

信用评级公告

联合〔2024〕2053号

联合资信评估股份有限公司通过对中国绿发投资集团有限公司及其拟发行的2024年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国绿发投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，中国绿发投资集团有限公司2024年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年四月七日

中国绿发投资集团有限公司

2024 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：拟全部用于项目建设

评级时间：2024 年 4 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国绿发投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接监管的中央企业，股东背景雄厚且对公司支持力度大，有利于公司业务的协同发展。公司目前主营业务以房地产和新能源为主，房地产土地储备充裕，新能源业务规模和收入规模持续增长。公司债务结构合理，融资渠道畅通，短期偿债指标强。同时，联合资信也关注到在房地产下行背景下，公司房地产业务存货中开发产品占比较高，未来存在较大的去化压力；公司非经常性损益对利润影响较大等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。

2022 年，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

随着公司在建项目的开发和销售，以及新能源规模扩张和商业的运营成熟，公司经营状况有望保持稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 股东背景雄厚，在项目获取和资本注入方面获得股东的有利支持。公司实际控制人为国务院国资委，股东背景雄厚。多股东背景有利于公司业务的协同发展。截至 2023 年 6 月底，公司资本金达到 449.96 亿元；2021 年公司股东增资后，实收资本和资本公积分别增加至 449.96 亿元和 431.76 亿元。

2. 公司房地产项目土地储备充裕；新能源发电装机规模持续增长，收入规模稳步提升；商旅板块对现金流有一定补充。公司业务多元，有助于分散经营风险。公司房地产开发项目土地储备充裕。2020—2022 年，公司新能源发电装机规模及发电量均保持增长，

分析师：蒋旭（项目负责人） 罗星驰

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

相应业务收入和毛利率稳步提升，同时公司于2022年收到风电及光伏电价补贴16.94亿元。公司还有商旅板块业务，主要为自持物业和酒店，对公司现金流有一定补充。

3. 公司权益稳定性强，短期偿债指标强，融资渠道通畅。公司房地产项目以自主开发为主，所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性强。公司货币资金充足，债务以长期债务为主，短期偿债指标强，间接控股的天津中绿电投资股份有限公司为上市公司，融资渠道畅通。

关注

1. 房地产行业持续下行，公司未来面临销售去化压力，业绩表现波动大；公司地产和新能源业务在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大资本支出压力。房地产市场继续呈现下行趋势，受2020年公司集中拿地补库存影响，截至2023年6月底公司房地产业务期末在建面积较大，同时公司房地产业务中大盘项目较多，业态复杂，未来销售去化压力较大。公司新能源业务在建及拟建项目投资规模较大，存在债务扩大压力。

2. 公司非经常性损益对利润影响较大。公司房地产业务中大盘项目较多，业态复杂，存货中开发产品占比较高；公司投资收益、资产减值损失和公允价值变动收益在营业利润中占比较大，对利润影响较大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
现金类资产(亿元)	163.21	354.20	373.16	329.26
资产总额(亿元)	1946.63	2197.29	2183.06	2278.31
所有者权益(亿元)	816.41	972.98	993.72	1004.99
短期债务(亿元)	55.32	51.31	76.52	47.57
长期债务(亿元)	594.20	649.47	594.81	762.71
全部债务(亿元)	649.52	700.78	671.34	810.28
营业总收入(亿元)	319.98	345.04	290.54	184.79
利润总额(亿元)	29.81	85.11	50.23	19.89
EBITDA(亿元)	69.06	136.90	103.09	--
经营性净现金流(亿元)	-12.64	41.82	43.32	7.60
营业利润率(%)	25.79	26.79	23.83	28.91
净资产收益率(%)	2.07	5.53	3.22	--
资产负债率(%)	58.06	55.72	54.48	55.89
调整后资产负债率(%)	53.18	50.77	49.54	51.96
全部债务资本化比率(%)	44.31	41.87	40.32	44.64
流动比率(%)	219.07	254.99	237.85	295.84
经营现金流负债比(%)	-2.35	7.54	7.44	--
现金短期债务比(倍)	2.95	6.90	4.88	6.92
EBITDA利息倍数(倍)	3.40	4.70	3.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.41	5.12	6.51	--
公司本部(母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
资产总额(亿元)	791.71	1088.33	1232.95	1164.32
所有者权益(亿元)	781.60	884.84	893.44	895.41
全部债务(亿元)	0.00	0.13	20.22	76.05
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.10	-0.10
利润总额(亿元)	-0.26	5.79	15.45	2.86
资产负债率(%)	1.28	18.70	27.55	23.10
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.01	2.21	7.83
流动比率(%)	97.42	58.33	110.87	149.65
经营现金流负债比(%)	96.31	83.62	32.18	--

注: 1. 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; 2023年半年度财务数据未经审计, 相关数据未经年化; 2. 本报告已将公司长期应付款中有息部分调整计入长期债务核算; 3. “--”代表计算无意义的数字; 4. 本报告2020年数据为2021年审计报告期初数, 2021年和2022年数据为当年审计报告期末数据
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/10/20	蒋旭 罗星驰	房地产企业信用评级方法(V4.0.202208)/房地产企业主体信用评级模型(打分表)(V4.0.202208)	--
AAA	稳定	2021/05/31	罗星驰 蒋旭	房地产企业信用评级方法(V3.0.201907)/房地产企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	--

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国绿发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国绿发投资集团有限公司

2024 年度第一期中期票据信用评级

一、主体概况

中国绿发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“中国绿发”）成立于 1988 年 5 月 21 日，经多次股权转让、增资、更名等，截至 2023 年 6 月底，公司注册资本 449.96 亿元，中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通控股”）、中国国新控股有限责任公司（以下简称“国新控股”）、国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和济南文旅发展集团有限公司（以下简称“济南文旅”）的持股比例分别为 41.11%、27.78%、26.67%和 4.44%。公司无控股股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”），公司由国务院国资委直接监管（股权结构图详见附件 1-1）。

公司主营业务主要包括房地产开发、新能源业务、物业管理、商业旅游等。

截至 2023 年 6 月底，公司本部内设规划发展部、财务资产部、法律合规部、战略采购部、低碳城市开发管理部等部门（组织架构图详见附件 1-2）。截至 2023 年 6 月底，公司全口径员工数量共 10288 人。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 2183.06 亿元，所有者权益 993.72 亿元（含少数股东权益 48.30 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 290.54 亿元，利润总额 50.23 亿元。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额 2278.31 亿元，所有者权益 1004.99 亿元（含少数股东权益 49.32 亿元）；2023 年 1—6 月，公司实现营业总收入 184.79 亿元，利润总额 19.89 亿元。

公司注册地址：北京市东城区礼士胡同18号2幢；法定代表人：刘宇。

二、本期中期票据概况

本期中期票据名称为“中国绿发投资集团有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据期限为 3 年期，发行规模为不超过 10 亿元，本期中期票据募集资金拟全部用于项目建设。

本期中期票据采用固定利率方式，按面值发行，发行利率根据集中簿记建档、集中配售的结果确定。本期中期票据采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日）。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年年报）》](#)。

四、行业分析

2023年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽7月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。完整版行业分析详见[《2024年房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年6月底，公司注册资本449.96亿元，实收资本449.96亿元。截至2023年6月底，公司无控股股东，公司股权无质押情况，公司实控人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司行业经验丰富，房地产项目储备充裕，新能源发电业务装机规模稳步增长、商业物业出租率较好。

公司由国务院国资委直接监管。公司以绿色发展为主线，以绿色能源、绿色科技等绿色低碳产业投资，城乡开发运营管理，文化、旅

游、康养产业及相关贸易与服务为发展方向。目前公司已实现开发项目100%绿色认证，并进一步使用超低能耗建筑、近零能耗建筑和零能耗建筑等绿色低碳技术。

具体来看，公司重要子公司鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”）主营业务以住宅地产开发及新能源发电业务为主，并从事商业物业和酒店的开发运营以及新能源发电业务，公司重要子公司都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）定位于住宅地产开发及商业、旅游地产开发。鲁能集团项目运作经验丰富，房地产项目储备充足，产品系列丰富，涵盖刚需住宅至改善型住宅。公司自持酒店主要布局旅游热点城市，经营酒店整体规格较高，商业物业整体出租率较好。截至2023年6月底，公司未开发的土地储备建筑面积764.88万平方米，全口径在售项目剩余可售面积669.71万平方米。鲁能集团控股子公司天津中绿电投资股份有限公司（以下简称“天津中绿”，股票代码：000537.SZ）聚焦新能源发电投资、运营，装机规模稳步增长，截至2023年6月底公司控股装机规模为429.65万千瓦。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：911100001000079554），截至2024年2月21日，公司未结清和已结清信贷信息中无关注类和不良/违约类贷款，履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2024年2月21日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构规范，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

公司根据《公司法》，及现代企业制度要

求制定《公司章程》，设立了股东会、董事会的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成较为有效的职责分工和制衡机制。

公司设股东会，股东会是公司的权力机构，由全体股东组成。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由9名董事组成，其中外部董事5名（诚通控股、国家电网和国新控股3家股东各推荐1名，独立董事2名）、内部董事4名。

公司不设监事会，设2名监事。

公司设总经理1名，副总经理若干名，总会计师1名。总经理对董事会负责，负责主持公司经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等工作。

2. 管理水平

公司相关管理制度完善，为公司的稳定运营提供了一定保证。

截至2023年6月底，公司本部内设规划发展部、财务资产部、法律合规部、战略采购部、低碳城市开发管理部等部门。

财务管理和会计核算制度方面，公司在会计机构和会计人员、内部会计控制、核算与报告、会计监督与评级、会计档案管理等制度完善。在内部会计控制方面，公司以机构分离、职务分离、钱账分离、账物分离为原则，内控制度合理。

资金管理制度方面，公司深化资金集中管理，提高资金集团化运作和集约化管理水平，公司总部财务部制定公司资金管理政策及相关制度。资金归集方面，公司以银行为归集平台，构建全面集中、统一管控的集团账户关系，保障资金回笼与融资计划的稳定运行。对外担保制度方面，公司制定担保管理办法，有严格的审批程序，加强担保业务台账管理，防范或有债务风险。

子公司管理方面，全资子公司内部经营管理机构设置、一般经营管理事项由子公司自主

决策，但须报公司备案。控股子公司根据发展规划，自主决定经营范围，制定生产经营计划，报公司备案。公司根据出资比例向控股子公司派驻高管人员，代表公司行使出资者的权利。

六、经营分析

1. 经营概况

公司聚焦于绿色产业发展，近年来收入主要来自房地产业务和新能源发电。2020-2022年，受房地产政策调控和公司调整开发销售节奏等因素影响，公司营业总收入波动下降；公司前期土地成本较低，综合毛利率波动下降但仍处于较高水平。

公司主营业务包括房地产、新能源、物业与商业旅游等。从开发模式看，公司以独立开发为主，在获取土地后，自主进行房地产开发、建筑设计和房产销售。经过多年的专业积累，公司形成了成熟的业务流程和开发模式，开发经验丰富。

从土地获取模式看，公司以招拍挂、股权收购等方式获取土地。项目业态方面，公司房地产开发项目以住宅产品为主，同时注重社区销售型配套，开发了社区配套商业、公寓等业态项目。此外，公司还涉足养老、酒店、旅游城等多条产品线，产品业态较为丰富。

2020-2022年，公司房地产业务收入占营业总收入比重均为73%以上，是公司最主要的收入来源。但受房地产调控政策及公司调整开发销售节奏等因素影响，公司营业总收入波动下降，年均复合下降4.71%；利润总额波动增长，年均复合增长29.82%。公司新能源收入主要为发电业务，近年来，受装机规模增长影响，公司新能源收入逐年稳步增长。公司其他收入主要为物业收入和商业旅游业务收入，其为公司带来一定现金流补充；除物业和商业旅游收入以外的其他板块收入对营业总收入贡献较小。

表 1 2020-2022 年及 2023 年上半年公司营业总收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	257.74	80.55	35.06	264.33	76.61	40.13	213.57	73.51	28.90	138.37	74.88	40.57
新能源	22.32	6.98	46.42	32.99	9.56	47.55	33.78	11.63	53.04	18.94	10.25	56.85
其他板块	39.92	12.48	/	47.72	13.83	7.80	43.19	14.86	9.78	27.48	14.87	23.78
合计	319.98	100.00	32.11	345.04	100.00	36.36	290.54	100.00	28.86	184.79	100.00	39.74

注: 1. 部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成; 2. 其他业务包括物业收入、商业旅游收入及出租资产、投资性房地产、能源费收入、商旅服务其他收入等; 3. “/”表示数据未获取
资料来源: 公司提供

从毛利率看, 2020-2022 年, 公司房地产业务毛利率波动下降, 主要受当期结转项目成本波动所致。公司新能源业务毛利率逐年增长, 且维持在较高水平, 为公司主要利润贡献来源。公司其他业务收入贡献有限, 对公司综合毛利率影响较小。

2023 年 1-6 月, 公司实现营业总收入 184.79 亿元, 同比增长 33.09%, 主要系本期结转规模增加所致; 同期, 公司综合毛利率提升至 39.74%, 主要系结转项目土地成本较低所致。

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

2020-2022 年, 公司新增土地储备拓展力度逐年放缓。截至 2023 年 6 月底, 公司土地储备充裕但城市分布一般, 大盘和商业类项目未来存在较大的去化和盈利压力。

公司根据市场情况及自身发展需要对拿地规模进行调整。2020-2022 年, 公司新获取土地规划建筑面积逐年下降。

土地成本方面, 2020-2022 年, 公司楼面均价波动下降, 主要系城市能级波动所致。2023 年上半年, 公司新增土地楼面均价大幅提升, 主要系本期获取的项目位于上海, 楼面价较高所致。

表 2 公司土地储备获取情况

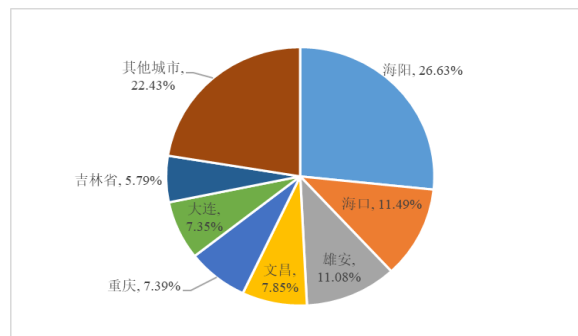
(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项目	建筑规划面积	总价	楼面价
2020 年	313.06	160.86	6842
2021 年	166.66	59.64	3591
2022 年	82.91	48.49	4134
2023 年 1-6 月	28.38	132.00	46511

注: 表中数据采用全口径统计
资料来源: 公司提供

截至 2023 年 6 月底, 公司未开发土地储备规划建筑面积合计 764.88 万平方米, 主要分布于海阳、海口、雄安、文昌、重庆、大连和吉林省等地, 公司土地储备充裕, 但公司城市分布一般, 土地储备业态中存在一定规模大盘项目, 业态包括酒店、商墅、乐园、写字楼、庄园、楼群商业、社区商业、商街等, 且部分城市政策敏感度较高, 未来存在较大的去化和盈利压力。

图 1 截至 2023 年 6 月底公司土地储备分布情况



注: 1. 表中数据按全口径未开发规划建筑面积统计; 2. 其他城市/区域包括北京、杭州千岛湖、济南、九寨沟、青岛、三亚、厦门、汕头、上海、苏州、文安和无锡
资料来源: 公司提供

(2) 项目开发情况

2020-2022 年, 公司开发规模波动增长, 在建项目规模较大, 未来可能存在资本支出压力。

公司开发模式主要为自主开发。从项目运作情况看, 公司根据房地产市场环境变化及其自身情况安排工程建设计划, 2020-2022 年公司新开工面积和期末在建面积均波动增长, 竣工面积波动下降。2023 年 1-6 月, 公司无新开工面积, 期末在建面积较 2022 年末小幅下降。

表3 2020-2022年及2023年1-6月公司开发情况
(单位: 万平方米)

项目	2019年	2020年	2022年	2023年1-6月
开工面积	80.65	358.62	85.67	0.00
竣工面积	318.00	179.45	207.91	71.24
期末在建面积	599.62	963.25	869.68	808.35

注: 1. 数据按全口径统计; 2. 存在部分并购项目和项目公司股权转让, 因此期末在建面积不符合上期末在建面积+当期开工面积-当期竣工面积的勾稽关系

资料来源: 公司提供

截至2023年6月底, 公司主要在建项目¹64个, 在建项目全口径总建筑规划面积808.35万平方米。公司在建项目规模较大, 预计未来存在一定的资本支出压力。

(3) 项目销售情况

公司全口径销售规模波动下降, 公司剩余可售项目去化较缓慢, 主要集中在二三线城市, 未来仍存在去化压力。

2020-2022年, 公司销售面积波动下降, 销售均价小幅波动增长; 综合上述影响, 公司销售金额小幅波动下降。2023年1-6月, 公司销售金额占2022年全年销售的56.82%。

表4 公司销售情况
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月
销售面积(全口径)	162.50	165.45	150.42	72.13
销售金额(全口径)	272.46	322.02	255.17	145.00
销售均价(全口径)	1.68	1.95	1.70	2.01

注: 销售均价=全口径销售金额/全口径销售面积
资料来源: 公司提供

截至2023年6月底, 公司在售项目合计70个, 全口径总可售面积1871.68万平方米, 剩余可售面积669.71万平方米, 整体销售进度较为缓慢, 部分大盘项目去化周期较长。截至2023年6月底, 公司在售项目剩余可售面积(按2022年公司销售面积计算)可满足未来3

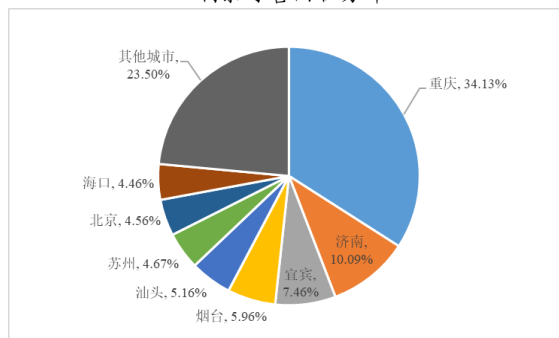
表5 公司发电业务运营情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月
控股装机规模(万千瓦)	347.65	402.65	429.65	429.65
其中: 风电	268.70	318.70	333.70	333.70
光伏	68.95	73.95	85.95	85.95

¹ 公司未提供在建项目总投资金额和已投资金额数据。

年以上销售需要。在售项目中, 剩余可售面积占比前五大的城市分别为重庆、济南、宜宾、烟台和汕头, 主要集中在二三线城市。

图2 截至2023年6月底公司在售项目
剩余可售面积分布



注: 其他城市包括白山、成都、大连、东莞、福州、广州、杭州、湖州、廊坊、南京、青岛、三亚、上海、天津、文昌和郑州
资料来源: 公司提供

3. 新能源业务

公司新能源发电装机规模较大, 收入稳步增长, 但公司在建及拟建电力机组投资规模较大, 未来面临较大的资本支出压力。

公司新能源发电业务主要由天津中绿负责。公司从事的新能源发电业务以风力发电为主, 近年来通过新建、收购风电机组的形式进行扩张, 机组规模稳步增长。截至2023年6月底, 公司控股装机规模达429.65万千瓦。其中, 风电项目控股装机容量为333.70万千瓦; 光伏发电项目控股装机容量为85.95万千瓦。

从区域分布来看, 公司新能源已投资开发的风电项目主要位于内蒙古、新疆、甘肃、河北和青海等省份, 光伏项目主要位于青海、山东、甘肃和陕西。2020-2022年, 公司发电量持续增长, 年均复合增长22.76%。此外, 2020-2022年, 公司分别收到风电及光伏电价补贴6.47亿元、4.69亿元、16.94亿元。

权益装机容量（万千瓦）	250.82	388.92	452.54	452.54
发电量（亿千瓦时）	54.22	75.50	81.71	46.96
上网电量（亿千瓦时）	52.06	73.07	78.81	45.58
其中：风电	45.05	63.10	66.82	39.15
光伏	6.96	9.38	11.25	6.43
平均利用小时数（小时）	2051.00	2296.00	2085.00	1109.00
其中：风电	2140.00	2419.00	2278.00	1209.00
光伏	1642.00	1625.00	1451.00	704.00

资料来源：公司提供

截至2023年6月底，公司在建主要电力项目6个，计划总投资178.90亿元，预计2024年投入79.22亿元，2025年投入12.49亿元。公司拟建项目4个，规模最大的为青海液态压缩空气储能配套光伏项目，拟建计划总投资32.68亿元。公司在建及拟建电力机组投资规模较大，采用分期开发，逐步投运，投资资金来源主要为项目资本金（占20%—30%），其余通过项目运营资金及债务融资补充，未来仍存在较大的资本支出压力。

表6 截至2023年6月底公司主要在建电力项目情况

项目名称	总投资金额（亿元）	自筹（亿元）	借款（亿元）
承德满杖子20万千瓦林光、农光互补项目	11.72	2.34	9.38
新疆克拉玛依20万千瓦光伏项目	8.53	1.71	6.82
新疆阜康100万千瓦多能互补项目	55.55	11.11	44.44
乌图美仁70万千瓦多能互补一期光伏项目	27.74	5.55	22.19
青海茫崖50万千瓦风电项目	33.00	6.60	26.40
甘肃金塔70万千瓦多能互补基地项目	42.36	8.47	33.89
合计	178.90	35.78	143.12

资料来源：公司提供

表7 截至2023年6月底公司拟建电力项目情况

项目名称	装机规模（万千瓦）	总投资（亿元）	开发模式	项目类别
广东高州石鼓渔光互补项目	20.00	12.80	自主开发	太阳能发电
广东高州沙田农光互补项目	7.00	待定	自主开发	太阳能发电
宜君三期林光互补项目	10.00	4.53	自主开发	太阳能发电
青海液态压缩空气储能配套光伏项目	31.00	15.35	自主开发	太阳能发电
合计	68.00	32.68	--	--

资料来源：公司提供

4. 其他业务

公司商业和酒店业务成熟，与房地产开发业务形成协同，对公司收入及利润水平提供现金流补充；但2020—2022年，旅游业和商业物业存在波动，对收入造成一定影响。

（1）商业物业

商业物业方面，截至2023年6月底，公司商业物业可租赁或运营面积合计为40.47万平方米，其中济南泉城路贵和购物中心位于济南市核心商业地段，属于公司自营项目（收入为销售收入）。受市场环境的影响，2022年位于济南、北京、天津的商业物业销售租金收入有所下滑。2023年上半年，公司商业物业出租率较2022年变化不大。

（2）酒店业务

酒店业务方面，截至2023年6月底公司经营酒店数量为35家，整体经营酒店规格较高，且多位于旅游城市。入住率方面，公司酒店整体入住率偏低，主要系不利事件对旅游业形成较大冲击且公司大部分酒店位于旅游城市，竞争激烈且受淡旺季影响较为明显所致。2022年，公司酒店收入12.98亿元，较2021年下降19.54%。2023年上半年，公司酒店经营情况有所回暖，酒店收入为10.42亿元。

5. 经营效率

与同业相比，公司经营效率水平一般。

2020—2022年，公司存货周转次数逐年下降；总资产周转次数亦呈下降趋势。受大盘开发模式及新能源业务影响，与地产行业其他企业相比，公司经营效率表现一般。

表 8 2022 年同行业企业经营效率指标 (单位: 次)

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
中国铁建房地产集团有限公司	0.23	0.18
中国电建地产集团有限公司	0.37	0.24
中交房地产集团有限公司	0.35	0.25
中国绿发投资集团有限公司	0.23	0.13

资料来源: Wind, 联合资信整理

6. 未来发展

公司发展方向清晰, 有利于其整体竞争力的提升。

“十四五”期间, 公司重点发展绿色能源、低碳城市、现代服务业等业务, 推动业务向绿色、低碳方向转型升级。同时围绕碳资产管理, 围绕绿色低碳技术创新研发, 培育、孵化低碳新兴产业, 并且以碳管理思维践行“双碳”行动目标, 计划通过产业融合实现协同发展、相互赋能。具体来看, 绿色能源方面, 重点发展“两个一体化”大基地项目、大规模海上风电项目、智慧能源服务等业务。新兴产业方面, 探索先进储能、节能环保、医疗服务、建筑新材料、碳资产管理等新兴业务。低碳城市方面, 贯彻党中央关于“房子是用来住的, 不是用来炒的”政策要求, 践行碳达峰、碳中和目标, 推动公司地产业务向“绿色、低碳、健康”转型, 创新利用低碳技术, 从建筑、交通、能源等城市功能多方面推动碳减排, 通过绿色低碳小镇、低碳科学城、低碳生态文旅等类型项目, 建设低碳城市。现代服务业方面, 重点发展绿色酒店、绿色商场、绿色办公、综合物业、健康养老、教育文体等。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2021 年财务报告经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均为标准无保留意见审计结论。公司提供的 2022 年财务报告经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 出具了标准无保留意见审计结论。公司 2023 年 1—6 月财务报表未经审计。

截至 2022 年底, 公司合并资产总额 2183.06 亿元, 所有者权益 993.72 亿元(含少数股东权益 48.30 亿元); 2022 年, 公司实现营业总收入 290.54 亿元, 利润总额 50.23 亿元。

截至 2023 年 6 月底, 公司合并资产总额 2278.31 亿元, 所有者权益 1004.99 亿元(含少数股东权益 49.32 亿元); 2023 年 1—6 月, 公司实现营业总收入 184.79 亿元, 利润总额 19.89 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模波动增长, 资产结构以流动资产为主; 公司货币资金规模较高, 存货规模较大, 开发产品占比较高、计提跌价准备规模较大, 存在较大的去化压力; 公司投资性房地产采用成本法计量, 存在较大升值空间; 公司受限资产比例一般。

2020—2022 年末, 公司资产规模波动增长, 年均复合增长 5.90%。截至 2022 年底, 公司资产总额较上年底下降 0.65%。公司资产以流动资产为主。

表 9 2020 - 2022 年末及 2023 年 6 月末公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)
流动资产	1178.96	60.56	1413.81	64.34	1384.31	63.41	1457.24	63.96
货币资金	142.69	7.33	279.25	12.71	316.77	14.51	275.27	12.08
存货	910.65	46.78	936.01	42.60	878.43	40.24	993.86	43.62
非流动资产	767.67	39.44	783.48	35.66	798.75	36.59	821.07	36.04
固定资产 (合计)	328.16	16.86	339.37	15.45	348.10	15.95	371.86	16.32
在建工程 (合计)	96.40	4.95	90.76	4.13	123.62	5.66	117.19	5.14
投资性房地产	89.84	4.62	98.40	4.48	92.43	4.23	89.71	3.94

无形资产	105.85	5.44	91.21	4.15	91.09	4.17	90.86	3.99
资产总额	1946.63	100.00	2197.29	100.00	2183.06	100.00	2278.31	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长8.36%。截至2022年底，公司流动资产较上年底下降2.09%，变化不大。

2020—2022年末，公司货币资金持续增长，年均复合49.00%，主要系收到的投资款及融资净额增加所致。截至2022年底，公司货币资金较上年底增长13.44%，主要系融资规模增加所致。截至2022年底，公司货币资金中有15.26亿元受限资金，受限比例为4.82%，受限比例低，主要系公司现房销售规模较大所致。

2020—2022年末，公司存货小幅波动下降。截至2022年底，公司存货较上年底下降6.15%，存货主要由开发成本（占53.81%）、开发产品（占40.37%）和尚未开发的土地储备（占5.48%）构成，累计计提跌价准备74.72亿元，计提比例7.84%。公司开发产品占比较高，产品业态较为复杂，未来面临较大的去化压力。

(2) 非流动资产

2020—2022年末，公司非流动资产逐年小幅增长。截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长1.95%。

公司投资性房地产采用成本法计量。2020—2022年末，公司投资性房地产规模较为稳定。截至2022年底，公司投资性房地产92.43亿元，较上年底下降6.06%，主要系部分投资性房地产转为固定资产以及累计折旧和摊销规模增加所致。

2020—2022年末，公司固定资产（合计）逐年增长，年均复合增长2.99%。截至2022年底，公司固定资产（合计）较上年底增长2.57%，固定资产累计折旧116.54亿元，固定资产成新率为74.96%，成新率一般。

公司在建工程主要为在建（或改造）酒店项目及发电项目。2020—2022年末，公司在建工程（合计）波动增长，年均复合增长13.24%。

公司无形资产主要为土地使用权。2020—2022年末，公司无形资产逐年下降，年均复合下降7.23%。截至2022年底，公司无形资产较上年底小幅下降0.13%，无形资产累计摊销15.78亿元，减值准备2.16亿元（全部为土地使用权减值）。

截至2023年6月底，公司资产规模较上年底增长4.36%，主要系存货增加所致。资产仍以货币资金、存货和固定资产为主，资产结构变动不大。

截至2023年6月底，公司受限资产情况如下表所示，受限资产占总资产比例为16.96%，受限比例一般。

表 10 截至 2023 年 6 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）
货币资金	15.54
应收账款	50.04
存货	183.14
固定资产	55.15
无形资产	10.29
在建工程	31.24
投资性房地产	41.03
合计	386.43

资料来源：公司半年报，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020—2022 年公司所有者权益规模逐年增长，其中 2021 年主要受股东增资影响，公司资本实力增强。公司所有者权益中，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性强。

2020—2022年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长10.33%，主要系实收资本和未分配利润增长所致。截至2021年底，公司实收资本449.96亿元，较年初增长12.49%，主要系国新控股和诚通控股增资所致。2020年—2022年末，公司资本公积波动较大，2020年底较上年底下降52.70%，主要系资本公积转增资

本所致，2021年较年初增加13.10%，主要系股东增资所致。2020—2022年末，公司少数股东权益波动增长，年均复合增长6.03%，主要系合作项目增加所致。截至2022年底，公司实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益在所有者权益中的占比分别为45.28%、42.44%、7.21%和4.86%，所有者权益稳定性强。

截至2023年6月底，公司所有者权益规模结构较上年底变化不大。

(2) 负债

公司负债规模波动增长，随着公司业务规模的扩张，债务规模有所增长，有息债务构成以长期债务为主，债务负担仍处于合理范围。

2020—2022年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长2.58%。截至2022年底，公司负债总额较上年底下降2.86%，主要系非流动负债减少所致，负债结构中流动负债与非流动负债占比相对均衡。

表 11 2020—2022 年末及 2023 年 6 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)
流动负债	538.16	47.62	554.45	45.29	582.00	48.93	492.58	38.69
应付账款	167.04	14.78	156.65	12.79	157.43	13.24	144.82	11.37
应交税费	54.86	4.85	70.36	5.75	80.91	6.80	55.99	4.40
一年内到期的非流动负债	52.02	4.60	45.86	3.75	73.30	6.16	43.50	3.42
合同负债	199.26	17.63	217.89	17.80	210.78	17.72	182.96	14.37
非流动负债	592.05	52.38	669.87	54.71	607.34	51.07	780.73	61.31
长期借款	355.51	31.45	410.75	33.55	391.44	32.91	504.52	39.62
应付债券	206.83	18.30	210.22	17.17	183.23	15.41	237.54	18.66
负债总额	1130.22	100.00	1224.32	100.00	1189.34	100.00	1273.31	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长3.99%。截至2022年底，公司流动负债较上年底增长4.97%，主要系应交税费和一年内到期的非流动负债增加所致。

公司应付账款主要系应付工程款。2020—2022年末，公司应付账款波动下降，年均复合下降2.92%。截至2022年底，公司应付账款较上年底微增0.50%。

2020—2022年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长18.70%。截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长59.83%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

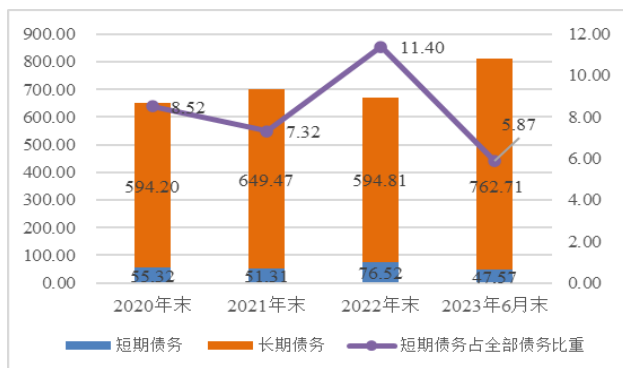
2020—2022年末，公司合同负债小幅波动增长。截至2022年底，公司合同负债较上年底下降3.26%，主要系预收购房款减少所致。

2020—2022年末，公司非流动负债小幅波动增长。截至2022年底，公司非流动负债较上年底下降9.33%，主要系长期借款和应付债券转出所致。

2020—2022年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长4.93%。截至2022年底，公司长期借款较上年底下降4.70%，长期借款由质押借款（占24.63%）、抵押借款（占20.01%）、保证借款（占44.21%）和信用借款（占11.15%）构成，利率区间为2.28%~7.50%。

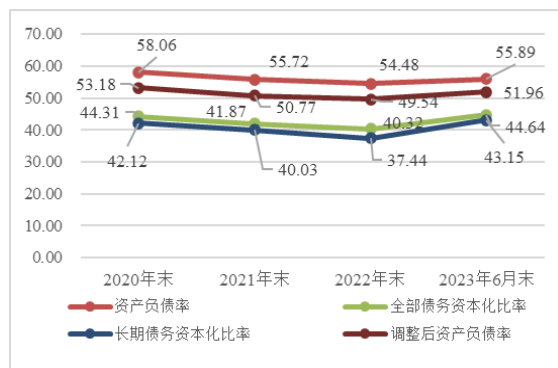
2020—2022年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降5.88%。截至2022年底，公司应付债券较上年底下降12.84%，从构成来看，公司债券占47.12%、中期票据占10.90%、CMBS占41.97%。

图3 2020-2022年末及2023年6月末公司债务结构
(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图4 2020-2022年末及2023年6月末公司债务杠杆水平
(单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

债务方面, 2020—2022年末, 公司全部债务波动增长, 年均复合增长1.67%。截至2022年底, 公司全部债务671.34亿元, 较上年下降4.20%。债务结构方面, 公司以长期债务为主(占88.60%)。从债务指标来看, 2020—2022年末, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年下降。截至2022年底, 公司上述指标较上年分别下降1.24个百分点、下降1.55个百分点和下降2.59个百分点, 公司债务负担处于合理水平。

截至2023年6月底, 公司负债总额较上年底增长7.06%, 主要系长期借款和应付债券增加所致; 公司负债非流动负债占比较上年底增长10.25%。截至2023年6月底, 公司全部债务较上年底增长20.70%, 主要系长期债务增加所致, 长期债务占比提升至94.13%, 整体债务负担加重。从债务指标来看, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高1.41个百分点、提高4.32个百分点和提高5.70个百分点。

截至2023年9月底, 公司存续公司债券情况如下表, 在考虑回售的情况下, 2026年到期/回售债券余额合计70.00亿元, 面临一定的债券集中偿付压力。

表12 截至2023年9月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
23绿发01	2026/03/14	--	30.00
23绿发03	2026/08/18	--	20.00

22绿发01	2027/12/23	2025/12/23	20.00
23绿发02	2028/06/09	2026/06/09	20.00
合计	--	--	90.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

4. 盈利能力

2020—2022年, 公司收入规模波动下降, 利润总额波动增长, 投资收益、资产减值损失和公允价值变动收益对公司利润影响较大。

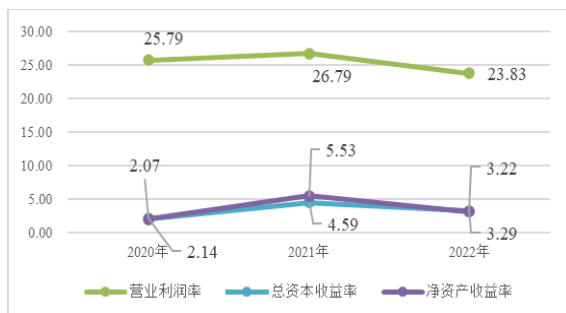
公司营业总收入和利润分析见经营概况。

从期间费用看, 2020—2022年, 公司费用总额持续增长, 年均复合增长10.30%。2022年, 公司费用总额为67.96亿元, 同比变化不大。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为18.07%、49.60%和31.94%。其中, 销售费用为12.28亿元, 同比下降3.26%, 主要系房地产业务营销费用减少所致; 管理费用为33.71亿元, 同比增长13.37%, 主要系职工薪酬等增长所致; 财务费用为21.71亿元, 同比下降11.66%, 主要系利息费用减少的同时利息收入增加所致。

非经常性损益方面, 2020—2022年, 公司投资收益分别为10.40亿元、21.44亿元和88.38亿元; 投资收益占营业利润的比重分别为34.96%、27.62%和179.22%。2020—2022年, 公司资产减值损失分别为8.59亿元、23.63亿元和22.34亿元, 资产减值损失对利润造成一定侵蚀。2022年, 受子公司都城伟业投资的中国三峡新能源(集团)股份有限公司(以下简称“三

峡能源”，股票代码：600905.SH）股价下行影响，公司公允价值变动损失18.76亿元，公允减值变动损益波动较大。公司投资收益、资产减值损失和公允价值变动收益在营业利润中占比较大，对利润影响较大。

图 5 公司盈利指标情况（单位：%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2020—2022年，公司营业利润率波动下降，总资本收益率和净资产收益率均波动增长。2022年上述指标同比下降主要系综合毛利率下降、资产减值损失和公允价值变动损失增加所致。

与同行业相比，2022年，公司盈利指标处于行业中上游水平。

表 13 2022 年同行业公司盈利情况对比

企业	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
中国铁建房地产集团有限公司	400.39	13.65	4.72
中国电建地产集团有限公司	377.78	11.31	2.11
中交房地产集团有限公司	1712.72	16.81	5.88
中国绿发投资集团有限公司	290.54	28.86	3.22

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

2020—2022年，受销售规模及新增土地储备规模投入变动等因素影响，公司经营性现金流净额 2021 年由负转正；2022，受投资收回的现金大幅增加影响，公司投资活动现金流净额由负转正；受融资需求影响，公司筹资活动现金净流入规模波动较大。未来，综合考虑公司房地产和新能源项目的投入支出，公司仍有较大的外部融资需求。

表 14 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1—6月
经营活动现金流入小计	363.44	404.66	335.35	186.16
经营活动现金流出小计	376.08	362.84	292.03	178.56
经营活动现金流量净额	-12.64	41.82	43.32	7.60
投资活动现金流入小计	33.12	53.71	127.74	24.49
投资活动现金流出小计	111.02	68.79	71.17	191.45
投资活动现金流量净额	-77.90	-15.08	56.56	-166.96
筹资活动前现金流量净额	-90.53	26.74	99.88	-159.36
筹资活动现金流入小计	247.79	278.89	201.25	214.39
筹资活动现金流出小计	137.26	172.32	268.19	94.88
筹资活动现金流量净额	110.52	106.57	-66.93	119.51

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，2020—2022年，公司经营现金流入主要为房地产项目销售回款，现金流出主要为公司土地支出及房地产开发投入；经营活动产生的现金流量净额波动较大，2021年由净流出转为净流入，主要系当期销售增加所致。2022年，公司经营活动产生的现金流持续净流入。

投资活动方面，2020—2022年，公司投资活动现金流入主要包括收回投资收到的现金和处置子公司及其他营业单位收到的现金；现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金，其中2020年投资支出规模同比增加较多，主要系公司获取厦门国际中心项目支出较高，该项目目前尚在建设中；综上，2020—2021年，投资活动现金流持续净流出；2022年，投资活动现金净额转为净流入。

2020—2022年，公司筹资活动前现金流波动幅度较大，2021年由负转正，经营活动现金流可以覆盖投资需求。

筹资活动方面，2020—2022年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资及取得借款收到的现金，现金流出主要为归还银行借款、偿还所发行债券、分配股利和利润等。2020—2021年，筹资活动现金流持续净流入；2022年，受偿还债务的规模大幅增加影响，公司筹资活动由正转负。

2023年1—6月，公司经营活动现金流量净额保持净流入；投资活动现金流量净额持续净流出且规模较大，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额大幅增加所致；筹资活动现金流量净额转为净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强。

从短期偿债指标看，2020—2022年末，公司流动比率波动增长，速动比率逐年上升，

公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2020—2022年末，公司现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至2023年6月底，公司现金短期债务比较上年底有所提升，仍处于高水平。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司EBITDA波动增长；公司EBITDA利息倍数小幅波动增长，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2020—2022年，公司全部债务/EBITDA波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债指标表现较强。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
短期偿债指标	流动比率（%）	219.07	254.99	237.85	295.84
	速动比率（%）	49.86	86.18	86.92	94.07
	经营现金/流动负债（%）	-2.35	7.54	7.44	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.23	0.81	0.57	--
	现金短期债务比（倍）	2.95	6.90	4.88	6.92
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	69.06	136.90	103.09	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.41	5.12	6.51	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.02	0.06	0.06	--
	EBITDA/利息支出（倍）	3.40	4.70	3.47	--
	经营现金/利息支出（倍）	-0.62	1.44	1.46	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年6月底，公司除对购房者提供按揭担保外，不存在对外担保。

截至2023年9月底，公司无重大未决诉讼。

截至2023年6月底，公司取得银行授信额度总额2217.02亿元，尚未使用授信额度1715.95亿元，且鲁能集团子公司天津中绿为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产以长期股权投资为主，所有者权益结构稳定性强。公司本部整体债务负担很轻。投资收益对利润影响大。

2020—2022年末，公司本部资产总额逐年增长。截至2022年底，公司本部资产总额1232.95亿元，较上年底增长13.29%，主要系货币资金、其他应收款和一年内到期的非流动资产增加所致。从构成看，公司本部资产总额主要由货币资金（占15.95%）和长期股权投资

（占63.39%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为196.60亿元，较上年底增长141.48%。

2020—2022年末，公司本部负债总额逐年增长，年均复合增长479.64%。截至2022年底，公司本部负债总额339.68亿元，较上年底增长66.93%，主要系其他应付款和应付债券增加所致。从构成看，公司本部负债总额主要由其他应付款（占93.98%）构成。公司本部2022年末资产负债率为27.55%，较上年底增长8.85个百分点。截至2022年底，公司本部全部债务20.22亿元，债务负担很轻。

2020—2022年末，公司本部所有者权益逐年增长，年均复合增长6.92%。截至2022年底，公司本部所有者权益为893.44亿元，较上年底变化不大。公司本部所有者权益稳定性强。

2020—2021年公司本部无营业收入。2022

年，公司本部营业收入为0.10亿元，利润总额为15.45亿元。同期，公司本部投资收益为20.02亿元，投资收益对利润影响大。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为102.82亿元，投资活动现金流净额为-1.81亿元，筹资活动现金流净额为14.17亿元。

截至2023年6月底，公司本部资产总额较上年下降5.57%，资产构成中，非流动资产占比提升3.86个百分点；公司本部货币资金143.92亿元。公司本部负债总额较上年下降20.83%，主要系其他应付款减少所致，流动负债占比较上年下降22.12个百分点。

2023年1—6月，公司本部营业收入为-0.10亿元，利润总额2.86亿元，投资收益5.50亿元。

2023年1—6月，公司本部经营活动现金流量净额-129.22亿元，投资活动现金流量净额26.62亿元，筹资活动现金流量净额49.91亿元。

八、外部支持

依托国务院国资委雄厚的股东背景，公司在项目获取和资本注入等方面获得股东有利支持。

1. 支持能力

项目获取方面，由于诚通控股和国新控股不具备房地产开发资质、国家电网退出房地产业务，公司可以通过盘活股东闲置土地获取土地储备，为公司后续发展提供有力支撑，如2022年沈阳大东项目系公司与诚通控股合作获取。

2. 支持可能性

资本注入方面，公司由国务院国资委直接监管，是股权多元化中央企业，资本金达到449.96亿元；2021年公司获得诚通控股和国新控股各50亿元增资后，实收资本和资本公积分别增加至449.96亿元和431.76亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大，公司2022年EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

按公司本期中期票据发行规模10.00亿元和公司标准化报表数据测算，本期中期票据分别占2023年6月底公司长期债务和全部债务的1.31%和1.23%，对公司现有债务结构影响不大。截至2023年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.89%、44.64%和43.15%，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至56.08%、44.94%和43.47%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

经测算，2022年，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

表 16 本期中期票据偿还能力测算

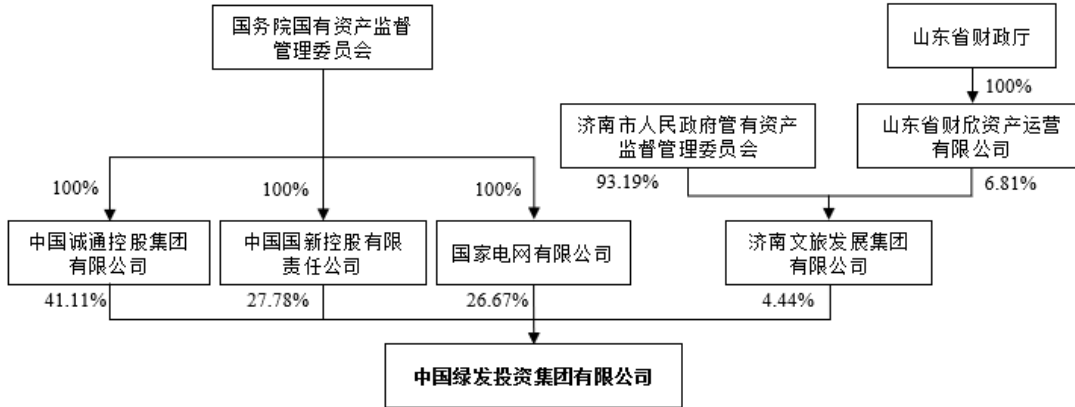
项目	2022年
本期中期票据本金（亿元）	10.00
公司现金类资产/本期中期票据本金（倍）	37.32
公司经营活动现金流净额/本期中期票据本金（倍）	4.33
公司 EBITDA/本期中期票据本金（倍）	10.31

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

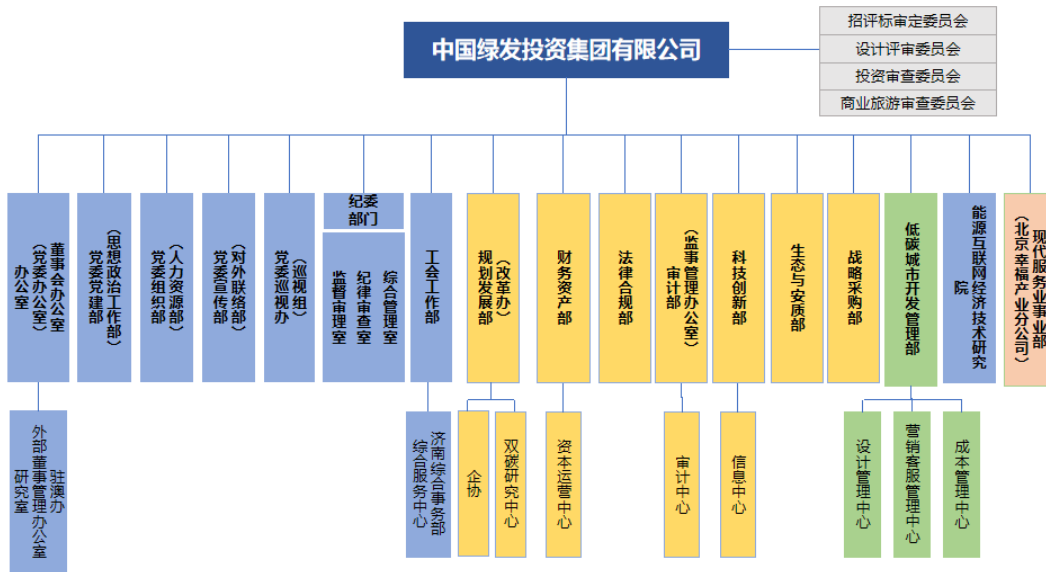
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 6 月底公司重要子公司情况

序号	企业名称	级次	注册资本 (亿元)	业务性质	持股比例 (%)	表决权比 例 (%)
1	鲁能集团有限公司	1级	200.00	房地产业	100.00	100.00
2	都城伟业集团有限公司	1级	200.00	房地产业	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	163.21	354.20	373.16	329.26
资产总额 (亿元)	1946.63	2197.29	2183.06	2278.31
所有者权益 (亿元)	816.41	972.98	993.72	1004.99
短期债务 (亿元)	55.32	51.31	76.52	47.57
长期债务 (亿元)	594.20	649.47	594.81	762.71
全部债务 (亿元)	649.52	700.78	671.34	810.28
营业总收入 (亿元)	319.98	345.04	290.54	184.79
利润总额 (亿元)	29.81	85.11	50.23	19.89
EBITDA (亿元)	69.06	136.90	103.09	--
经营性净现金流 (亿元)	-12.64	41.82	43.32	7.60
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	9.89	7.78	5.41	--
存货周转次数 (次)	0.25	0.24	0.23	--
总资产周转次数 (次)	0.17	0.17	0.13	--
现金收入比 (%)	95.16	106.77	98.54	88.32
营业利润率 (%)	25.79	26.79	23.83	28.91
总资本收益率 (%)	2.14	4.59	3.29	--
净资产收益率 (%)	2.07	5.53	3.22	--
长期债务资本化比率 (%)	42.12	40.03	37.44	43.15
全部债务资本化比率 (%)	44.31	41.87	40.32	44.64
资产负债率 (%)	58.06	55.72	54.48	55.89
调整后资产负债率 (%)	53.18	50.77	49.54	51.96
流动比率 (%)	219.07	254.99	237.85	295.84
速动比率 (%)	49.86	86.18	86.92	94.07
经营现金流流动负债比 (%)	-2.35	7.54	7.44	--
现金短期债务比 (倍)	2.95	6.90	4.88	6.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.40	4.70	3.47	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.41	5.12	6.51	--

注：1. 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；2023 年半年度财务数据未经审计，相关数据未经年化；2. 本报告已将公司长期应付款中有息部分调整计入长期债务核算；3. “--”代表计算无意义的数字

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.81	81.42	196.60	143.92
资产总额 (亿元)	791.71	1088.33	1232.95	1164.32
所有者权益 (亿元)	781.60	884.84	893.44	895.41
短期债务 (亿元)	0.00	0.06	0.10	0.69
长期债务 (亿元)	0.00	0.07	20.12	75.37
全部债务 (亿元)	0.00	0.13	20.22	76.05
营业总收入 (亿元)	0.00	0.00	0.10	-0.10
利润总额 (亿元)	-0.26	5.79	15.45	2.86
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	9.74	170.09	102.82	-129.22
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.00	*	*	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	*	*	0.00	0.00
营业利润率 (%)	*	*	42.05	163.59
总资本收益率 (%)	-0.03	0.57	1.51	--
净资产收益率 (%)	-0.03	0.57	1.54	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.01	2.20	7.76
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.01	2.21	7.83
资产负债率 (%)	1.28	18.70	27.55	23.10
流动比率 (%)	97.42	58.33	110.87	149.65
速动比率 (%)	97.42	58.33	110.87	149.65
经营现金流动负债比 (%)	96.31	83.62	32.18	--
现金短期债务比 (倍)	*	1270.86	1972.75	209.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 公司本部有息债务数据未经调整; 2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据, 相关指标未进行计算; 3. 表格中“/”表示未能获取的数据, “--”表示计算后无意义的数字, “*”代表数据过大或过小
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 中国绿发投资集团有限公司 2024 年度 第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国绿发投资集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。