较大的支持力度。

五、公司治理

1. 治理结构

根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，确保公司运作的科学性和规范性。股东会是公司权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东会审议。目前公司董事会由4名董事组成，董事会设董事长1名，副董事长3名，董事长、副董事长从董事中产生。

公司的日常经营活动和管理机构由总裁负责。公司总裁由董事会聘任，总裁在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

公司监事会成员3人，设监事会主席1名，其中至少一名监事由公司职工代表担任。公司监事会与内部审计部独立工作，对公司生产经营和重大决策进行监督。

总体看，公司拥有较为完善的法人治理结构，运行规范较为有效。

2. 管理体制

公司建立了涵盖资金、财务、融资、项目、人事等较为完整的内部控制制度。公司对下属公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键环节进行。

对子公司管理方面，公司均按照规定委派了董事、监事，并在各子公司的章程中明确规定了重要高级管理人员的选任方式和职责权限等。公司要求各子公司严格按照《子公司信息披露事务报告细则》的规定，及时向公司董事会秘书处报告重大业务事项、重大财务事项及其他重要信息，定期报送各子公司与经营相关的月度、季度或年度的产销目标及安排计划、财务报表等。子公司的对外担保或其他方式的对外提供资金事项，均需严格按照公司章程的规定，履行法定的审议程序，并按要求及时披露。

公司资金活动包括筹资、投资和资金营运。筹资活动方面，公司每周更新资金计划表，根据公司的发展战略、资金需求制订筹资方案，拟定报告并上呈各级主管签核，报告中包含筹资规模、方式和资金用途，并对筹资成本和潜在风险进行估计。投资活动方面，公司明确合理安排资金，拟定投资方案，重大投资项目需通过股东大会决议。公司根据财务管理制度进行营运资金的管理，每周更新资金计划表，避免资金冗余以及资金断裂。

财务管理方面，公司制定了统一的财务管理制度，在《财务管理制度》中制定责任追究条款，并单独对会计政策变更、会计估计、重大会计差错更正、资产减值等做出相关规定。下属子公司的财务管理制度需参照母公司的制度进行制定，其中子公司开立银行账户按子公司相关制度及审批流程执行，不需要母公司审批。子公司向外单位提供借款、对外担保、向银行或其他单位融资，不论金额大小，均需要母公司批准。子公司每月须向母公司报送资金状况表、长短期借款明细表及对外担保情况表，由母公司财务总监每月复核子公司资金状况。

融资管理方面，公司依据在不同发展阶段的融资需求确定公司的资产负债率，每年度由董事会根据当年实际需要确定公司的具体资产负债比率，在此范围内发生的贷款转期、新增流动资金贷款等，由董事会批准；或由董事会在公司股东大会批准的年度投资计划或年度财务预算中确定

的贷款额度内审批贷款。公司实行资金的统一调度、统一支配。

项目投资管理方面，公司建立有严谨、完善的投资管理流程，项目投资必须经公司股东大会、董事会表决通过后进入预算、审核、划拨、使用程序，建设项目一律实行招标制管理模式，在充分进行比选、认证后确定施工单位。在项目实施中建立有系统的月（年）度投资进度计划、过程管理、定期报告、审计监督等监管程序，明确了项目负责人是质量保证的第一责任人，对质量事故负终身连带直接责任。

人力资源方面，公司依据《劳动法》及国家相关法规，制订了包括员工守则、人事聘用、劳动纪律、考勤管理等一系列人事管理制度，并实行制度化、规范化。公司建立企业人才资源库，为公司整体提供人才管理与人才交流服务平台，使人才分流、人才调剂和劳资管理更加规范有序。

对外担保方面，公司通过《公司章程》以及股东会、董事会各级工作细则对担保审批权限、风险评估、担保执行监控、披露流程等相关活动进行规范，严格控制担保风险。并且规定股东会在审议为股东、实际控制人及其关联方提供的担保议案时，该股东或受该实际控制人支配的股东，不得参与该项表决。

总体来看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够满足企业经营发展需要。

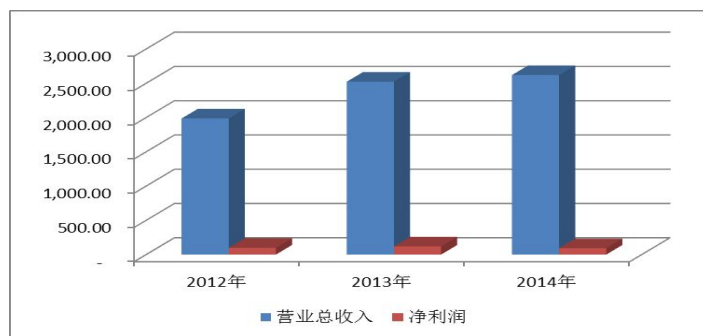
六、经营分析

1. 经营概况

公司目前形成了房地产主业突出，能源、金融等相关产业并举的多元化产业布局。公司主营业务有房地产开发、房地产延伸产业（包括：建筑建设、酒店、物业、绿化等相关行业），还涉及能源及相关行业、商品销售、汽车销售、金融等其他行业。

公司整体经营规模较大，2012~2014年公司实现营业收入分别为1,985.62亿元、2,521.82亿元和2,619.55亿元，呈稳步增长态势，年均复合增长14.37%，主要系公司业务发展较快；实现净利润分别为67.27亿元、82.20亿元和54.01亿元，呈波动下降态势，三年复合下降11.39%，主要系营业税金、期间费用和资产减值损失增幅较大所致。

图8 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

公司主营业务突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在99%以上，2014年占比99.90%。房产开发、能源及相关行业、商品销售和房地产延伸产业是公司主营业务收入最重要的来源。2014年，公司实现主营业务收入中，房产开发、能源及相关行业、商品销售和房地产延伸产业分别占主营业务的43.13%、39.30%、11.54%和11.06%。

从各板块发展情况看，公司自1992年成立以来始终将房地产开发板块业务作为核心主导业务，是公司收入的主要来源，近三年公司房地产开发业务增长很快，年复合增长31.17%；能源板块业

务是公司另一个主要的收入来源，目前形成了较为完备煤炭生产、加工、储运、分销及油化产品仓储、贸易、运输、零售等较为完整的产业链，但是近三年能源类大宗商品价格低迷，由此导致公司能源板块业2014年较年初收入下降8.94%；商品销售业务是公司开展的快速消费、食品进口等业务，近年来收入呈波动下降趋势，系公司进行业务收缩所致；房地产延伸产业是公司同时具有建筑建设、绿化园林、酒店和物业等作为房地产主业有益延伸的相关产业，近年来房地产延伸板块收入整体呈稳定上升趋势；能源及相关产业、商品销售等近年来收入处于波动增长趋势，主要原因在于产品价格处于下滑轨道之中所致。

表4 2012~2014年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012			2013			2014		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	651.94	32.99	29.29	923.06	36.88	26.52	1,121.77	43.13	24.80
建筑业	192.23	9.73	7.41	207.55	8.29	6.08	250.19	9.62	5.92
绿化及相关产业	7.97	0.40	15.47	10.41	0.42	11.97	11.67	0.45	12.23
物业及相关产业	5.75	0.29	30.96	7.99	0.32	34.84	5.57	0.21	42.87
酒店及相关产业	7.80	0.39	77.07	10.02	0.40	81.74	14.84	0.57	74.02
租赁收入	4.44	0.22	43.53	3.65	0.15	15.45	5.37	0.21	21.42
商品销售	317.68	16.08	0.34	332.20	13.27	0.22	300.18	11.54	0.27
能源及相关产业	805.12	40.74	1.40	1,122.46	44.84	1.03	1,022.07	39.30	1.12
汽车及相关产业	51.73	2.62	5.33	59.25	2.37	4.75	70.63	2.72	4.29
其他业务	6.88	0.35	57.88	9.40	0.38	45.98	11.77	0.45	45.67
小计	2,051.55	103.82	11.47	2,685.99	107.31	10.78	2,814.05	108.20	11.71
减：内部抵消数	75.49	-3.82	0.40	182.93	-7.31	2.67	213.37	-8.20	0.96
合计	1,976.05	100.00	11.89	2,503.06	100.00	11.37	2,600.68	100.00	12.60

资料来源：公司提供

从毛利率来看，由于房地产开发业务在公司主营业务收入占比较高，因此房地产开发的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。受房地产调控政策的影响，公司房产销售毛利率有所下降，近三年分别为29.29%、26.52%和24.82%；公司房地产延伸业务近三年毛利率分别为11.55%、10.60%和10.09%，毛利率稳中有降主要系公司房地产延伸业务主要由建筑业构成，建筑业受房地产调控政策影响较大，毛利率下降幅度较大所致；能源及相关产业、商品销售等毛利率较低且保持稳定，主要系公司该业务主要以赚取贸易利润为主，具有薄利多销的行业属性。

2015年1~9月，公司实现营业收入1,362.73亿元，较上年同期下降16.10%。其中，房地产主业保持平稳发展，实现收入556.63亿元，同比增长3.21%；能源产业主动收缩业务规模，实现收入428.92亿元，同比减少50.22%；建筑产业实现收入250.08亿元，同比增长71.74%；汽车产业实现收入69.26亿元，同比增长25.38%。公司实现净利润48.28亿元，较上年同期增长15.73%，归属于母公司的净利润为49.43亿元，较上年同期增长12.02%。其中，房地产主业利润基本与去年同期持平，金融产业利润同比大幅增长，建筑产业利润保持了较大幅度的增长，能源产业亏损较为严重。

总体看，公司房地产主业突出，建设、消费和金融等相关产业并举进行多元化产业布局，主营业务突出。近三年，公司房地产主业快速发展，建筑、消费和金融相关产业发展迅速且对利润的贡献逐年增加。公司能源产业受大宗商品价格下滑的影响发展态势相对较差，公司计划缩减能源板块的业务规模以优化业务结构，增加盈利能力。

2. 业务运营

公司业务运营主要包括房地产开发、能源及相关行业、汽车销售、商品销售和房地产延伸产业四个业务板块。

房地产开发

(1) 项目运作

公司房地产开发项目主要进行超高层、城市综合体、产城一体化和住宅四种功能性产品的开发。目前公司房地产开发项目已遍布全国29个省市自治区、80余个城市，同时，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。

公司在项目投资决策前进行区域经济与人口、市场与成本分析的前期基础性工作；拿地后进行市场调研，形成开发产品的设计和具体方案设计；公司通常一次性拿大块土地项目，之后分期开发楼盘；每期动工后约1年左右进行开盘预售，公司每期新盘的去化率在70%左右，公司房地产项目开发周期（从开工至交房）一般是2年。

从公司开发业务发展定位来看，近年来，由于二、三线房地产市场景气度降低，以及地铁沿线的房产需求较为强劲和居民资产配置向海外资产倾斜等因素影响，公司在新建项目主要选择北、上、广、深一线城市、省会和经济发达的二线城市；公司与申通地铁集团公司、上海城建集团公司合资成立地铁建设公司，与徐州、南京、南昌和哈尔滨市政府达成7个地铁建设框架协议，希望通过地铁建设与地方政府合作取得地铁沿线较为优质的地产开发地块；近三年公司大力发展海外房地产项目，海外房地产项目主要选择华人较多、经济完善、人口呈净流入的国家的一线城市，如：美国的纽约市、英国的伦敦市和加拿大的多伦多市等。

2012~2014年，公司房地产业务扩张较快，新开工项目面积年复合增长46.06%。随着2013年房地产市场景气度明显回升，公司新开工项目面积达2,914.00万平方米，较上年增长100.27%，新增项目主要分布在一线城市、省会城市和经济较为发达的二线城市。2014年公司新开工项目面积3,104.00万平方米，较上年增长6.52%，同比增速放缓，主要原因受2014年房地产市场需求增速放缓的影响；2014年新增项目地区分布较年初比更趋于向一线城市和华东经济发达地区集中。2015年1~6月，新增项目开工面积1,332.00万平方米。

表5 2012~2015年上半年公司主要开发数据情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
新开工面积（万平方米）	1,455.00	2,914.00	3,104.00	1,332.00
竣工面积（万平方米）	1,060.00	1,443.00	1,542.00	423.00
施工面积（万平方米）	5,200.00	6,509.00	8,233.00	7,818.00

资料来源：公司提供

从项目开发来看，公司房地产开发的规模很大，同时处于建设阶段的项目数量稳中上涨。2012~2014年，公司施工面积上升较快，受2013年房地产市场回暖新开工面积较上年上涨幅度很大，2014年竣工面积稳定上升。2012年，公司新开工建设项目面积1,455.00万平方米，全年施工面积5,200.00万平方米，年内竣工面积1,060.00万平方米。2013年，年内新开工面积达2,914.00万平方米，全年施工面积6,509.00万平方米，施工面积较上年增幅较大，增长26.73%，整体竣工面积1,443.00万平方米，较上年有所增幅较大，增长36.13%。2014年，新开工面积3,104.00万平方米，全年施工面积8,233.00万平方米，施工面积持续上涨，竣工面积1,542.00万平方米，较上年上涨6.85%，公司整体开发规模扩张较快。2015年1~6月，公司新开工面积1,332.00万平方米，施工面积7,818.00平方米，竣工面积423.00万平方米。

总体看，近年来，公司房地产开发规模大，受新开工项目快速增长，公司年度施工面积增长幅度较大，竣工面积稳步增长。公司新开工项目逐步向一线城市、省会城市和经济较为发达的二线城市集中，同时拓展了海外房地产业务。

（2）房屋销售

公司房地产开发的销售模式采取以自有建设销售团队为主，以代理商销售为辅的模式。公司在全国从事房地产经营多年，对全国一、二地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；公司自有销售团队 3,000 多人，自有团队销售额达公司房地产销售额的 90% 以上，通过建设自有销售团队可以增加销售的执行力、控制销售成本，将公司的产品理念、销售任务和市场反馈有机结合增加楼盘的销售额。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

公司房地产开发业务以营销为主导定位，公司产品线较广，根据不同城市、不同地段的经济和人口特征、市场需求，有针对性的开发刚需、高端住宅和商办物业；公司房地产物业开发周期（拿地—竣工时间）较快一般在 2 年左右，为了可以实现房屋的快速销售及资金回笼，公司取得预售证后及时推出可售房源，首开楼盘的去化率在 70% 以上，个别首开楼盘会达到 80% 以上。公司房地产销售策略是一个地产项目分期开盘，首开楼盘以小盘推出，之后陆续推出后续销售楼盘，后续楼盘根据市场情况尽可能在首开楼盘的基础上逐渐加价销售。

营销方面，公司在完善传统营销模式的基础上，发展新型营销模式。开展的新型营销模式主要在住宅类物业、商业房地产和海外房地产的营销领域。针对住宅类物业，公司开展微信 O2O 销售模式，通过公共微信号向老客户与潜在新客户推送住宅类产品；通过微信推送增加与老客户的联系，鼓励对公司开发住宅满意度较高的老客户向其朋友圈推荐公司住宅类新产品；针对商业房地产，公司于 2014 年底开始由买楼盘计划逐步转型为企业服务平台供应商，为入驻企业提供如资金需求、代办企业政务、提供商务接待和企业宣传等衍生业务，增加商业房地产的销售、增加客户粘性与扩展公司业务收入；针对海外房地产销售，公司为客户提供一站式的服务，如为客户提供移民法律咨询、代办签证、海外房产管理、海外医疗咨询等业务，增加潜在客户对公司海外房地产产品的认可，提高老客户对公司产品的粘性。

2012 年房地产调控的整体基调没有改变，但在刚性需求的支撑下，房地产市场发展先抑后扬，市场有所回暖，公司当年实现协议销售金额 1,050.75 亿元、销售面积 1,179.44 万平方米；2013 年，房地产行业宏观调控持续进行刚需和改善性住房市场有所回暖，公司重点布局区域住宅新增供应量大幅增加；同时，一线城市和二线城市商业房地产销售情况较好，公司住宅房产销售较上年增长 43.27%，商业办公房产销售较上年增长 61.63%、商铺销售较上年增长 81.51%，公司当年实现协议销售金额 1,607.00 亿元、协议销售面积 1,629.34 万平方米，协议销售金额较年初增长 52.94%。2014 房地产市场进入调整期，下半年随着政策逐渐宽松导致市场回暖，公司全年实现协议销售面积 2,115.46 万平方米，协议销售金额 2,407.88 亿元，协议销售金额较上年增长 49.84%，增长率有所放缓；其中住宅销售较年初增长 20.34%，增长率下降较大，商业办公房产销售较年初增长 47.34%，增长率有所放缓，商铺销售较上年增长 164.46%，增长速度较快。2015 年 1~6 月，协议销售金额 826.68 亿元，协议销售面积 758.67 万平方米。

表 6 2012~2015 年上半年公司发展物业运营数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
协议销售面积（万平方米）	1,179.44	1,629.34	2,115.46	758.67
协议销售金额（亿元）	1,050.75	1,607.00	2,407.88	826.68

协议销售均价（万元/平方米）	0.89	0.99	1.14	1.09
结转销售收入（亿元）	651.94	922.89	1,121.74	365.32
回款率	76.90%	70.35%	58.13%	67.78%

资料来源：公司提供

注：回款率=销售房屋收到的现款总额/房屋销售金额总额

从结转情况来看，2012~2014 年结转收入年复合增长 31.17%，2012~2014 年公司结转收入分别为 651.94 亿元、922.89 亿元和 1,121.74 亿元。2015 年 1~6 月份公司房地产业务结转收入是 365.32 亿元。

从协议销售均价看，公司三年协议销售均价稳定增长，2014 年价格上涨较快系公司住宅项目销售占比相对下降，办公项目与商铺项目较住宅项目售价较高所致。2015 年价格有所下降，系公司住宅项目销售比率相对提高，而住宅项目销售价格相对办公与商铺项目价格较低所致。

从回款率看，2012~2014 年，项目销售回款率逐年下降，主要原因是房地产市场信贷政策的持续紧缩；同时公司办公及商铺项目销售占比增加，导致公司大客户增多，公司向大客户采用分期收款方式，降低销售回款速度。2015 年 1~6 月，房贷政策较年初宽松，同时公司住宅销售占比有所提高，公司半年回款率 67.78%，较上年提高 9.65 个百分点。

表7 2012~2015年上半年公司房地产开发合同销售金额业态分布

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
住宅	61.41%	57.53%	46.20%	57.72%
办公	25.62%	27.08%	26.63%	26.55%
商铺	12.97%	15.40%	27.17%	15.73%

资料来源：公司提供

从公司开发项目业态分布看，2015年1~6月，公司房地产开发合同销售金额住宅占比57.72%、办公占比26.55%、商铺占比15.73%。住宅类项目是公司房地产开发的主要项目，2012~2014年受房地产限购政策的影响，住宅合同销售金额占比逐年降低；2014年末全国房地产限购政策有所放松，2015年1~6月住宅合同销售金额占比有所回升。办公类项目是公司开发的重要项目，目前以各地的绿地中心为主要开发项目，2012~2014年办公项目销售稳步增长，占比较为稳定。2012~2014年公司商铺类项目销售增长很快，商铺类合同销售金额占比逐年增长，主要原因系住宅限购后居民持有物业资产向商铺转移；2015年1~6月商铺合同销售金额占比有下降幅度较大，主要受住宅销售比率增大所致。

总体看，公司房屋销售面积及金额近三年稳步增长，销售增长情况受政策及行业环境的影响较大。公司不断创新营销模式，扩大销售渠道，增加客户粘性，拓展衍生业务。公司回款率受房地产信贷政策影响较大，连续三年下降，对公司现金流会产生较大影响。

（3）土地储备和在建项目

①土地储备情况

公司土地储备基本通过挂牌出让方式取得开发项目国有土地使用权，基本以单独开发为主。公司土地储备区域以一线城市、省会和经济较为发达的三线城市为主，土地储备用途以商业办公、住宅和综合用途为主。

公司在拿地策略上本着“不做地王，保守考虑”的原则，尽可能拿大盘地块，创造区房地产开发的区域垄断性。近年来，公司主要关注一、二线城市的土地采购机会，但是也会适时关注三、四线城市具有良好盈利前景的土地出让情况并审慎参与其中。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。

从公司土地储备的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判制定当年的土地储备政策和规划，并分解至区域子公司具体执行。区域子公司在发现合适的项目资源后，经过初步沟通和论证，将有开发前景的潜在项目情况上报公司，并由公司决定是否参与竞拍相关土地。公司在论证过程中，会集合土地、规划、设计、建安等相关人员共同研判项目可行性和利润空间，通过综合考虑各方面的成本以及合理的利润率倒推确定一个参考价格作为土地竞拍的上限价格。公司在拿地决策过程中即会对目标项目进行初步设计，并对其成本进行较为详细的核算，这使得公司的报价更加符合自身实际情况，同时如果拿地成功能够快速进入建设阶段，以保证快速开发。

表8 2012~2014年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出
2012年	704.00	1,908.00	住宅、商办、综合均有	321.00
2013年	1,436.80	3,441.00	住宅、商办、综合均有	874.00
2014年	1,011.27	2,079.00	住宅、商办、综合均有	457.00

资料来源：公司提供

公司近三年土地购置面积呈波动增长，2013年受公司扩大房地产经营规模策略和房地产市场回暖影响，公司实际购置土地面积1,436.80万平方米，对应建筑面积3,441.00万平方米，分别较年初增长了104.09%和80.35%。2014年公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况，有意降低土地购置规模，公司实际购置土地面积1,011.27万平方米，对应建筑面积2,079.00万平方米，分别较年初下降了29.62%和39.58%。

表9 2015年6月底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	境外城市	合计
城市数量	3	20	25	3	51
土地面积	98.21	560.40	699.78	6.27	1,364.66
面积占比	7.20	41.07	51.28	0.46	100.00
计划建筑面积	361.66	1,974.55	1,282.65	72.7	3,691.56
面积占比	9.80	53.49	34.75	1.97	100.00

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：1、土地面积和建筑面积是经过权益调整后的面积；

2、一线城市包括北京、上海、广州；二线城市包括苏州、宁波、杭州、南京、无锡、南昌、合肥、长春、哈尔滨、呼和浩特、西安、兰州、成都、重庆、贵阳、郑州、太原、天津、大连、沈阳、济南、青岛、武汉、长沙、佛山、东莞、无锡、常熟、昆明、宁波、海口、南宁、成都、长沙、济南等；其余城市均为三四线城市。

从公司土地储备的区域分布来看，截至2015年6月底，公司共在51个城市拥有土地储备1,364.66万平方米，计划建筑面积3,691.56万平方米，其中公司进入了全部3个一线城市，并进入了20个二线城市及25个三线城市和3个境外城市。按土地面积来看，一线城市土地面积占7.20%，二线城市土地面积占41.07%，三线及以下城市土地面积占51.28%，境外城市土地面积占0.46%。按计划建筑面积来看，一线城市计划建筑面积占9.80%，二线城市计划建筑面积占53.49%，三线及以下城市计划建筑面积占34.75%，境外城市计划建筑面积占1.97%。

总体看公司土地储备面积规模较大，以一、二线城市为主，三线城市选择经济较为发达的地区。近年来，公司房地产业务规模迅速扩大，但是增速有所放缓，土地储备能够满足未来几年的开发。

②在建项目情况

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制

定计划、进行管控指导并组织考核。

2104 年公司在建项目规模较大，预计总投资额 6,170.43 亿元，累计投资额 2,620.28 亿元，尚需投资额 3,550.15 亿元，其中规模较大的在建项目以办公楼为主，如：徐泾会展中心计划投资额 143.16 亿元、武汉金融城项目计划投资额 213.24 亿元、纽约市布鲁克林区大西洋广场项目计划投资额 318.91 亿元。

总体看，公司在建项目规模较大，能够保证公司未来销售需求，但对开发资金的需求规模较大。

房地产延伸产业

公司房地产延伸业务同时具有建筑建设、酒店服务、绿化园林等相关业务。

（1）建筑建设业务

公司建筑建设业务具有国家认定的房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包、冶炼工程施工总承包、钢结构工程专业承包、建筑装修装饰工程专业承包、炉窑工程专业承包、机电设备安装工程专业承包等七个国家一级资质，拥有设计研究院和现代化钢结构生产基地等。该业务一般实行“公司总部（主要为相应一级资质建筑公司）——建筑分公司（或项经部、工程管理部等）——项目部（项目经理）”三级管理模式。项目部（项目经理）层面对拟投标项目进行初审、组织施工、质量检验及客户维护等；分公司层面全面负责所在区域的工程质量、安全生产、工程进度的监督管理；建筑业务公司总部负责项目的最终审批，并定期对分公司的业务及指标完成情况进行检查。

①销售模式

经过长期的发展和市场实践策略，公司建筑建设业务形成了有效的市场营销策略，主要体现在以下几个方面：第一，提高市场定位。公司建筑建设业务聚焦于施工总承包业务，辅之以专业承包服务，以具有市场影响力或高经济效益性的项目为主要目标市场。第二，树立统一品牌。公司建筑建设业务共享绿地集团统一品牌，在业务开展中既享有公司品牌带来的市场认可，也注重维护公司的品牌信誉。第三，提升产品质量。近年来，公司建筑建设业务承建的项目相继获得了鲁班奖、国家优质工程金奖、詹天佑奖等建筑领域高层次奖项，获得了全国五一劳动奖状、全国工人先锋号、全国优秀施工企业等荣誉和称号，良好的产品质量形象为建筑业务开拓提供了有力支持。第四，信息共享，主动营销。公司建筑业务从总部到一线业务人员均注重项目信息收集，注重与建设单位的持续沟通、了解，注重总部、分公司、一线业务人员之间的信息共享，从而最大限度把握市场机会，不断获取优质工程项目。第五，积极履行社会责任。公司建筑业务在不断提升生产经营水平的同时，积极履行社会责任，在抗震救灾、上海世博会项目建设中承建了大量项目，通过积极履行社会责任，进一步提升企业形象。

公司建筑业务坚持诚信经营，客户至上的销售理念，承接项目以项目招投标为主，其他方式为辅。对于招投标的项目，主要通过工程所在地招标投标监督管理机构采用投标竞价的方式定价；对于不宜采用招投标的工程，以审定施工图预算为基础，双方商定并视工程变更增减价的方式定价。

公司建筑业务根据项目施工进度与业主方定期进行工程款项的结算，确认相应期间的营业收入，并结转相应的营业成本。项目竣工时，与业主方办理竣工结算，并交付业主使用。

②营运模式

根据中标项目的不同，公司建筑业务可提供施工总承包、专业承包等不同层次的服务。目前，公司建筑业务主要投标项目为施工总承包项目。

在施工总承包模式下，建筑工程发包人(业主方、建设单位)将全部施工任务发包给公司建筑建设业务相应公司，由相应建筑公司作为施工总承包单位组织力量完成施工任务。其中，建筑工程的主体结构施工由公司建筑建设业务相应公司自行完成，非主体结构的部分施工任务经业主方同意或相关合同约定，可分包给其他符合资质的专业承包商完成。

公司建筑建设业务相应公司作为专业承包商，从项目工程的发包人(业主单位或其他施工总承包单位)处接受工程项目的专业工程任务并完成相应的施工活动。如地基与基础工程、土石方工程、建筑装修装饰工程、建筑幕墙工程、钢结构工程等。

③采购模式

建筑施工业务采购按照采购主体大致可以分为业主方(甲方)自行采购、“甲指乙供”、承包方(乙方)自行采购三种模式；按照采购的对象大致可以分为工程物资采购和专业分包、劳务分包。一般而言，业主方自行采购，主要是建设单位自行采购电梯、配电设备、公用配套设施等大型设备；在“甲指乙供”模式下，业主方与承包商约定某些物资的采购要求，并由承包商负责实施，如业主方指定某些供应商品品牌、指定相应商品价格等。

根据重要性及其对工程的影响，设备物资采购可分为总部采购与项目经理(部)采购。一般的小型材料由项目经理(部)自行组织采购，并由相应负责人审批(凭合同)，同时建筑业务公司总部派专门的材料员监督实施；对于金额重大的材料采购或大型设备租赁，主要由建筑建设业务公司总部统一负责实施。

公司建筑业务相应公司作为总承包商，可在取得建设单位(业主)的同意或相关合同约定的情况下，把建筑装修装饰工程、建筑幕墙工程、钢结构工程、空调安装工程、建筑防水工程、金属门窗工程等专业工程分包给合适的专业承包商，由专业承包商完成相应的施工任务；把建筑工程劳务部分分包给具有相应资质、长期合作的劳务公司完成相应的施工任务。

(2) 酒店板块

公司酒店业务板块作为整体房地产配套项目，已成为推动公司房地产主业发展的强力引擎，有助于提升房产项目整体品质和售价。同时，酒店资产及商业物业作为中长期投资，与住宅类的短期投资形成互补，并能够为房地产开发主业提供资金支持。

公司商业地产项目规模、功能定位和商业品质均处于全国领先地位。酒店业务覆盖海内外多个城市，目前建成酒店 26 家（其中自有品牌酒店 6 家），房间总数超过 7,500 间，在建酒店 50 多家，覆盖高档豪华、度假休闲、商务经济等全系列产品，已成为国内最大的酒店物业持有商和管理运营商之一。绿地集团酒店产业实施自有酒店品牌管理和对外输出管理相结合的双轮驱动模式，推出全新自有奢华酒店品牌“铂瑞”和商务品牌“铂骊”，并先后与丽思卡尔顿、洲际、万豪、喜达屋、朗廷、豪生、美利亚、衡山等国内外知名酒店管理集团十几个品牌缔结战略合作关系。

(3) 绿化园林

绿地集团主要通过旗下绿地集团森茂园林有限公司从事园林绿化业务。绿地集团森茂园林有限公司编号为“CYLZ·沪·0010·壹”的城市园林绿化企业资质证书（城市园林绿化壹级），主营业务包括园林设计施工及其养护，苗木、花卉培育，盆景租赁等，从成立至今，承建的工程遍布全国 20 余个城市。

能源及相关行业

公司能源及相关业务主要通过子公司绿地能源集团有限公司（以下简称“绿地能源集团”）和上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）¹开展，所涉及产品包括煤炭产品、油化产

¹ 根据绿地控股 2015 年 10 月 27 日发布的临时公告显示，公司于 2015 年 10 月解除了对云峰集团的委托管理协议，

品（包括汽油、柴油、燃料油以及化工品）及综合产品等，采用以批发为主及订单制的贸易模式，以及与核心客户长期合作的运作模式，公司有效地控制了价格波动、库存管理及信用等方面的风险。

近年来，公司积极向能源上游和核心资源环节延伸，在产品深加工领域，拥有辽宁丹东煤炭深加工项目和浙江舟山石油产供销一体化基地，大幅提升能源产品附加值与核心竞争力。在煤炭和油品贸易、配送领域，公司在舟山与上海分别拥有大型油库、停泊码头；并依靠自有运力，通过运输板块油轮，沿海沿江运送贸易商品。

（1）经营模式

公司能源板块经营模式主要为以批发为主及订单制的贸易模式，通过采购与销售价差赚取贸易利润，即公司下游贸易中心接到下游客户订单后，适当估算运输成本和预留利润后，向上游采购运输中心发出订单，由上游采购运输中心负责寻找货源。上游采购运输中心确认货源后，下游贸易中心向客户收取预付的订金，再由上游采购运输中心负责运输。其中与上、下游客户结算均采用预付款为 10%~100%。

（2）销售情况

公司子公司绿地能源集团近三年主要能源贸易产品销售量保持稳定增长趋势，但由于产品价格的下滑导致销售收入出现波动增长。2014 年，绿地能源集团销售煤炭 6,160.02 万吨和油化产品 282.05 万吨，分别实现销售收入 287.23 亿元和 240.73 亿元。近三年绿地能源集团主要能源贸易产品销售情况如下表所示：

表 10 2012~2014 年绿地能源集团主要能源贸易产品销售情况（单位：万吨、亿元）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
煤炭	4,300.24	255.12	6,203.41	364.86	6,160.02	287.23
油化产品	249.30	209.92	245.33	178.49	282.05	240.73

资料来源：公司提供

公司子公司云峰集团近三年主要能源贸易产品销售量保持稳定增长趋势，但由于产品价格的下滑导致销售收入出现波动增长。2014 年，云峰集团销售煤炭 2,061.03 万吨、油化产品 644.70 万吨和其他贸易品 497.29 万吨，分别实现销售收入 176.92 亿元、298.37 亿元和 87.59 亿元。近三年云峰集团主要能源贸易产品销售情况如下表所示：

表 11 2012~2014 年云峰集团主要能源贸易产品销售情况（单位：万吨、亿元）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	销量	营业收入	销量	营业收入	销量	营业收入
煤炭	2,026.46	198.82	2,456.55	237.89	2,061.03	176.92
油化产品	455.85	236.13	499.45	277.10	644.70	298.37
其他贸易品	226.84	93.87	343.04	81.10	497.29	87.59

资料来源：公司提供

商品销售

公司商品销售及相关业务主要通过绿地能源集团、云峰集团和上海绿地建设（集团）有限公司（以下简称“绿地建设”）开展，为公司配套能源、建设等主体板块形成的相关纯贸易收入。其中，能源集团和云峰集团主要从事化工业务商品贸易，销售商品包括甲苯、二甲苯、苯乙烯等；

不再纳入公司的合并报表范围。

绿地建设主要从事建筑材料商品贸易，销售商品包括混凝土、钢材等建筑材料。

公司主要采用以销定产等方式进行商品贸易业务。上游供应商主要为中钢集团上海有限公司、上海上实国际贸易（集团）有限公司等大型化工和建材原材料供应商，供应渠道稳定，下游客户主要为上海尚锦企业发展有限公司、上海申特型钢有限公司等。公司主要采用银行承兑汇票、商业承兑汇票进行结算，账期一般为 2 个月，公司采购时需先付 10%~15% 定金，在收到货物后向客户支付剩余 90% 货款，留存 5%。

汽车销售

公司汽车业务板块由绿地汽车服务(集团)有限公司(简称“绿地汽车”)和上海云峰集团汽车产业发展有限公司(简称“云峰汽车”)双线独立管控，目前已经拥有宝马、凯迪拉克、别克、大众、丰田、本田、现代、三菱、雪铁龙汽配、汽修、二手车经营等业务的 8 家汽车服务公司。在经营过程中，公司汽车业务秉承客户终身化、厂商战略化、管理集中化、员工专业化的经营理念，着力培育销售服务一体化产业链，实现规模化、集约化发展，誓志打造成顾客信赖、员工满意、厂商认可的汽车服务品牌，积极借助绿地集团的优势，有效整合绿地集团的品牌资源、土地资源及客户资源，立足上海、辐射全国，全新全意为客户提供贴心的管家式汽车服务。

绿地汽车是 ISO9001:2008 质量管理体系认证单位，连续七年入选中国车市风云榜上海著名汽车销售企业，自 2009 年起，连续入围中国汽车流通协会发布的中国汽车经销商百强排行榜前 50 强。

云峰汽车在公司的指导下，围绕云峰集团“释放无限梦想、领创无限价值、成就无限可能”的发展愿景，秉承“营造美好生活”的企业使命，立足传统 4S 店业务，积极探索汽车服务业新的商业模式和管理模式。

(1) 4S 店

4S 店是一种以“四位一体”为核心的汽车特许经营模式，包含整车销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）、信息反馈等（Survey）。一般采取一个品牌在一个地区分布一个或相对等距离的几个专卖店，按照生产厂家的统一店内外设计要求建造。目前，公司汽车业务板块下属 33 家 4S 店经营资质和特许经营权，具体情况如下：

表 12 公司汽车业务 33 家 4S 店基本情况

公司名称	特许销售授权	汽车维修业务资质	保险兼业代理业务资质
上海绿地北诚汽车销售服务有限公司	进口雪铁龙	沪交运管许可市字 310000011299 号	不涉及
上海绿地徐畅汽车销售服务有限公司	进口、国产凯迪拉克	沪交运管许可松字 310117004521 号	保险兼业代理业务许可证（机构编码：31000056800911202）
上海绿地宝仕汽车销售服务有限公司	华晨宝马、进口 BMW（宝马）	沪交运管许可市字 310000011027 号	不涉及
上饶市绿地名凯汽车销售服务有限公司	进口、国产凯迪拉克	赣交运管许可饶字 361121500158 号	不涉及
上海绿地宏伟汽车销售服务有限公司	进口本田、广州本田	沪交运管许可嘉字 310114004382 号	保险兼业代理业务许可证（机构编码：31000066600297706）
江西绿地名世汽车销售服务有限公司	东风本田	赣交运管许可洪字 360100500005 号	不涉及
太仓绿田汽车销售服务有限公司	广州本田	苏交运管许可苏字 320585710020 号	保险兼业代理业务许可证（机构编码：32058566838646800）
上海绿地浦成汽车销售服务	长安马自达	沪交运管许可浦字	保险兼业代理业务许可

有限公司		310115005106 号	证（机构编码： 31000066936988904）
湖州绿地申达汽车销售服务有限公司	斯柯达	浙交运管许可湖字 330501920072 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：33050067721291001）
牡丹江绿地申通汽车销售服 务有限公司	进口、国产别克	黑交运管许可黑字 231000901018 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：2301036774590800）
牡丹江绿地申兰汽车销售服 务有限公司	进口、国产雪佛兰	黑交运管许可黑字 231000901019 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：2301036774658300）
牡丹江绿地申田汽车销售服 务有限公司	东风本田	黑交运管许可黑字 231000901017 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：2301036774658300）
牡丹江绿地申丰汽车销售服 务有限公司	广汽丰田、进口丰田	黑交运管许可黑字 231000900024 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：2310006952094000）
无锡绿地金菱汽车销售服务 有限公司	MITSUBISHIMOTORS(三 菱)进口乘用车、东南三菱	苏交运管许可锡字 320206720064 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：32020067898020900）
武汉绿地新华汽车销售服务 有限公司	进口、国产别克	赣交运管许可饶字 361121500158 号	不涉及
上海绿地闵弘汽车销售服务 有限公司	东风标致	沪交运管许可松字 310117004366 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000068096981806）
江西绿地名沃汽车销售服务 有限公司	进口沃尔沃（VOLVO）、长安沃尔沃	赣交运管许可洪字 360100500014 号	不涉及
上海绿地杨浦汽车销售服务 有限公司	马自达（一汽马自达、进 口马自达）	沪交运管许可市字 310000009602 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31001069420727504）
上海绿地东汽车销售有限公 司	马自达（一汽马自达、长 安马自达、进口马自达）	沪交运管许可浦字 310115001955 号	保险兼业代理业务许可 证（机构编码： 31000074424856X04）
上海绿地徐汇汽车销售有限 公司	进口、国产别克	沪交运管许可市字 310000003787 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000078003979X04）
上海绿地徐通汽车销售服务 有限公司	进口、国产雪佛兰	沪交运管许可市字 310000003785 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000078783282X02）
江西绿地名凯汽车销售服务 有限公司	进口、国产凯迪拉克	赣交运管许可洪字 360100500061 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：360100789746706001）
上海绿地徐捷汽车销售服务 有限公司	SKODA（斯柯达）	沪交运管许可浦字 310115005450	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000079273651704）
上海绿地徐盛汽车销售服务 有限公司	HONDACIVICHYBRID （东风思域混合动力）、东 风本田、进口本田	沪交运管许可市字 310000009266 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000079891024804）
上海云峰众旭汽车销售服务 有限公司	上海大众	沪交运管许可金字 31011600468 号	保险兼业代理业务许可 证（机构编码： 31000056659096X00）
合肥云峰雄狮汽车销售有限 公司	东风标致	皖交运管许可合字 340124520020 号	不涉及
上海交运云峰龙威汽车销售 有限公司	荣威	沪交运管许可市字 310000007515 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000066431127402）
上海云峰汽车销售服务有限公司	南京依维柯	沪交运管许可崇字 310230001102 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000069017345002）
上海云峰松江汽车销售服务 有限公司	上海大众	沪交运管许可松字 310117004490 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编码：31000070326493404）

上海宝狮汽车销售服务有限公司	东风标致	沪交运管许可闵字 310112002533 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编 码：31000074421357804）
上海北现汽车销售 服务有限公司	北京现代	沪交运管许可闵字 310112001818 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编 码：31000074877377500）
上海云峰金山汽车发展有限 公司	进口、国产别克	沪交运管许可金字 310116001718 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编 码：31000077023252904）
上海云峰虹口汽车销售服务 有限公司	上海大众	沪交运管许可市字 310000006955 号	保险兼业代理业务许可证（机构 编 码：31000078517034004）

资料来源：公司提供

（2）汽车服务公司（非 4S 店）

公司汽车业务板块下属 8 家汽车服务公司，分别从事整车代售、配件销售、车辆维修、机动车安检、二手车交易等业务，具体情况如下：

表 13 公司汽车业务 8 家汽车服务公司基本情况

公司名称	主营业务	地址
上海绿地仓储物流有限公司	仓储	上海市嘉定区嘉松北路 1321 号 1 幢
上海绿地汽车销售有限公司	汽车销售	上海市青浦区外青松公路 7548 弄 588 号 1 幢 1 层 L 区 101 室
上海云峰集团汽车产业发展有限公司	汽车汽配及其他	上海市浦东新区周浦镇沈梅路 99 弄 1-9 号 1 幢 865 室
上海泰恒汽配有限公司	汽配、仓储、零售	上海市宝山区长江西路 778 号
上海云峰二手机动车经营有限公司	汽配、商务咨询	上海市浦东新区沈梅路 99 弄 1-9 号 1 幢 727 室
上海云峰汽车检测有限公司	机动车安检	上海市松江区新桥镇民益路 6 号 4 幢
上海云峰小伙伴汽车服务有限公司	汽配、仓储、零售	上海市宝山区长江西路 778 号
上海茸峰汽车销售服务有限公司	汽车汽配、零售	上海市松江区茸树路 135、143 号 6 号楼

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2013~2014 年，公司应收账款周转率分别为 32.02 次和 18.33 次，呈下降趋势，主要系 2014 年公司应收账款增幅较大所致；2013~2014 年，公司存货周转率分别为 1.10 次和 0.78 次，总资产周转率分别为 0.82 次和 0.59 次，主要原因是公司保持扩张态势，存货及总资产规模不断上升，由于房地产销售收入确认滞后，致使存货周转率及总资产周转率呈现下降趋势。

总体来看，公司各项资产运营情况良好、整体经营效率处于较好水平。

4. 重大事项

由于能源产业已经不再是公司重点发展的产业领域，公司于 2015 年 10 月解除了对上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）的委托管理协议，云峰集团不再纳入公司的合并报表范围。解除委托管理协议有助于公司主动收缩能源产业的发展方向，有利于公司进一步优化经营结构，改善公司的盈利状况。截至 2015 年 9 月末，云峰集团总资产 334.99 亿元，净资产 1.37 亿元；2015 年 1~9 月份，实现营业收入 315.81 亿元，亏损 4.87 亿元。

公司控股股东绿地控股股份有限公司拟非公开发行 A 股股票，拟募集 301.50 亿元。①向公司的地产项目募集投入资金 110.00 亿元，用于武汉绿地国际金融城建设项目、合肥绿地新都会项目和合肥紫峰绿地中央广场项目一期。②已明确拟投向于公司金融板块的募集资金合计 86.50 亿元；其中 65 亿元拟与中金公司和中国长城资产管理公司针对“国企改革、并购重组”和“不良资产、产业投资”两个方向合资设投资基金；向绿地融资租赁有限公司增资 12 亿元，未来重点在教育行

业、高端装备制造领域、医疗制药领域、环保能源领域等方面进行融资租赁业务的开发；9.50 亿元用于收购杭州工商信托股权并增资，通过协议受让杭州工商信托第二大股东摩根士丹利所持有的 14,925 万股股份，占比 11.05%，协议对价为 8 亿元，再由绿地金控对杭州工商信托增资约 1.5 亿元，增资完成后绿地金控将合计持有杭州工商信托近 20%的股份，公司将进入金融信托业务领域，并嫁接公司在资金、地产、品牌等方面的优势，进一步做大做强杭州工商信托的规模，实现股东利益的最大化。③拟用募集资金 90.00 亿元偿还公司银行贷款。

表 14 公司股东拟发行股票房地产投资项目

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入资金
1	武汉绿地国际金融城建设项目	117.97	70.00
2	合肥绿地新都会项目	35.97	20.00
3	合肥紫峰绿地中央广场项目一期	28.81	20.00
	合计	182.75	110.00

资料来源：公司提供

表 15 公司股东拟发行股票金融投资项目

序号	项目名称	募集资金投入资金
1	设立投资基金	65.00
2	设立互联网创新金融公司	15.00
3	增资绿地融资租赁有限公司	12.00
4	收购杭州工商信托股权并增资	9.50
	合计	101.50

资料来源：公司提供

总体看，公司对云峰集团的资产剥离有助于公司优化业务结构，增加盈利能力。公司控股股东绿地控股拟非公开发行股票资金大部分用于公司的房地产、金融板块和偿还银行贷款，有助于公司增强房地产主业业务能力、扩大金融板块规模与业务范围和降低公司债务负担。

5. 经营关注

政策风险

房地产行业经历过去十几年的快速增长后，总体来看，各城市房地产市场形势出现分化，部分二三线城市供需严重失衡；同时，政府对房地产市场的调控方法也逐步从行政手段转向市场手段，各地限购限贷政策逐步退出，不动产登记及房产税等市场调节方式提上议事日程。房地产项目受政策及市场形势影响较大，公司所开发的项目也在所难免，存在一定程度的政策及市场风险。

融资风险

房地产业是资金密集型行业，充足的现金流对企业的发展至关重要。随着公司业务的高速发展，经营规模快速扩张，对公司的融资能力提出了更高的要求。公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

去化风险

公司近年业务扩张速度很快，土地储备及库存规模增长迅速且较大，需关注在售项目去化速度与回款率对现金流量的影响。

6. 未来发展

未来，公司将追求持续发展、和谐共生，力争成为一家持续成长、效益卓著、管理科学，国内一流、国际知名，全球经营、多元发展、不断创新，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跨国企业集团。

公司将围绕房地产开发这一核心主导产业转型升级。抓住新型城镇化发展机遇，聚焦核心区域，利用互联网思维做精做细产品，采用精益化管理方式提高运作效率，提高房地产业务的盈利能力。在做强房地产核心主导产业的同时，公司将在拟置入资产现有建筑建设、金融、消费领域相关业务现状的基础上，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，在全国多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。

“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。公司将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、市场规模较大、盈利能力较强的中高端消费业态。

总体看，公司将坚持“绿地”核心品牌战略，在推动房地产开发核心主导产业转型升级的同时，进一步拓展“大基建、大金融、大消费”三大产业集群，不断强化企业核心竞争优势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审合并财务报表均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审计意见，公司 2015 年半年报告未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化，但对财务数据可比性影响不大。公司主要经营主体是合营和联营企业，上述企业的相关资产及收益主要以权益法核算反映在合并报表的长期股权投资、投资收益等项目。2011~2013 年，公司财务报表合并范围变化情况如下表所示。

表 16 2012~2014 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	新增家数	减少家数
2012 年	6	0
2013 年	17	2
2014 年	8	0

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司合并资产总额 5,089.59 亿元，负债合计 4,477.28 亿元，股东权益（含少数股东权益）合计 612.31 亿元。2014 年公司实现营业收入 2,619.55 元，净利润（含少数股东损益）54.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-529.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 64.35 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 5,756.05 亿元，负债合计 5,062.94 亿元，股东权益（含

少数股东权益) 合计 693.11 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 1,362.73 亿元, 净利润(含少数股东损益) 48.28 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-357.56 亿元, 现金及现金等价物净增加额-43.54 亿元。

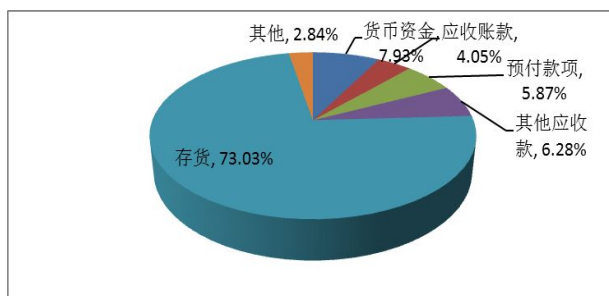
2. 资产质量

2012~2014 年公司资产规模稳步增长, 三年复合增长 44.72%, 主要系流动资产增加较快所致。资产构成以流动资产为主, 近三年流动资产占比较为稳定, 流动资产高占比符合以房地产开发企业为主的综合性公司特征。截至 2014 年底, 公司资产规模 5,089.59 亿元, 较年初增长 36.76%, 其中流动资产占比 90.40%, 非流动资产占比 9.60%。

流动资产

2012~2014 年, 公司流动资产规模呈稳步增长态势, 三年复合增长 47.73%, 主要系货币资金、预付账款和存货增加所致。截至 2014 年底, 公司流动资产为 4,600.75 亿元, 较年初增长 37.49%, 以货币资金(占比 7.93%)、应收账款(占比 4.05%)、预付账款(占比 5.87%)、其他应收款(占比 6.28%)和存货(占比 73.03%)为主。

图 9 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年, 公司货币资金总额增加较快, 三年复合增长 26.76%, 主要原因是近三年发行债券、取得银行存款和吸收投资收到现金所致。截至 2014 年底, 公司货币资金为 364.91 亿元, 较年初增加 28.75%, 其中银行存款占比 80.00%, 其中使用受限资金 2.89 亿元; 其他货币资金占比 19.65%。其他货币资金中受限资金为 53.23 亿元, 是质押存单取得贷款, 受限比率 15.39%。

2012~2014 年, 公司应收账款规模快速增加, 三年复合增长 79.28%, 主要原因是近三年房地产信贷政策收紧, 贷款放款时间较长以及大客户的增加, 采用分期付款向大客户售房所致。截至 2014 年底, 公司应收账款 186.30 亿元, 较年初增长 87.12%, 以应收客户购房款为主。截至 2014 年底, 应收账款坏账准备合计 4.43 亿元, 其中单项金额重大并单项计提坏账准备应收账款 2.32 亿元, 坏账准备 0.69 亿元; 按组合计提坏账准备应收账款 188.22 亿元, 其中 1 年以内占比 79.03%、1~2 年占比 16.53%、2~3 年占比 3.31%、3 年以上占比 1.13%, 坏账准备 3.57 亿元; 单项金额虽不重大但单项计提坏账准备应收账款 0.19 亿元, 坏账准备 0.17 亿元; 公司坏账准备计提较为充分。

2012~2014 年, 公司预付款项快速增长, 三年复合增长 68.84%, 截至 2014 年底, 公司预付款项 270.09 亿元, 较年初增长 45.76%, 主要是预付的项目土地、工程预付款和能源采购预付款; 从账龄组合看一年以内的预付款项占比 54.07%, 1~2 年占比 37.80%, 2~3 年占比 5.43%, 3 年以上占比 2.70%。公司预付款项没有计提坏账准备, 公司预付款项随着工程完工和业务的完结会转入主营业务成本, 因此预付账款发生坏账的可能较小。

2012~2014 年其他应收款较快增长, 三年复合增长 65.91%, 主要系公司地产业务增长较快, 涉及项目土地保证金及应收合营、联营公司的往来款增长所致, 二者合计占其他应收款的 90%以

上。截至 2014 年公司其他应收款净额 288.91 亿元，较年初增长 53.45%，已计提其他应付款坏账准备 5.95 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面价值 2.25 亿元，计提坏账准备 1.79 亿元；按组合计提坏账准备的其他应收款账面价值 291.86 亿元，其中 1 年以内占比 73.11%、1~2 年占比 10.38%、2~3 年占比 5.90%、3 年以上占比 10.61%，计提坏账准备 3.61 亿元；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面价值 0.74 亿元，计提坏账准备 0.56 亿元。公司竞拍土地保证金随着土地成交而转化为土地出让金价款，综合回收率非常高；而为合作开发房地产项目所需投入的资金、合营及联营公司往来款、与合作方往来款等款项，因房产开发项目开发周期长，投入资金短期内的回收率较低，但该等其他应收款将随着房地产合作项目的退出而逐步回收，其最终的可回收性较好，发生坏账的可能性较低，公司其他应收款坏账准备计提较为充分。

表 17 截至 2014 年底按欠款方归集的期末余额前五位的其他应收款情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	年末余额	账龄	占其他应收款年末余额合计数的比例	坏账准备年末余额
佛山市万科置业有限公司	往来款	16,119.28	1 年以内	5.47	1,611.93
北京复鑫置业有限公司	往来款	7,580.16	1 年以内	2.57	758.02
济南市小清河开发建设投资有限公司	保证金	8,500.00	3 年以上	2.88	
上海露悦贸易有限公司	往来款	5,784.13	1 年以内	1.96	578.41
南昌市财政局	保证金	3,485.13	1 年以内	1.18	
		1,475.57	1 至 2 年	0.5	
合计		42,944.27		14.56	2,948.36

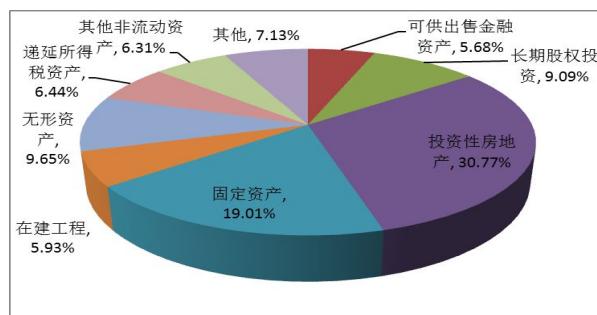
资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货规模逐年增加，三年复合增加 46.69%，主要由与房地产主业相关的开发成本与开发产品构成，二者合计占总资产的比例均超过 80%，是公司资产的核心构成及变化驱动因素。截至 2013 年底，公司开发成本与开发产品余额合计达到 2,498.23 亿元，较 2012 年底增长了 62.93%，主要原因是 2013 年公司房地产业务增长较快，启动和加速了一批重点项目的开发，包括绿地国际金融城项目、泰杨-上海宝山杨泰路项目、广州白云区超高层项目二期、星奕-闸北区 319 街坊 87 丘商办项目、恺泰-徐泾会展中心项目、启东崇和项目、杭州东城-华家池项目一期、京腾昌平未来科技城和绿地宝山商务广场等项目公司陆续开发各地房地产项目。截至 2014 年底，公司存货 3,359.79 亿元，较 2013 年底增长 34.49%，其中原材料占比 0.07%、库存商品占比 1.10%、周转材料占比 0.01%，工程施工占比 1.42%，开发成本占比 86.67%，开发产品占比 10.67%，出租开发产品占比 0.05%，生产成本占比 0.01%。截至 2014 年底，公司累计计提存货跌价准备 9.88 亿元，其中开发成本和开发产品存货跌价准备合计是 8.97 亿元，公司对于房价下跌较快的三、四线城市地产项目进行了减值计提，减值计提较为充分；其他存货跌价准备 0.91 亿元，是公司的能源、商品业务的存活跌价准备，上述业务存货周转较快，存货余额较少。公司存货跌价准备计提较为充分。需要注意的是公司所有权受限制的存货价值合计 1,534.25 亿元（占比 45.67%），主要用于银行抵押借款。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈稳步增长态势，三年复合增长 23.21%，主要系投资性房地产、固定资产和无形资产增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 488.84 亿元，较年初增长 30.25%，以可供出售金融资产（占比 5.68%）、长期股权投资（占比 9.09%）、投资性房地产（30.77%）、固定资产（占比 19.01%）、在建工程（占比 5.93%）、无形资产（占比 9.56%）、递延所得税资产（占比 6.44%）和其他非流动资产（占比 6.31%）构成。

图 10 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司可供出售金融资产增长较快，三年复合增长 33.37%，主要原因是公司对外投资合营及联营公司较多。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 27.76 亿元，较年初增长 11.11%，其中按成本计量的长期投资 25.02 亿元，按公允价值计量的可供出售权益工具 2.75 亿元。其中所有权受限制的可供出售金融资产合计 3.96 亿元，占比 14.27%。截至 2014 年底，可供出售金融资产减值准备 0.92 亿元，主要系下属子公司宣告清理，计提较为充分。

2012~2014 年，公司长期股权投资稳步增长，年均复合增长率为 35.20%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 44.41 亿元，较上年底增加 36.23%，主要是按照权益法计量投资的合营公司与联营公司，主要系公司 2014 年新成立 13 个联营公司和 3 个合营公司所致，其中新成立合营与联营公司中大多数是房地产开发公司。

公司投资性房地产主要是公司留存的已开发房地产项目的部分商铺和固定资产转入的自持物业，公司对投资性房地产按成本法计量。2012~2014 年，公司投资性房地产三年复合增长 27.79%。截至 2014 年底，公司投资性房地产总额为 150.40 亿元，较上年底增长 43.29%，主要系计存货与固定资产转入 49.01 亿元所致。截至 2014 年底，所有权受限制的投资性房地产合计 45.15 亿元，占比 30.00%，系取得银行贷款抵押所致。

2012~2014 年，公司固定资产逐年增加，主要原因是存货及在建工程转入所致，三年复合增长 32.25%。截至 2014 年底，公司固定资产 92.94 亿元，较年初增长 26.81%，其中由房屋及建筑物（占比 72.16%）、机器设备（占比 8.99%）、运输设备（占比 9.48%）、办公设备及其他（占比 9.37%）构成；公司固定资产计提折旧年末余额 22.56 亿元，固定资产成新率 80.96%，成新率较高。截至 2014 年底，所有权受限制的固定资产合计 44.08 亿元，占比 47.43%，系取得银行贷款抵押所致。

2012~2014 年，公司在建工程逐年增加，三年复合增长 24.68%，截至 2014 年底，公司在建工程 29.00 亿元，较年初增长 56.47%，主要是其子公司云峰集团的煤矿项目、办公大楼和洗煤厂等在建工程的增加所致。截至 2014 年底公司所有权受限制的在建工程合计 0.13 亿元，占比 0.45%，系取得银行贷款抵押所致。

2012~2014 年，公司无形资产稳中有降，主要是累计摊销和计提资产减值所致，三年复合下降 6.73%。截至 2014 年底，公司无形资产 47.16 亿元，较年初下降 1.69%，主要由采矿权（占比 75.03%）、土地使用权（占比 14.38%）、铁路经营权（占比 5.07%）和足球俱乐部经营权（占比 4.30%）构成。2014 年公司计提无形资产减值准备 3.00 亿元，计提无形资产减值准备是计提采矿权的减值准备，系近年煤炭持续低迷，煤炭价格大幅持续走低所致。截至 2014 年底，所有权受限制的无形资产合计 231.66 万元，占比很小，系取得银行贷款抵押所致。

2012~2014 年，公司递延所得税资产逐年增加，主要是资产减值准备、预收房款按税法核定

利润、计提未缴土地增值税和递延收益增加所致，三年复合增长 21.66%，截至 2014 年底，公司递延所得税资产 31.47 亿元，较年初增长 19.48%。

2012~2014 年，公司其他非流动资产快速增长，三年复合增加 140.86%，主要系委托贷款和预售房款保证金所致。截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 30.85 亿元，较年初增长 328.36%，主要由委托贷款（占比 72.45%）、预收房款保证金（占比 17.13%）和原制度核算股权投资差额（占比 10.42%）构成。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总计 5,756.05 亿元，较年初增长 13.09%，其中流动资产 3,331.94 亿元，较年初增长 11.15%，主要系公司对其投资的联营公司、合营公司前期资金支持增加导致其他应收款增加较大，以及公司着力保障新增供应和竣工房屋交付而加快工程进度导致公司存货增加所致；公司非流动资产 642.47 亿元，较年初增加 31.43%，主要系公司股票投资增加以及投资股票的公允价值增加，增加信托与债券投资导致持有至到期投资增加，对合营、联营公司的投资增加导致长期股权投资增加，以及公司自持物业规模扩大导致投资性房地产增加所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动资产占比 88.84%，非流动资产占比 11.16%，资产构成以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模很大，以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较大且增长较为迅速；非流动资产以长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主。公司所有权受限制的资产占比较大。公司整体资产质量尚可。

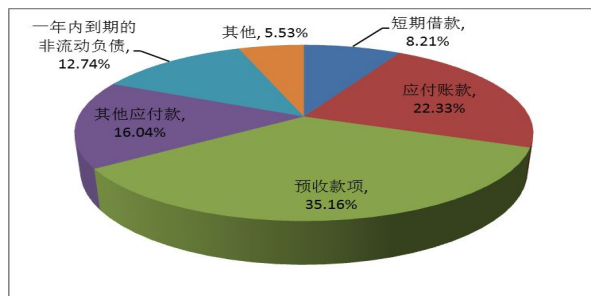
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模持续上升且上涨速度较快，三年复合上涨 45.40%，主要系非流动负债增长较快所致。近三年公司负债主要以流动负债为主。截至 2014 年底，公司负债为 4,477.28 亿元，较年初增长 35.54%，其中流动负债占比 72.02%，非流动负债占比 27.98%。

2012~2014 年，公司流动负债规模持续上升，三年复合增长 40.95%，主要系应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长较快所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 3,224.62 亿元，较年初增长 36.36%，主要由短期借款（占比 8.21%）、应付账款（占比 22.33%）、预收款项（35.16%）、其他应付款（占比 16.04%）和一年内到期的非流动负债（占比 12.74%）构成。

图11 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款逐年增长，三年复合增长率 32.46%，主要系公司业务规模增长，补充流动资金所致。截至 2014 年底，公司短期借款 264.80 亿元，较年初增长 9.99%，主要由质押借款（占比 2.77%）、抵押借款（占比 14.37%）、保证借款（占比 45.69%）和信用借款（占比 37.17%）构成。

2012~2014 年，公司应付账款增长很快，三年复合增长 49.20%，主要系公司业务扩大导致应付地价款、应付及预提工程款和应付货款增加。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 720.05 亿元，较年初增长 37.75%，主要系应付地价款、应付及预提工程款增加所致，其中应付地价款占比 5.87%、应付及预提工程款占比 85.73%、质量保证金占比 0.11%、应付及预提销售佣金占比 0.09%、应付货款占比 8.14%、其他占比 0.06%。随着公司房地产主业的发展应付及预提工程款占比较高。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2012~2014 年，公司预收款项呈稳定上升态势，三年复合增长 17.46%，主要系房地产业务规模增长导致房屋预售收入增长。截至 2014 年底，公司预收款项合计 1,133.72 亿元，较年初增长 18.46%，由于预收房款届时将结转为收入，不存在实际偿付压力。

2012~2014 年，公司其他应付款增长很快，三年复合增长 113.72%，主要系公司逐步增加合作开发房地产项目的数量，与合作方按约定比例支付项目前期资金，造成应付其他公司款项增长幅度较大。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 517.10 亿元，较年初增长 41.44%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债增长较快，三年复合增长 112.12%，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 410.74 亿元，较年初增长 243.77%，主要系公司近年债务融资增加导致一年内到期的长期借款（占比 97.14%）、应付债券（占比 2.68%）和长期应付款（占比 0.19%）增长所致。

近三年，公司非流动负债波动增长，三年复合增长 59.15%，主要系长期借款和应付债券规模增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 1,252.70 亿元，较年初增长 33.49%，其中长期借款占比 78.69%；应付债券占比 19.93%。

2012~2014 年，公司长期借款稳步增长，三年复合增长 42.70%，主要系公司业务规模扩大，对外投资增加，补充公司长期资本所致。截至 2014 年底，公司长期借款 985.72 亿元，较年初增长 13.29%，主要由质押借款（占比 2.40%）、抵押借款（占比 65.92%）、保证借款（占比 18.28%）和信用借款（占比 13.40%）构成，其中抵押借款是以公司的各地产项目土地使用权、楼盘、投资性房地产、无形资产等抵押物获得。

公司近两年发行债券规模较大，2013~2014 年公司应付债券分别为 53.26 亿元和 249.69 亿元。

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 57.49%，主要以长期债务增长为主。2012~2014 年公司有息债务分别为 741.90 亿元、1,298.04 亿元和 1,919.45 亿元，长期债务的占比分别为 65.24%、71.13%和 64.36%。

2012~2014 年，公司资产负债率分别为 87.14%、88.76%和 87.97%；长期债务资本化比率分别为 60.78%、68.82%和 66.86%；全部债务资本化比率分别为 70.37%、75.62%和 75.81%，公司整体债务负担较重。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总计 5,062.94 亿元，较年初增长 13.08%，其中流动负债 3,331.94 亿元，较年初增长 3.33%，主要系公司为补充流动资金导致短期借款增加所致；公司非流动负债 1,730.99 亿元，较年初增长 38.19%，主要系为满足公司发展对资金的需求而增加长期借款与应付债券所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动负债占比 65.81%，非流动负债占比 34.19%，流动负债占比有所降低，负债结构有所改善。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 87.96%、71.11%和 77.66%，债务负担较年初有所增加。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，有息负债规模较大，长期借款与应付债券快速增长，公司长期债务占比逐年增加，债务结构有所改善。

所有者权益

近三年公司所有者权益的年均复合增长率为 40.00%，主要来源于股本、资本公积和未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 612.31 亿元，较年初增长 46.35%，其中归属于母公司所有者权益占比 75.92%。归属于母公司所有者权益中，股本占 27.86%，资本公积占 17.08%，专项储备占 2.00%，盈余公积占 4.97%，未分配利润占 50.70%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性偏弱。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益为 693.11 亿元，受公司资本公积和未分配利润增加影响，所有者权益较年初增长 13.20%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

近三年，公司的营业收入分别为 1,985.62 亿元、2,521.82 亿元和 2,619.55 亿元，呈稳定增长态势，年均增长 14.86%，房产开发、房地产延伸产业、能源相关产业和商品销售业务是公司收入的主要来源。2012~2014 年，公司分别实现利润总额 98.59 亿元、119.45 亿元和 92.71 亿元；分别实现净利润 67.28 亿元、82.20 亿元和 54.01 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 68.76 亿元、82.20 亿元和 55.70 亿元。净利润波动下降的原因系能源板块亏损，导致整个集团利润下降，同时房地产主营板块销售环境受政策影响，费用上升，导致利润逐年趋减。

从投资收益看，公司投资收益主要系其投资合营及联营公司取得的投资回报、处置长期股权投资和可供出售金融资产取得的收益，2012~2014 年公司分别实现投资收益 4.85 亿元、5.67 亿元和 1.92 亿元，年均复合降低 37.12%，系按权益法核算原则，部份投资项目未达到收入结转条件；投资收益分别占利润总额的 4.93%、4.75%和 2.07%，规模较小，对利润总额贡献较小。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为政府补助，2012~2014 年公司获得的政府补助分别为 4.22 亿元、3.78 亿元和 3.04 亿元，分别占利润总额的 4.28%、3.16%和 3.30%，规模较小，对利润总额贡献较小。

从期间费用来看，2012~2014 年公司期间费用总额年均复合上涨 25.09%，期间费用总额分别为 79.04 亿元、96.41 亿元和 123.68 亿元，三年收入费用比分别为 3.98%、3.82%和 4.72%，近三年呈一定增长态势，公司费用控制能力较强。2012~2014 年公司销售费用年均复合增长 35.50%，2014 年公司销售费用为 49.06 亿元，较上年增长 45.54%，主要系公司房地产主业及房地产延伸业务等面向终端的业务需要大量的营销投入，同时作为世界 500 强企业，为维持其品牌影响力，也需要持续的广告宣传费用；2012~2014 年公司管理费用年均复合增长 23.79%，2014 年公司管理费用为 48.39 亿元，较上年增长 35.43%，主要系随着人工成本提高和公司规模扩大导致工资、办公费和税金增加较快所致；2012~2014 年公司财务费用波动增长，年均复合增长 12.45%，2014 年公司财务费用为 26.23 亿元，同比下降 2.74%，主要系公司融资成本下降所致。

从资产减值损失看，2012~2014 年公司资产减值损失年均复合增长 64.94%，2014 年公司资产减值损失为 10.57 亿元，较上年下降 13.43%，主要系坏账损失、存货跌价准备、无形资产减值损失增加较大所致。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司主营业务毛利率波动上涨，三年分别为 11.89%、11.37%，和 12.60%，经营业务盈利能力有所提高，系毛利率较高的房地产和房地产延伸板块营业收入占比提高，毛利较低的商品销售和能源板块营业收入占比下降所致。2013~2014 年，公司总资产收益率下降较快，分别为 7.96%和 3.89%。2013~2014 年，公司总资产报酬率下降较快，分别为 4.79%和 2.76%。2013~2014 年，公司净资产收益率下降较快，分别为 22.50%和 10.48%。上述

三项指标下降较快主要系公司净利润下降较快所致。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司总资产报酬率，净资产收益率和销售毛利率均处于较低水平。

表 18 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

公司简称	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)	销售毛利率 (%)
万科 A	19.08	5.24	29.94
招商地产	14.75	6.38	37.33
恒大地产	25.28	7.59	28.53
保利地产	21.56	5.93	32.03
中国海外发展	22.75	13.60	32.07
碧桂园	20.33	6.90	26.09
世茂地产	18.29	7.91	32.50
富力地产	15.34	7.09	35.48
绿地集团	10.48	2.76	12.60

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015年1~9月，公司实现营业收入1,362.73亿元，较上年同期大幅下降16.12%，主要系公司调整业务结构，将能源板块业务规模进行缩减所致；实现净利润48.28亿元，较上年同期增长15.73%，主要系金融产业同比大幅增长，建筑产业保持了加大幅度的增长所致。

总体看，公司主营业务突出，三年营业收入快速增长，盈利能力三年下滑较快。公司利润主要来源于房地产开发、房地产延伸、能源板块和商品销售。公司减值损失近年增长较快，对公司利润影响较大。与同业上市公司比较，由于毛利较低的能源贸易业务，公司各项盈利指标处在较低水平。公司整体盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均呈稳定增长趋势，分别年均复合增长 12.36%和 12.09%；2012~2014 年公司收到与其他经营活动有关的现金呈波动增长态势，三年复合增长 10.82%，分别为 716.00 亿元、1,012.96 亿元和 879.37 亿元，主要由收到非关联方、关联方往来款和押金及保证金构成。2012~2014 年，公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出呈稳定增长趋势，三年复合增长率 22.02%和 20.43%；2012~2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金呈波动增长态势，三年复合增长 12.24%，分别为 644.13 亿元、871.44 亿元和 811.53 亿元，主要由支付非关联方、关联方往来款和支付押金及保证金构成。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 30.14 亿元、-351.51 亿元和-529.84 亿元，下滑较快，主要系公司在处于快速的业务扩张期，同时房地产销售回款率逐年下降所致。2012 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 30.14 亿元呈现出净流入状态。2013 年及 2014 年，随着公司房地产开发业务规模进一步扩张及全球化经营的步伐明显加快，众多新增项目在期内的陆续开工，公司经营活动产生的现金流量净额转为净流出状态。随着公司所开发项目的陆续建设完工并对外销售，公司经营活动产生的现金流情况将会好转。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比呈持续下降的趋势，分别为 112.74%、110.83%和 107.89%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金产生的现金流量均呈净流出，其净额分别为-35.10 亿元、-47.34 亿元和-22.27 亿元。近三年公司投资活动现金产生的现金流量净额为负的

主要原因是公司为了分散风险与其他房地产开发企业合作开发项目，公司投资支付的现金大幅增加，年均复合增长 46.87%。2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-4.97 亿元、-398.84 亿元和-552.18 亿元，公司经营活动产生的现金无法满足业务扩张与投资需求，公司主要依靠外部渠道解决投资资金需求，公司有很大的融资需求。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 69.56 亿元、432.82 亿元和 616.40 亿元，总体与公司生产活动及投资活动对资金的需求相匹配。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行、控股股东借款及利息，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。筹资活动产生的现金流量净额持续增长，主要系公司对外扩大了融资规模，通过直接与间接方式扩充了公司的债务规模。间接融资方面，公司与银行保持较好的合作关系，同时公司资产规模较大通过抵质押部分公司资产能够持续稳定的获得银行贷款；直接融资方面，公司运用了短期融资券、非公开定向债务融资工具、境外人民币债券和境外外币债券等融资工具。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流净额为-357.56 亿元，主要系房地产开发新增项目陆续开工和工程项目进度加快所致，现金收入比 115.50%，公司收入实现质量较好；投资活动产生的现金流量净额为-76.31 亿元，主要系公司投资联营、合营房地产项目公司与股票、信托和债券投资增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为 390.33 亿元，主要系取得银行借款和发行债券所致。

总体看，公司业务处于快速发展期，导致公司经营活动产生的现金流无法满足业务规模扩大和投资活动增多的需求，融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率分别为 1.30 倍、1.42 倍和 1.43 倍，呈逐年提升趋势，主要系流动资产规模增速高于流动负债规模增速所致；公司速动比率分别为 0.34 倍、0.36 倍和 0.38 倍，也呈逐年提升趋势，主要系存货规模增速略小于流动资产规模增速所致；公司现金短期债务比分别为 0.92 倍、0.81 倍和 0.57 倍，呈逐年下降趋势，主要系现金类资产规模增速小于短期债务规模增速所致，但公司现金类资产对其短期债务的覆盖能力仍较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，公司 EBITDA 波动下降，年均复合减少 9.57%，2014 年公司 EBITDA 为 131.70 亿元，同比减少 17.30%，主要系利润总额和折旧波动下降、计入财务费用的利息支出上升所致，其中，折旧占比 6.75%，摊销占比 1.05%，计入财务费用的利息支出占比 21.81%，利润总额占比 70.40%。2012~2014 年，公司 EBTIDA 利息倍数分别为 2.54 倍、2.07 倍和 1.21 倍，呈逐年下降趋势，主要系公司利息支出增加较快所致；EBITDA 全部债务比呈下降趋势，分别为 0.16 倍、0.12 倍和 0.07 倍，主要系公司对外借款和发行债券规模大幅增长所致。综合看，EBITDA 对债务利息和全部债务的保障程度较低。考虑到公司拥有一定规模的土地储备和在建项目规模较大，一定程度上可以增强公司对全部债务的保障能力。

截至 2015 年 9 月底，公司在各银行获得综合授信额度合计 2,629.8 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,491.8 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2014 年底，公司外担保进行外币美元担保金额 0.55 亿美元，人民币担保金额 0.79 亿元。其中对中国华源集团有限公司的 0.50 亿元担保已逾期，但并没有发生实际担保代偿。总体看，对外担保余额金额较小，被担保企业大多是国有控股公司，对外担保风险较小。

截至 2014 年底，公司重大承诺事项中资本承诺 36.54 亿元，其中大额发包合同 31.59 亿元，对外承诺投资 4.95 亿元；经营租赁承诺 5.44 亿元，其中资产负债表后第 1 年 0.67 亿元，资产负债表后第 2~5 年 2.22 亿元，以后年度 2.55 亿元。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2015 年 8 月 13 日，公司未结清贷款 22 笔，保函 11 笔，无关注类、不良类贷款，过往债务履约情况良好。

总体看，公司土地储备和在建项目的规模较大，或有风险较小，金融机构对其信贷支持较大，整体偿债能力较强。

截至 2015 年 6 月末，公司涉及的较大影响的诉讼及仲裁等事项见下表，公司未决诉讼涉案金额相对公司的收入规模不大，预计不会对公司的正常经营产生较大影响。

表 19 截至 2015 年 6 月末公司重大未决诉讼情况

案件性质	原告	被告	案由	案件标的金额	案件阶段
被告	张三代等 6 人	山西陆合煤化集团有限公司	就签署《洪洞 县浩溢煤焦化有限公司股权及相关权益转让协议书》及《补充协议》发生纠纷。	5,000.00 万元	二审审理
被告	秦春兰等 5 人	山西陆合煤化集团有限公司	关于损害赔偿的纠纷。	4,250.00 万元	二审审理
被告	苏州华东有色股权投资合伙企业	云峰集团	作为江苏省华东有色投资 控股有限公司股东是否正当行使其股东权利发生争议。	10,100.00 万元	中止诉讼
被告	上海高金股权投资合伙企业	云峰集团	高金投资与休宁中静华东投资有限公司、上海浩峰投资发展有限公司、江苏勘察局、云峰集团、江苏省华东有色投资控股有限公司就 2014 年第二次股东会决议程序合规性发生争议。	40,000.00 万元	一审审理
被告	花旗银行（中国）有限公司上海分行	云峰集团商业分公司	在 2014 年 4 月 21 日至 2016 年 4 月 20 日期间所欠付东吴石油应收账款范围内，向花旗银行履行付款义务。	无	一审审理
原告	云峰集团	华大石化（南通）有限公司	2013 年 9 月 27 日，司签署了购销合同，就购销合同的纠纷	8,900.00 万元	尚未开通
被告	云峰集团、上海云峰集团化工有限公司	上海国储能源集团有限公司	合作期内未对商业承兑汇票进行承兑	6,250.00 万元	审理中
原告	上海云峰集团国际贸易有限公司	大唐河南能源有限责任公司	2013 年 12 月 19 日签订了《汽运煤购销合同》，对上述购销合同的合同纠纷	4,264.78 万元	审理中
原告	云峰集团	宁波永程能源科技有限公司、宁波荣耀新能源有限公司	就《业务结算及债务主体确认协议书》约定自 2012 年 5 月至 2013 年 5 月 8 日期间宁波荣耀新能源有限公司拖欠货款未按期支付的纠纷	4,358.39 万元	审理中
原告	云峰集团	上海励澳石油有限公司	2014 年 1 月 8 日，上海励澳石油有限公司与广东云峰科技有限公司签署了购销合同纠纷	4,177.64 万元	
被告	广东省金属回收公司	绿地能源集团有限公司	就 2013 年 10 月 17 日签署的《煤炭销售合同》（合同编号 GW-LDNY20130903）产生合同纠纷	1,430.00 万元	二审审理
被告	上海华谊贸易有限公司	舟山纳海油污水处理有限公司	仓储合同纠纷	4,000.00 万元	一审审理

被告	洋浦中合石油化工有限公司	绿地能源集团有限公司	2014年6月19日牵动的《煤炭销售合同》纠纷	8,473.38 万元	一审审理
原告	济南绿地泉景地产股份有限公司、济宁绿地泉景置业有限公司	山东省塑料工业有限公司、山东山塑置业有限公司、山东泽海实业股份有限公司	存在隐瞒真实债务情况等欺诈行为，请求法院撤销前述合作协议要求撤销合作	无	一审审理
被告	安徽省三和混凝土有限公司芜湖分公司、芜湖市恒强新型建材有限公司	绿地集团芜湖置业有限公司合	因结算原因在支付工程款方面存在争议	9,667.00 万元	审理中

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备和在建项目的规模较大，或有风险较小，金融机构对其信贷支持较大，公司积极开拓境内外直接融资工具，融资能力强，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2015年9月底，公司债务总额为2,409.45亿元，本次拟发行债券规模为200亿元，首期债券已于2015年12月10日发行100亿元，本期发行100亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小，对公司负债水平的影响较小。

以2015年9月底财务数据为基础，假设募集资金净额为200亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为88.36%、79.01%和73.34%，债务负担进一步加重。由于本次债券募集资金净额用于偿还银行贷款和补充流动资金，此次发债对公司实际债务水平影响有限。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2014年的相关财务数据为基础，公司2014年EBITDA为131.70亿元，为本次公司债券发行额度（200亿元）的0.66倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度一般；2014年经营活动产生的现金流入3,715.85亿元，为本次公司债券发行额度（200亿元）的18.58倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度较好；现金类资产393.29亿元，为本次债券发行额度（200亿元）的1.97倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国范围内长期从事房地产开发企业，在行业经验、资产规模和市场品牌等方面具有较大的竞争优势，能够通过持续经营保持一定的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

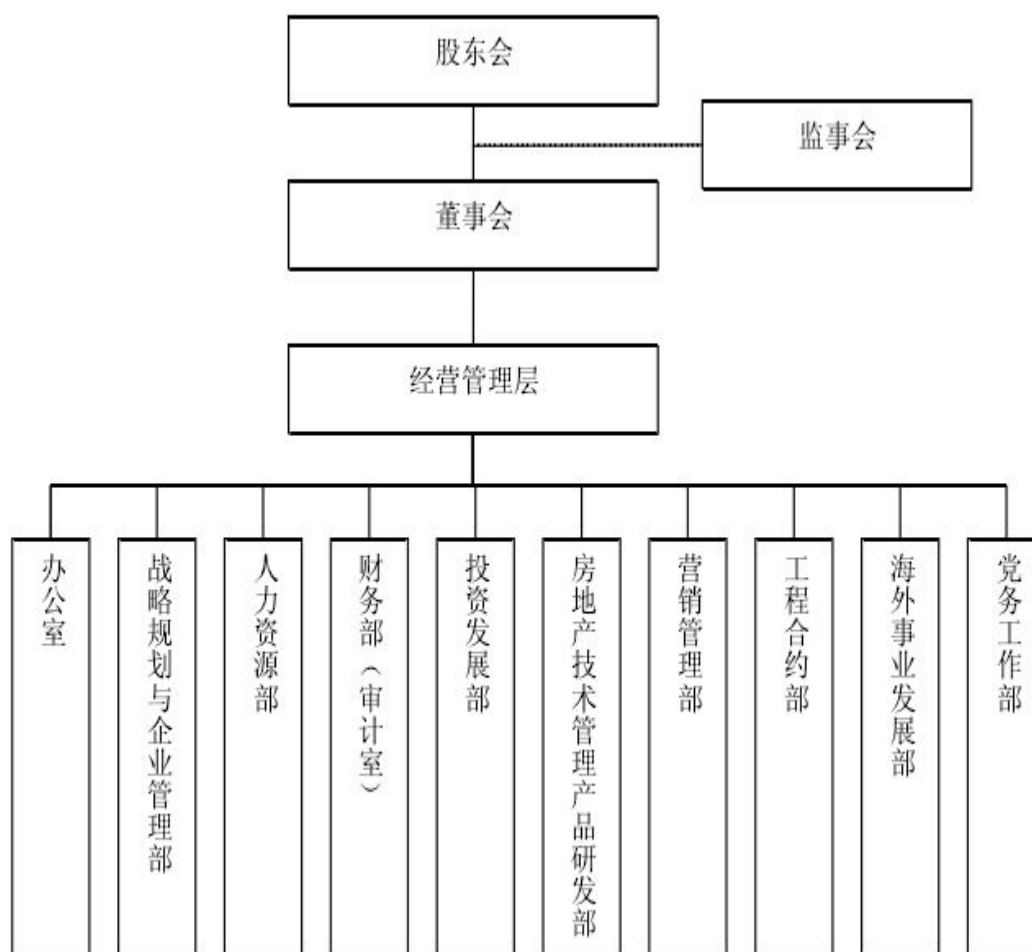
九、综合评价

公司作为全国房地产行业龙头企业，在综合实力、开发规模、销售规模、品牌声誉、土地储备以及业务多元化等方面具有较强的行业竞争优势。同时，联合评级也关注到国内房地产行业受宏观调控影响大，公司债务规模增长迅速、经营性现金流持续大规模净流出、存货规模较大以及未来资本支出压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司可售面积有望获得增长，经营规模和盈利水平有望进一步提升，其行业地位将得到进一步巩固，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 绿地控股集团有限公司组织结构图



附件 2 绿地控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	2,430.18	3,721.61	5,089.59	5,756.05
所有者权益（亿元）	312.41	418.38	612.31	693.11
短期债务（亿元）	257.85	374.72	684.04	703.08
长期债务（亿元）	484.05	923.32	1,235.41	1,706.37
全部债务（亿元）	741.90	1,298.04	1,919.45	2,409.45
营业收入（亿元）	1,985.62	2,521.82	2,619.55	1,362.73
净利润（亿元）	67.27	82.20	54.01	48.28
EBITDA（亿元）	131.33	159.25	131.70	--
经营性净现金流（亿元）	30.14	-351.51	-529.84	-357.56
应收账款周转次数(次)	--	31.51	17.94	--
存货周转次数（次）	--	1.09	0.78	--
总资产周转次数（次）	--	0.82	0.59	0.25
现金收入比率（%）	112.74	110.83	107.89	115.50
总资本收益率（%）	--	7.96	3.89	--
总资产报酬率（%）	--	4.79	2.76	--
净资产收益率（%）	--	22.50	10.48	7.40
营业利润率（%）	8.75	8.18	8.52	10.00
费用收入比（%）	3.98	3.82	4.72	6.69
资产负债率（%）	87.14	88.76	87.97	87.96
全部债务资本化比率（%）	70.37	75.62	75.81	77.66
长期债务资本化比率（%）	60.78	68.82	66.86	71.11
EBITDA 利息倍数（倍）	2.54	2.07	1.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.12	0.07	--
流动比率（倍）	1.30	1.42	1.43	1.53
速动比率（倍）	0.34	0.36	0.38	0.46
现金短期债务比（倍）	0.92	0.81	0.57	0.55
经营现金流动负债比率（%）	1.86	-14.86	-16.43	-10.73
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.80	0.66	--

注：2015 年 1~9 月财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 绿地控股集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年绿地控股集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

绿地控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。绿地控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注绿地控股集团有限公司的相关状况，如发现绿地控股集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如绿地控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至绿地控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送绿地控股集团有限公司、监管部门等。

