

信用等级公告

联合[2015] 190 号

联合资信评估有限公司通过对绿地控股集团有限公司及其拟发行的 2015 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

绿地控股集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

绿地控股集团有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

绿地控股集团有限公司

2015 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

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还公司存量流动资金借款

评级时间：2015 年 8 月 14 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	2387.42	3676.78	5089.59
所有者权益（亿元）	313.34	469.71	612.31
长期债务（亿元）	484.05	873.32	1235.41
全部债务（亿元）	800.25	1315.82	1984.85
营业收入（亿元）	1984.19	2520.25	2616.82
利润总额（亿元）	98.59	120.35	92.71
EBITDA（亿元）	131.33	159.25	131.70
经营性净现金流（亿元）	30.14	-351.51	-529.84
营业利润率（%）	8.68	8.12	8.42
净资产收益率（%）	21.47	17.69	8.82
资产负债率（%）	86.88	87.22	87.97
全部债务资本化比率（%）	71.86	73.69	76.42
流动比率（%）	130.77	142.39	142.68
全部债务/EBITDA（倍）	6.09	8.26	15.07
EBITDA/本期发债额度（倍）	6.57	7.96	6.59

注：已将其他流动负债中有息债务计入短期债务、全部债务以及相关指标核算。

分析师

黄静雯 赵传第 刘珺轩

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为以房地产开发经营为主业的多元化企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化经营、土地储备等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产和能源业务受宏观调控和经济周期波动影响较大，公司负债水平高、资产流动性较弱、营运资金平衡压力较大等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

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

本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小，且公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司经营规模大，综合竞争能力很强；房地产业务凭借品牌优势和较强的项目运作能力保持了快速发展态势，行业地位突出。公司土地储备充足，为房地产业务的持续经营提供了保障。
2. 公司能源板块业务规模大，形成了石油储运、煤炭产运销两条较为完善的产业链；建筑、汽车销售及服务、商品销售等目前已具一定规模，有利于公司业务格局多元

化发展。

3. 2013年8月，公司通过收购香港上市公司盛高置地（控股）有限公司成功登陆香港资本市场；截至2015年6月，公司重大资产重组事项基本完成，成功登陆国内资本市场，公司直接融资方式得到有效拓宽，融资渠道畅通。
4. 2014年一季度，公司引入战略投资者，收到注资117.29亿元，充实了公司权益资本。
5. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度好。

关注

1. 房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大，未来房地产市场运行存在一定的不确定性。
2. 公司能源板块和商品销售板块毛利率水平低，对公司整体盈利能力形成一定不利影响。2012年以来煤炭价格持续下行及2014年三季度以来石油及石化产品价格大幅下跌，公司能源板块经营压力加大。
3. 公司业务规模不断扩张，资金支出增多，财务杠杆高，有息债务规模快速增长，债务负担重。
4. 公司资产中存货偏多，存货主要由房地产开发项目和土地储备为主，资产流动性较弱；公司施工规模持续上升，营运资金平衡压力较大。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、绿地控股集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至绿地控股集团有限公司依据发行条款约定赎回时有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为上海市绿地开发总公司，经上海市农业委员会（以下简称“市农委”）和上海市建设委员会（以下简称“市建委”）联合颁发的《关于同意建立上海市绿地总公司的批复》（沪农委〔1992〕第139号）批准，并经市农委出具的《关于上海市绿地总公司更名为上海市绿地开发总公司的证明》同意，于1992年7月17日成立，初始注册资本为人民币2000.00万元，由市农委和市建委下属经济实体共同出资组建。1997年3月25日，上海市绿地开发总公司改制为有限责任公司，注册资本增至16000万元，企业名称更改为上海绿地（集团）有限公司。2012年2月20日，公司名称更改为绿地控股集团有限公司。经过多次送股、配股、资本公积转增股本、增资以及股权变更，截至2014年底，公司注册资本为1294901.03万元，其中股东上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投集团”）¹、上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）、上海中星（集团）有限公司（以下简称“中星集团”）、上海格林兰投资企业（有限合伙）（以下简称“上海格林兰”）²、上海市天宸股份有限公司（以下简称“天宸股份”）、深圳市平安创新资本投资有限公司（以下简称“平安创新资本”）、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鼎晖嘉熙”）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波汇盛聚智”）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）（以下简称“珠海普罗”）和上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国投协力”）分别持有公司20.76%、19.99%、7.70%、29.09%、2.31%、10.01%、4.30%、3.86%、1.01%和0.97%的股权，上述股东中没有任何一个股东能够单

独对公司形成控制关系，公司无实际控制人（见附件1-1）。

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

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

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

公司注册地址：上海市江苏路502号7楼；法定代表人：张玉良。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册中期票据50亿元，本期发行额度20亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。本期中期票据前5个计息年度的票面利率为初始基准利率³加上初始利差；初始利

¹ 上海市城市建设投资开发总公司更名为上海城投（集团）有限公司。

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

³ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，

差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率⁴加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向股东分红或者减少注册资本。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

⁴ 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司存量流动资金借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

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

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

比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，上海地产（集团）有限公司及其全资子公司上海中星（集团）有限公司、上海城投（集团）有限公司、上海格林兰投资企业（有限合伙）持股比例较为接近、且均不超过30%，上述股东中没有任何一个股东能够单独对公司形成控制关系，公司无实际控制人

（见附件1-1）。

截止本报告出具日，上海金丰投资股份有限公司（以下简称“金丰投资”）重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易已基本完成（详见下文“重大事项”），通过资产置换和发行股份购买资产，2015年6月26日，公司取得上海市工商行政管理局颁布的营业执照，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），股东为上海金丰投资股份有限公司。上海城投集团、上海地产集团等成为金丰投资的股东，公司成为金丰投资的全资子公司。

2. 企业规模和竞争实力

公司是中国第一家跻身《财富》世界500强的以房地产为主业的综合性企业集团，自成立以来，始终坚持“绿地，让生活更美好”的企业宗旨，遵循产业经营与资本经营相结合的发展思路，形成了目前“房地产主业突出，能源、金融等相关产业并举发展”的产业布局，在2015《财富》世界企业500强中位列第258位，在由中国企业联合会、中国企业家协会发布的2014年“中国企业500强”中位列第42位。

房地产开发经营作为公司传统的核心主导产业，项目遍及上海、北京、天津等全国29个省市自治区80余座城市，开发规模、产品类型、品质品牌均处于全国领先地位，特别在超高层、大型城市综合体、高铁站商务区等领域领先，目前建成和在建超高层城市地标建筑23幢，其中4幢位列世界高楼排名前十。公司紧跟经济全球化趋势，目前已进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国等四大洲九国十三城，海外投资业务快速增长。

公司能源产业规模扩张迅速，已形成涵盖煤炭生产、加工、储运、分销及石油仓储、运输、销售等在内的完整产业链。公司在内蒙古、山西拥有多座煤矿资源，地质储量超2亿吨，年配送额超5500万吨，是上海市经信委指定的上海地区主要供煤企业。

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

3. 人员素质

截至2014年底，公司本部在职员工190人。从年龄构成来看，30岁以下员工占比22.63%，30~50岁员工占比72.11%，50岁以上的占比5.26%；从学历和职称来看，大专及以上学历的占100%，具有高级职称的13人，中级职称的28人，初级职称的11人。公司员工整体素质较高。

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

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

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

公司副董事长陆建成先生，1958年出生，

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

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

4. 外部支持

税收方面，2011年3月，上海市长宁区招商中心给予公司在企业所得税、营业税、增值税、个人所得税所形成的区实得部分按60%的比例给予专项资金扶持，专项资金扶持用于企业生产发展，如企业可享受国家或上海市相关政策时，按“就高不就低”的原则执行。2014年公司获得政府补助合计3.04亿元，其中政府扶持资金1.58亿元、政府奖励1.04亿元。

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

总体看，公司成立时间较长，企业规模不断扩张，房地产开发经验丰富，多元化经营优势明显，综合竞争实力强。

5. 重大事项

2014年3月18日，上海金丰投资股份有限公司（600606.SH，以下简称“金丰投资”）公告重大资产置换及发行股份购买资产暨关联

交易（以下简称“本次重大资产重组”）预案⁵。主要内容为：①资产置换：金丰投资以全部资产及负债与上海地产（集团）有限公司持有的公司等额价值的股权进行置换，拟置出资产由上海地产（集团）有限公司或其指定的第三方主体承接；②发行股份购买资产：金丰投资向公司全体股东非公开发行 A 股股票购买其持有的公司股权，其中向上海地产（集团）有限公司购买的股权为其所持公司股权在资产置换后的剩余部分。本次资产置换与发行股份购买资产互为条件、同步实施。

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

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

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

股份购买资产的批复》（证监许可[2015]1226 号），本次重大资产重组获得中国证监会的正式核准批复。

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

2015 年 7 月 3 日，金丰投资发布《上海金丰投资股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股本变动公告》，公告新股发行成功，发行价格 5.54 元/股。本次发行的新增股份已于 2015 年 6 月 30 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记手续。

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

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

五、管理分析

1. 法人治理结构

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

⁵ 详见金丰投资于 2014 年 3 月 18 日、6 月 27 日和 7 月 1 日在上海证券交易所网站公告的《金丰投资重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》、《金丰投资关于重大资产重组有关问题获上海市国资委批复的公告》和《金丰投资 2014 年度第一次临时股东大会决议公告》。

式、解散和清算等做出决议；修改公司章程。

公司董事会由13名董事组成，其中上海格林兰投资企业（有限合伙）推派5名董事；上海地产（集团）有限公司、上海城投（集团）有限公司各推派2名董事；上海中星（集团）有限公司、上海市天宸股份有限公司、深圳市平安创新资本投资有限公司各推派1名董事；另设有1名独立董事。董事会设董事长1名，副董事长3名，董事长由上海格林兰投资企业（有限合伙）推派，副董事长分别由上海地产（集团）有限公司、上海城投（集团）有限公司和上海中星（集团）有限公司推派。董事会对股东会负责，决定公司的发展规划、经营计划和投资方案；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；对发行公司债券做出决议；决定公司对外融资、担保事宜等。董事长为公司法定代表人，任期三年。任期届满，连选可以连任。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，董事长兼任总裁，执行副总裁5名，分管不同业务板块，协助总裁对公司进行经营管理。

公司设监事会，按公司章程由9名监事组成，设主席（或副主席）一名。其中，绿地控股集团有限公司党委、上海中星（集团）有限公司、上海城投（集团）有限公司、深圳市平安创新资本投资有限公司、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）各委派1名监事，另外三名监事由公司职工代表担任。截至2014年底，公司到位监事8名，尚有一名监事未到位。监事任期为三年。监事任期届满，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会负责检查公司财务；对董事、总裁等高级管理人员执行职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、总裁等高级管理人员提出罢免的建议等。

2. 管理水平

公司本部设有办公室、战略规划与企业管

理部、人力资源部、财务部（审计室）、技术管理产品研发部、营销管理部、投资发展部、工程合约部、海外事业发展部和党务工作等共10个部门，各部门职责清晰，内部衔接融洽。

在管理制度方面，公司建立了《财务管理办法》，规定了公司对房地产业务的财务管理实行三级管理，即公司——事业部——项目子公司。在资金使用上，公司统一确定对各房地产事业部的资金管理办法，各房地产事业部按照“合理使用、有效配置、统筹管理、提高效率”的原则进行资金使用管理；各房地产事业部对项目子公司严格实行“收支两条线”的资金管控模式，子公司的资金收支统归事业部管理，各项收入不得使用，事业部内的资金调拨统一由事业部安排，资金支出应在事业部下达的资金用款计划内，按照事业部的付款授权审批制度及流程执行。

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

在业务和子公司管理方面，对房地产业务，公司实行事业部制管理，根据区域设置国内14个事业部（其中上海地区设立2个事业部）、国外7个公司进行管理，各事业部下设项目子公司负责具体项目运作。公司对房地产子公司的管理，除了设立收入、利润等财务考核目标外，还在项目进度、质量等多个方面进行考核。对非房地产业务，相关控股子公司的高层管理人员和财务总监由公司委派，并对其实行财务指标考核。

上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）原隶属于上海武警部队，依据沪交接办接字[1998]1号和[1999]12号文，上海武警部队将云峰集团国有资产划转至公司。云峰集团主营房地产、能源、汽车销售等，与公司主营业务类似，双方按区域划分，以规避同业竞争。公司按照整体发展战略对云峰集团加以管

理，由公司下属子公司持有云峰集团20.5%股权比例。按照相关托管批文和托管协议，公司有表决权比例为54.5%，2010年云峰集团纳入公司合并报表。

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司发展初期以房地产为主业，经过多年经营，目前形成了房地产开发（含商业地产开发）、能源、建筑施工、商品销售、汽车销售及服务、金融、绿化、物业、酒店和租赁等产业并举发展的业务格局。其中，房地产业（含商业地产开发）作为传统的核心产业，对公司业绩和可持续发展构成主要支撑，房地产业务收

入占比和毛利率水平均处于较高水平；能源产业与房地产并举成为公司主要收入来源，但受宏观经济和行业特性影响，近三年收入规模波动中有所上升，盈利能力弱；建筑施工业务作为公司房地产主要的重要补充，经营状况良好；商品销售及相关产业近年收入有所波动，利润水平低；汽车销售及服务在公司持续的培育下保持稳定增长的态势；绿化、物业、酒店和租赁等板块盈收规模占比较小。

2012~2013 年，受房地产和能源贸易业务规模扩张影响，公司营业收入增长迅速；2014 年受宏观经济和煤炭等能源市场低迷影响，能源及相关产业等收入规模有所下降，但在房地产主业持续扩张的推动下，公司主营业务收入保持稳定增长，三年复合增长率为 14.72%；2014 年公司营业收入 2616.82 亿元，其中主营业务收入为 2600.68 亿元，占 99.38%。

表 1 2012~2014 年公司主营业务收入构成及毛利率（单位：亿元，%）

分行业	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产及相关产业	651.94	31.78	29.29	923.06	34.37	26.52	1121.74	43.13	24.82
建筑及相关产业	192.24	9.37	7.41	207.55	7.73	6.08	99.20	3.81	14.86
商品销售及相关产业	374.96	18.28	0.22	243.42	9.06	0.16	299.56	11.52	0.27
能源及相关产业	747.84	36.45	1.54	1209.68	45.04	1.06	961.62	36.98	1.10
汽车及相关产业	51.73	2.52	5.33	59.25	2.21	4.75	70.63	2.72	4.29
绿化及相关产业	7.97	0.39	15.47	10.41	0.39	11.97	11.67	0.45	12.23
物业及相关产业	5.75	0.28	30.96	7.99	0.30	34.84	5.57	0.21	42.87
酒店及相关产业	7.80	0.38	77.07	10.02	0.36	81.74	14.84	0.57	74.02
租赁	4.44	0.22	43.53	3.65	0.13	15.45	5.37	0.21	21.56
其他	6.88	0.33	57.88	10.96	0.41	30.01	10.49	0.40	39.05
合计 1	2051.55	100.00	11.47	2685.99	100.00	10.78	2600.68	100.00	12.60
减：内部抵消数	75.49	--	--	182.93	--	--	--	--	--
合计 2	1976.06	--	11.89	2503.06	--	11.37	2600.68	100.00	12.60

资料来源：公司审计报告、公司提供

注：1. 2012~2013 年合计 1 是根据公司审计报告未进行内部抵消的主营业务收入合计数，合计 2 是进行内部抵消后的主营业务收入合计数；2. 根据 2014 年审计报告，2014 年各板块营业收入为扣除内部抵消后数据，涉及到内部抵消的板块包括房地产、建筑、商品销售、能源和其他板块。

从上表看，公司主营业务收入逐年增长，主要是房地产和能源板块收入增加所致；在2010年公司合并了云峰集团，致使能源业务收入规模2012~2013年快速增长。2014年，公司内部抵消后的主营业务收入为2600.68亿元，其中，房地产收入占43.13%、能源收入占36.98%，公司主营业务收入以房地产和能源板块为主，二者合计占比80.11%。

从各板块毛利率来看，2012~2014年，公司主营业务毛利率波动中有所上升，分别为11.89%、11.37%和12.60%。分板块来看，由于房地产宏观调控影响，公司房地产及相关产业毛利率逐年下降，但盈利能力仍处于较高水平，2014年房地产板块毛利率为24.82%；建筑板块毛利率呈波动上升趋势，2014年为14.86%；公司贸易类板块毛利率低，商品销售和能源板块盈利能力弱，毛利率变化幅度较小，2014年分别为0.27%和1.10%，其中，商品销售及相关产业板块主要包括公司各下属子公司发生的材料贸易、商品销售等收入，能源板块主要是能源贸易收入；公司绿化、物业、酒店和租赁等收入占比较小的业务板块，毛利率水平较高，盈利能力较强，2014年分别为12.23%、42.87%、74.02%和21.56%。

2. 房地产板块

(1) 行业分析

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

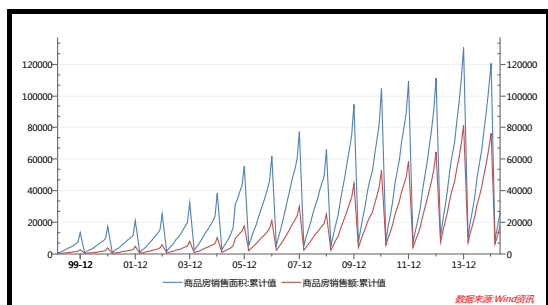
房地产开发方面，2014年，全国房地产开

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

房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿元，同比增长7.6%。房地产供求对比方面，2014年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%，供应量同比增长3.2%，销供比为0.82，较2013年的0.93明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为0.64，与2013年1.53的水平差距较大；上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求，销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至2014年底，20个代表城市可售面积为18782万平方米，环比增长1.8%，较2013年同期增长25.5%，

为近五年以来最高水平。

图1 中国商品房销售面积及销售额
(单位: 万平方米, 亿元)



资料来源: wind资讯

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

首先, 新常态下中央调控更注重市场化, 以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性, 着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此, 2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主, 未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产, 房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革, 货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来, 央行明确指出要持续实施稳健的货币政策, 继续深化金融体制改革, 并贯彻定向调控要求; 5 月 30 日, 国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长, 加大“定向降准”措施力度。二季度以来, 央行多次定向调整释放流动性, 推进金融市场发展; 年末央行对金融机构存款统计口径进行调整, 拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据, 表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节, 中型房企的资金压力得到缓解。此外, 支持自住性刚需, 差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日, 央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一

步做好住房金融服务工作的通知》(以下简称“930”新政), 对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升: 首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍; 已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的, 银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

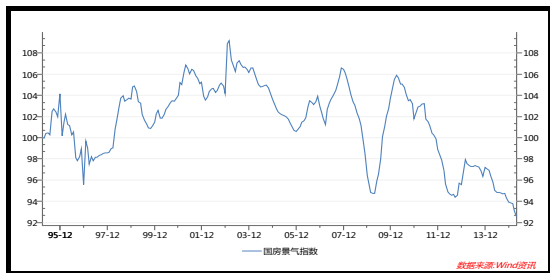
其次, 限购退出后金融财政政策主导, 地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初, 各地房地产市场持续分化, 热点一、二线城市仍在加强监管; 二季度以来多个城市陆续取消限购, 仅五市(北京、上海、广州、深圳、三亚)未放开; 三季度各地限购放开步伐加快, 或定向或全面取消限购, 同时限购放松力度也逐渐加大, 多个城市出现再次调整, 限购政策由局部调整向全面放开。

此外, 金融信贷、公积金政策跟进调整, 财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活, 重点加大信贷支持力度, 2014 年三季度以来, 限购集中退出, 部分城市短期成交回升, 但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下, 以信贷为主的利好政策陆续出台, 意在扭转市场预期, 刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后, 地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策, 降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后, 通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》, 随后多个省市陆续跟进。据不完全统计, 2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后, 各地相应央行要求, 公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

2015 年一季度, 在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下, 宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构, 房地产方面则积极聚焦于促销费, 鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策, 连续降准降息, 降低二套房首付, 构建宽

松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

图 2 中国房地产行业综合景气指数



资料来源：wind资讯

从行业相关指标看，自 2014 年下半年以来多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

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

存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

(2) 公司经营

房地产开发经营是公司收入和利润的最主要来源。公司以房地产经营积累资金，无偿投资城市公共绿化，以公共绿化提升房产价值，同时获得政府的政策性支持，积极参与旧城改造与动迁房建设，推动房地产更好发展。2001 年始，公司通过产业经营与资本经营并举，大力实施“全国化”战略，不断拓展全国市场，同时积极拓宽海外业务，已成为中国房地产行业的全球化经营领跑者。2014 年公司房地产板块实现收入 1121.74 亿元，毛利率为 24.82%。2014 年公司房地产预售面积和金额创历史新高，公司成为全球最大的房地产企业。

从公司经营数据看，2012~2014 年，公司房产新开工、施工、竣工、销售面积和合同销售额等相关指标都呈上升趋势，土地获取面积和支付的土地款金额受土地市场影响波动中有所上升。2014 年，公司房屋销售面积、合同销售金额增速远高于新开工面积和房屋竣工面积增速，略高于房屋施工面积增速，公司房地产去库存有一定成果，但公司仍保持较大规模的房地产开发投入，存货规模不断增长。联合资信将持续关注公司房地产存货的周转情况及对公司资金周转可能形成的压力。

表 2 房地产板块主要指标（单位：万平方米）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积	1455.00	2914.00	3104.00
房屋施工面积	5200.00	6509.00	8233.00
房屋竣工(交房)面积	1060.00	1443.00	1542.00
房屋销售面积	1179.50	1629.00	2115.46
土地获取面积	704.00	1436.80	1011.27
土地款金额(亿元)	321.00	874.00	457.00
合同销售额(亿元)	1050.77	1607.00	2407.88

资料来源：公司提供

从业态来看，公司以前一直以住宅为主，

自 2006 年始逐渐提高商铺和办公楼比例，随着宏观调控的日益趋紧，近年来公司加速提高上述房产的比例，2014 年住宅实现销售额 1112.47 亿元，受办公楼和商铺销售额快速增长的影响，住宅销售比例下降至 46.20%；2014 年公司办公楼和商铺分别实现销售额 641.13 亿元和 654.28 亿元，2014 年办公和商铺合计同住宅的比例为 0.86：1。

动迁房（拆迁安置房）是公司履行国资委下属企业职责代政府建设部分房地产业务，经营模式是：公司自己出资购买土地（部分土地是政府划拨）和承担建造成本，动迁房建造完工后由政府以略高于成本价进行分期回购，盈利较低。2012~2013 年，政府进行回购的动迁房包括江桥动迁房、马陆动迁房和银河新都项目等；2014 年公司无相关回购的动迁房。2013~2014 年公司保障性住房建设项目主要包括嘉定城北大型居住社区经济适用房项目、大型居住社区江桥基地 C-2 地块经济适用房项目、绿地经济适用房南翔基地建设项目、上海市嘉定区马陆金沙湾 2 号地块动迁配套商品房项目，以上 4 个项目总投资 58.80 亿元，截至 2014 年底，嘉定城北大型居住社区经济适用房项目尚在建设期，计划于 2018 年底竣工；江桥基地 C-2 地块经济适用房项目和绿地经济适用房南翔基地建设项目已竣工，尚未决算。

表 3 房地产业态合同销售额分布情况
(单位: 亿元、%)

业态	2012 年		2013 年		2014 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
住宅	588.64	56.02	855.85	53.26	1112.47	46.20
办公	241.48	22.98	435.15	27.08	641.13	26.63
商铺	136.23	12.96	247.40	15.40	654.28	27.17
动迁房	84.42	8.04	68.60	4.27	--	--
合计	1050.77	100.00	1607.00	100.00	2407.88	100.00

资料来源：公司提供

从区域分布来看，公司房地产开发以前主要集中在上海及周边地区，2001 年开始走向全

国，项目已遍及全国 29 个省市自治区 80 余座城市，随着国家房地产宏观调控政策从严，公司以一、二线城市为主要扩张领域。目前已形成华东、华北、东北、西北、西南、华南及中部等七大板块格局，实现重点省会城市全覆盖、部分发达省份实现地级市全覆盖。同时，公司紧跟经济全球化趋势，推进海外拓展步伐，已经进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国、泰国、马来西亚等四大洲九国十三城，其中，“绿地汉拿山小镇”已于 2014 年 9 月完工交房，其他项目大部分处于在建阶段，未来建设完工后，将成为公司利润的重要增长点。2014 年公司海外合同销售金额达 153 亿元。地区分布方面，2014 年全年，华东地区销售收入占公司房地产板块销售收入的 74.63%，同比有所下降，华北地区营业收入占比为 10.41%，同比有所增长。

为保障未来稳定发展，公司在多个目标区域设立子公司，加快了土地储备步伐。2012 年全年新增土地储备 56 幅，土地面积 10560 亩，土地款总额 321 亿元，可建建筑面积 1908 万平方米。2013 年全年公司新增土地储备 107 幅，土地面积 21552 亩，土地款总额 874 亿元，可建建筑面积 3441 万平方米。2014 年全年公司新增土地储备 71 幅，土地面积 15169 亩，土地款总额 457 亿元，可建建筑面积 2078 万平方米，新增项目绝大部分位于一二线城市。跟踪期内，受土地市场低迷影响，公司土地获取面积有所下降，土地获取单位价格有所下降，但购买土地支出仍然较大，对公司资金成本构成一定压力。截至 2014 年底，公司及其下属子公司拥有未开发土地项目 300 个，相关土地均已签订土地出让合同，土地面积合计 1805.21 万平方米，建筑面积为 4045.84 万平方米。2012~2014 年，土地价格受市场影响有所波动，公司购买土地支出较大，对公司资金成本构成一定压力。截至 2014 年底，公司及其下属子公司拥有未开发土地项目 300 个，相关土地均已签订土地出让合同，土地面积合计

1805.21 万平方米，建筑面积为 4045.84 万平方米。

随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，重点转向一、二线城市的房地产开发。在业态方面，根据市场情况，公司不断调整商业、办公和住宅的开发比重，调整销售供应节奏。2014 年公司实现房产合同销售金额 2407.88 亿元、回笼资金 1400 亿元，分别增长 49.84%、23.78%。

云峰集团近几年房地产业务经营情况良好，房地产业态与公司相似，规模较小，二者开发区域不同（如果公司已先进入某个区域，则云峰集团不进入），以规避同业竞争。2014 年云峰集团房地产业实现收入 12.55 亿元，同比下降 7.22%，实现毛利 1.88 亿元。

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

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

3. 能源板块

（1）行业分析

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

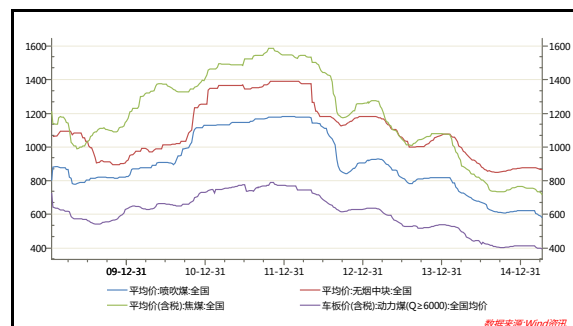
煤炭行业

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国

内煤炭供给过剩快速扩大。根据国家统计局统计数据，2012~2014 年全国原煤产量分别为 36.50 亿吨、36.80 亿吨和 38.70 亿吨；同期中国煤（包括褐煤）进口量分别为 2.88 亿吨、3.27 亿吨和 2.91 亿吨；2014 年，中国煤炭消费总量出现本世纪的首次同比下降，2014 年煤炭消费量比 2013 年下降 2.9%，据此推算，2014 年中国煤炭消费量约为 35.10 亿吨。煤炭市场持续供大于求的格局。

在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。2013年，煤炭价格进一步下跌，其中动力煤价格均价较2012年下降了20%。2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414

元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年~2015年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

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

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

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进

一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

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

未来发展方面：中国经济潜在增速已经开始下降，经济结构调整成为宏观经济调控的主线，煤炭下游需求将趋势性放缓。同时，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

石油产品行业

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

国际原油市场方面，2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、

欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，并于45~55美元/桶的历史低位开始企稳。由于世界主要原油输出国家并未明显减产，近期国际原油价格仍在低位徘徊，截至2015年7月28日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别仅为53.3美元/桶和47.98美元/桶。从短期看，国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

国内成品油市场方面，2014年，成品油市场需求呈中低速增长态势，汽油需求保持较快增长，柴油需求自2009年以来首现萎缩。国内炼油能力继续增长，市场资源总体宽松，成品油净出口进一步增加。2014年，国内原油加工量45642万吨，增长2.8%，成品油产量28491万吨，增长4.4%；成品油表观消费量26928万吨，增长2.0%，其中汽油增长8.3%，柴油下降1.5%；全年中国政府共18次调整国内汽油、柴油价格，4涨14跌，其中自2014年7月21日起连续10次下调成品油价格；全年汽油标准品价格累计下降2050元/吨，柴油标准品价格累计下降2205元/吨。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致。

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

继续暂缓征收。

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

（2）公司经营

公司能源板块涉及能源商品贸易、运费、煤炭生产等业务。其中，能源商品贸易是公司主要收入来源。2012~2014年，公司能源板块合计实现营业收入747.84亿元、1209.68亿元和961.62亿元，分别占主营业务收入的36.45%、45.04%和36.98%。公司能源板块盈利能力偏弱，近三年毛利率分别为1.54%、1.06%和1.10%。公司能源板块主要由绿地能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）和云峰集团经营。

能源集团早期主要从事石油贸易，经过多年在能源领域的业务拓展和整合，业务范围覆盖到石油化工、煤炭、能源综合商品和航运等领域，形成了能源商品贸易、运输、煤炭开采三大主要业务，其中能源商品贸易又分为油化商品、煤炭商品和能源综合商品三大类。自2009年起公司为增强可持续发展能力，积极向能源上游产业链拓展，2010年先后在内蒙古地

区收购了三座煤矿，开始涉足煤炭开采业务。目前能源集团下辖煤炭销售企业4家、油品销售企业3家、航运企业2家、综合类企业1家、矿业投资企业1家、加油站3家以及2家成员单位，已形成了石油储运销、煤炭产运销两条较为完整的产业链，业务规模居上海地方性能源贸易企业领先地位。

2012~2014年，能源集团主营业务收入分别为484.12亿元、566.45亿元和513.08亿元，收入规模受宏观经济和煤炭等能源市场景气度影响大。2014年能源集团实现主营业务收入513.08亿元，主要为能源商品贸易收入，占比达99.66%，毛利率为1.34%。能源商品贸易收入是能源集团收入和利润的主要来源，发展迅速，但毛利率低。

能源商品贸易业务

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

从能源集团主要能源商品贸易收入结构上看，煤炭产品和油化产品是公司营业收入的主要来源。2014年公司煤炭商品收入占比54.99%，油化产品收入占比42.02%，能源综合商品占比2.99%。受煤炭市场低迷影响，油化商品在能源集团商品贸易业务收入中比重有所提高。

表4 能源集团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	4300.24	255.19	6203.41	364.86	6160.02	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

注: 油化产品主要包括汽油、柴油、燃料油, 以及混合芳烃、聚乙烯等化工产品。

①煤炭商品

能源集团下设4家煤炭销售子公司负责煤

炭贸易。

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

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

②能源油化产品

能源集团下设5家油品批发及零售公司负责油品贸易。其中, 油品零售业务全部集中在3个加油站公司。油化商品又可细分为油品和化工品两大类。其中, 油品品种主要有汽油、柴油、燃料油; 化工品的品种十分丰富, 共计200余种, 其中销售量较大的有沥青、混合芳烃、轻芳烃、精对苯二甲酸、石油苯、乙二醇、重油、甲基叔丁基醚、溶剂油、纯苯等。

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

③能源综合商品

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

运费业务

能源集团运费业务主要是航运运输, 主要集中在强辉海运、绿地海运这两家下属子公司。公司拥有27000吨散装煤炭船2艘, 25000

吨散装煤炭船1艘、7000-9700吨油轮3艘，形成了煤炭产运销、石油储运销两条较为完整的产业链。

2012~2014年能源集团运费业务分别实现收入2.04亿元、2.41亿元和1.70亿元，由于近年来航运行业不景气，毛利润分别为-0.04亿元、-0.53亿元和-0.86亿元。

煤炭开采业务

能源集团于2010年10月、12月先后收购位于内蒙古的准格尔旗食联煤炭有限责任公司

（以下简称“食联煤矿”）和准格尔旗聚鑫煤焦有限责任公司（以下简称“高西沟煤矿”）两座煤矿，收购金额分别为7.6亿元、10.6亿元，均为露天开采，相关手续已全部办结完毕；2011年收购了内蒙古自治区阿拉善盟丰源煤炭有限责任公司（以下简称“丰源煤矿”），收购金额3.25亿元，该煤矿位于内蒙古自治区阿拉善盟左旗的古拉本镇，井田内为优质无烟煤。

表5 截至2014年底公司下属矿业权情况（单位：万吨、万吨/年、平方公里）

煤矿名称	矿山状态	保有储量	生产规模	矿区面积	采矿许可证有效期
准格尔旗食联煤矿	停产	3671.00	60.00	7.15	2016-02-04
准格尔旗高西沟煤矿	正常开采	3355.72	60.00	2.62	2017-11-12
阿拉善盟丰源煤矿	技改停产	643.00	90.00	1.36	2018-04-20
陆合基安达煤矿	联合试运转	8404.27	120.00	15.64	2022-11-22
陆合恒泰南庄煤矿	联合试运转	7275.89	120.00	8.30	2022-11-22
陆合万安煤矿	基建期	3377.00	90.00	10.95	2027-11-27
合计	--	26726.88	540.00	46.02	--

资料来源：公司提供

注：1、公司已全额缴纳完准格尔旗食联煤矿、准格尔旗高西沟煤矿和阿拉善盟丰源煤矿的采矿权价款；云峰集团下属陆合基安达煤矿、陆合恒泰南庄煤矿和陆合万安煤矿按协议规定分期缴纳采矿权价款，公司仅缴纳部分款项，尚余合计6.33亿元未缴纳。

2、根据2012年7月准格尔旗食联煤矿出具的《关于食联煤矿暂停生产和销售的内部歇业请示》，准格尔旗食联煤矿就征地补偿款问题与当地政府和村民正在进行协调、沟通，目前该矿山处于停产中。

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

2012~2014年云峰集团主要能源贸易产品实现销售收入528.82亿元、596.09亿元和562.88亿元，波动中有所上升；从云峰集团主要能源商品贸易收入结构上看，2014年公司煤炭商品收入占比31.43%，油化产品收入占比53.01%，其他贸易品占比15.56%，油化产品占比由2013年的46.49%增长至53.01%。

表6 云峰集团主要能源贸易产品销售情况

（单位：万吨、亿元）

	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	2026.46	198.81	2456.55	237.89	2061.03	176.92
油化产品	455.85	236.14	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
合计	2709.15	528.82	3299.04	596.09	3203.02	562.88

资料来源：公司提供

注：油化产品主要包括汽油、柴油、燃料油，以及混合芳烃、聚乙烯等化工产品。

截至2014年底，云峰集团拥有对陆合基安达煤矿、陆合恒泰南庄煤矿、陆合万安煤矿等煤矿的采矿权（矿业权情况见表5）。此外，云峰集团下属子公司贵州绿云能源有限公司收购“兴贵煤矿”等3个煤矿，因相关产权转移手续尚在办理中，云峰集团煤炭生产业务投资额一直挂账“预付款项”及“其他应收款”。

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

总体看，公司能源贸易规模大，且形成了石油储运销、煤炭产运销两条较为完整的产业链，收入规模大，在上海地区具有一定的影响力。联合资信同时关注到公司能源贸易收入规模受宏观经济和行业景气度影响大，毛利率水平低，利润空间受到挤压。公司通过收购煤矿有助于改善产业链，但考虑到公司下属煤矿大部分处于停产状态，且煤炭行业景气度低迷，公司对煤炭资源的整合效益有待观察。

4. 汽车销售及服务板块

公司汽车销售及服务板块主要由绿地汽车服务（集团）有限公司（以下简称“汽车集团”）和云峰集团经营。截至2014年底，公司拥有对宝马、凯迪拉克、别克、大众等十余个汽车品牌的经营权，旗下设33家4S店，另有涉及汽贸、汽配、汽修、二手车经营等业务的8家汽车服务公司。2012~2014年，公司汽车销售及服务板块收入分别为51.73亿元、59.25亿元和70.63亿元，毛利率由2012年的5.33%逐年下降至2014年的4.29%。

汽车集团下属31个全资及控股子公司，分别从事汽车销售及后续保险理赔、维修服务。汽车集团在提供全面的汽车维修保养售后服务之余，针对不同客户的需求，提出了“管家式一条龙服务”的服务理念，由售前服务（办理汽车上牌、保险、汽车消费贷款），直至售后服务（汽车美容及装潢等全套业务）。

截至2014年底，汽车集团业务遍及黑龙江牡丹江市、南昌、武汉、湖州、无锡、太仓等多个省市，代理了高、中、低端多个品牌经营权。汽车集团通过多元化的产品组合培育出多层次市场，以缓解各类汽车的季节性因素对销售额所产生的影响，并通过提供丰富的品牌和型号，既满足不同客户的消费需求，又能有

效分散因需求变化带来的经营风险导致的收入波动。

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

云峰集团是上海最早从事汽车服务的企业之一，除4S店外还拥有汽车服务公司和汽车检测站，可提供销售、上牌、装潢、保险、维修、租赁、二手车置换、检测等一站式服务；经营的汽车品牌与汽车集团有一定差异。2014年云峰集团实现汽车服务收入31.29亿元，同比增长56.92%，毛利润1.47亿元。

2015年5月18日，公司境外与中国润东汽车集团有限公司（以下简称“润东汽车”；香港联交所股票编号：01365）、Rundong Fortune（润东汽车现控股股东）签署认购协议，公司有条件同意认购润东汽车有条件同意配发及发行的总共536270747股认购股份，认购完成后，公司成为润东汽车的控股股东。润东汽车是江苏、山东、上海及浙江等富裕的华东沿海地区最大的豪华汽车经销集团之一，拥有豪华、超豪华及中高端品牌的均衡组合。通过此次认购，公司汽车产业的总体规模将跻身全国汽车经销商集团前列，市场占有率有望进一步提升。

总体看，公司汽车销售及服务业务在公司重点培育下规模发展较快，收入规模不断增长，但市场竞争和限购政策对其经营产生一定影响，盈利能力有所下降。

5. 建筑板块

公司建筑业务由上海绿地建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）和上海绿地建筑工程有限公司（以下简称“绿地建筑”）两家负责。建设集团前身为具有50年历史的原宝钢集团旗下的上海宝钢建设有限公司，

2004 年经中央国资委批准，公司在上海联合产权交易所收购上海宝钢建设有限公司 60% 股权并更改为现名。

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

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

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

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

2012~2014 年，公司建筑板块分别实现收入 192.24 亿元、207.55 亿元和 99.20 亿元，建筑板块收入规模波动大；毛利率分别为 7.41%、6.08% 和 14.86%，受水泥等原材料价格波动和人工成本影响，公司建筑板块毛利率波动中有所上升。

总体看，公司建筑业务实施主体资质高，项目承担能力强，是公司收入的重要补充。

6. 商品销售及相关产业板块

公司商品销售及相关产业板块主要包括：云峰集团、汽车集团、建设集团、绿地建筑等公司发生的建筑材料贸易、商品销售收入等。2012~2014 年该板块实现收入分别为 374.96 亿元、243.42 亿元和 299.56 亿元。由于材料贸易等业务毛利率水平低，公司该板块 2012~2014 年毛利率分别为 0.22%、0.16% 和 0.27%。公司 2014 年商品销售收入增加，较强的议价能力能够有效地控制商品销售成本，提高商品销售毛利率。

7. 其他业务

公司其他业务板块包括：酒店经营、金融、房屋租赁、物业管理、绿化、物流等。

酒店经营

公司酒店运营由上海绿地酒店投资发展有限公司（以下简称“酒店投资公司”）负责。酒店投资公司系全面负责公司酒店业务经营、管理和发展的综合性产业集团，于 2011 年成立后全面负责公司酒店业务运营，并推出全新自有高端酒店品牌铂瑞和铂骊。截至 2014 年底，公司建成酒店 26 个，其中自有品牌酒店 6 家，房间总数超过 7500 个，在建酒店 50 多家，为国内最大酒店物业持有商和管理运营商之一。2012~2014 年，公司酒店及相关产业收入分别为 7.80 亿元、10.02 亿元和 14.84 亿元；公司酒店经营板块毛利率水平平均维持在 75% 以上，2014 年为 74.02%。

物业管理

物业管理服务是公司房地产品牌的重要拓展与延伸，现有上海绿安物业管理发展有限公司和上海绿地物业服务有限公司 2 家物业管理公司实施。2012~2014 年，公司物业及相关产业实现收入分别为 5.75 亿元、7.99 亿元和 5.57 亿元，公司物业管理板块毛利率水平维持在 30% 以上。2014 年公司物业及相关产业收入下降主要系 2014 年物业板块合并范围子公司

数量由上年的 4 家减少至 2 家使得收入大幅下降。

租赁产业

公司租赁业务是由上海绿地商业（集团）有限公司（以下简称“商业集团”）来负责。商业集团经营范围包括实业投资、商业管理、酒店管理、健康、休闲项目管理、物业管理、销售日用百货等，主要是对公司持有的商场租赁进行管理。2012~2014 年，公司租赁收入分别为 4.44 亿元、3.65 亿元和 5.37 亿元。由于 2013 年上海吉盛伟邦绿地国际家具村市场经营管理有限公司不再纳入公司合并范围，导致 2013 年公司租赁业务收入和毛利率水平有所下降。

金融产业

公司金融板块由绿地金融投资控股有限公司（以下简称“绿地金融”）负责，主要经营活动包括金融资产投资、资产管理等。金融产业是公司近年来重点发展的产业板块之一，积极打造金融全产业链，与贵州、江西、广西开展全面金融合作，在上海、宁波、重庆、南昌、青岛、贵阳等中心城市设立一批小额贷款公司，并入上海农村商业银行、锦州银行、东方证券等多家金融机构，2014 年公司业务规模达 200 亿元，其中公司持有东方证券股份有限公司、上海农村商业银行股份有限公司和锦州银行等公司的股份（公司按成本法计入“长期股权投资”科目），截至 2014 年底以上三家企业按市场比较法评估增值合计 14.3 亿元。公司金融板块的小额贷款收入体现在报表的“利息收入”中，其他收入主要体现在“主营业务收入”里的“其他收入”科目。

绿化业务

公司旗下上海绿地集团森茂园林有限公司具有城市园林绿化施工一级资质，从成立至今，承建的工程遍布全国 26 个城市。2012~2014 年公司绿化及相关产业分别实现收入 7.97 亿元、10.41 亿元和 11.67 亿元，年均复合增长 21.01%；受人工成本上升等因素影响，绿化业

务毛利率波动中有所下降，近三年分别为 15.47%、11.97%和 12.23%。

总体看，公司经营规模大，多元化业务格局有效分散了经营风险。

8. 经营效率

从经营效率来看，2012~2014 年，公司销售债权周转次数分别为 31.42 次、27.28 次和 16.30 次，存货周转次数分别为 1.23 次、1.10 次和 0.78 次，总资产周转次数分别为 0.93 次、0.83 次和 0.60 次，受房地产和能源市场影响，三项指标均呈现出下降趋势，但公司整体经营效率尚可，符合行业特性。

9. 未来发展

2011 年至 2015 年是国家全面实施“十二五”规划的重要历史时期，同时公司制定了五年发展规划。总体目标为：成为具有世界级规模和竞争力的全球综合性地产开发运营企业，真正从“中国的绿地”转变为“世界的绿地”。2015 年确保业务经营收入超过 4500 亿元，跻身世界企业 200 强，到 2020 年跻身世界企业 100 强行列，成为一家国内一流、国际知名、实力雄厚、管理科学，以市场为导向，以效率为中心，以先进文化为支撑，跨国界、跨行业经营，在经营理念、管理体系、资源整合、人才建设等方面国际化程度较高，具有世界级规模、运营管理水平、品牌影响力和可持续发展力的大型企业集团。

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

“大基建”方面，公司将抓住基础设施互联互通投资建设的历史性机遇，聚焦全国经济发展能级较高、人口集聚程度较好的省会城市和区域中心城市，以“地铁+物业”综合开发为核心模式，牵头战略合作伙伴组成联合体，在全国各地开展轨道工程投资建设业务，同时积极参与地铁沿线区域的城市综合开发。公司

目前已成功介入徐州地铁3号线、南京地铁5号线、重庆地铁9号线等地铁线路的投资建设工作，并与中国建设银行总行等牵头成立国内首支千亿规模的中国城市轨道交通PPP产业基金，以公司签约的城市轨道交通项目为主要投资对象，加快公司进军国内轨道交通融资建设及配套开发的步伐。

“大金融”方面，公司将顺应金融业改革和金融管制放松的市场导向，依托房地产主业优势，在细分领域提供具有核心竞争力的综合性金融服务。同时，通过投资并购，着力获取核心金融资产，建立起拥有多种金融牌照的金融控股集团。

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

此外，公司将持续拓展与提升海外业务经营，努力使发展与管控并重，深耕优质市场，开辟潜力战场，进一步规范海外业务运作体系，加快充实与历练海外经营团队。2015年公司海外销售收入目标为300亿元。

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

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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

2012年公司合并范围新增南昌绿地申飞置业有限公司、绿地控股集团海外投资有限公司、绿地控股集团宁波江北置业有限公司等6家子公司，2012年底上述6家子公司净资产合计15.06亿元，净利润合计-0.26亿元。2013年公司合并范围新增绿地控股集团武汉汉南

置业有限公司、绿地控股集团（浙江）房地产开发有限公司、绿地集团荆州置业有限公司、重庆绿地东原房地产开发有限公司等16家子公司，2013年底上述16家子公司净资产合计13.69亿元，净利润合计-0.39亿元。2014年公司合并范围新增绿地集团北京京纬置业有限公司、北京远腾置业有限公司、绿地集团北京京浩置业有限公司等8家子公司，2014年底上述8家子公司净资产合计0.10亿元，净利润合计-1925.31元。截至2014年底，公司合并范围包含二级子公司128家。近三年公司合并范围变动对财务报表可比性影响不大。

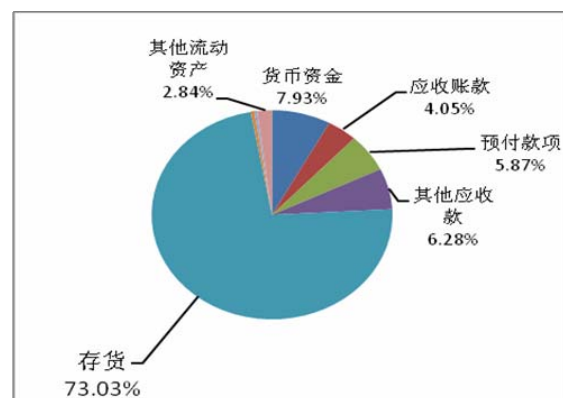
截至2014年底，公司（合并）资产总额5089.59亿元，所有者权益（包括少数股东权益）合计612.31亿元；2014年公司合并口径实现营业收入2616.82亿元，利润总额92.71亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，随着房地产和贸易类板块的快速发展，公司资产总额年复合增长率为46.01%，呈快速增长趋势。公司资产结构以流动资产为主，2012~2014年流动资产占比分别为86.51%、89.79%和90.40%，流动资产占比不断上升。

流动资产

图4 2014年底公司流动资产结构图



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014年，公司流动资产年复合增长率为49.25%，主要来自存货、预付款项、货币

资金和应收类款项（应收账款+其他应收款）的增加。截至 2014 年底，公司流动资产合计 4600.75 亿元，主要由存货（占比 73.03%）、货币资金（占比 7.93%）、其他应收款（占比 6.28%）和预付款项（占比 5.87%）构成。

2012~2014 年，公司货币资金以 26.76% 的复合增长率快速增长，截至 2014 年底，公司货币资金达 364.91 亿元，一方面由于公司房地产预销售面积快速增加导致预收款大幅增长；另一方面是近年来公司经营规模扩大导致资金需求增加，公司加大银行借款力度以补充周转资金所致。公司货币资金以银行存款为主，占 80.00%，另外，其他货币资金 71.69 亿元，占 19.65%，现金占 0.35%。截至 2014 年底，公司货币资金中使用受限的资金为 56.12 亿元，其中银行存款中使用受限 2.89 亿元，其他货币资金中使用受限的为 53.23 亿元；剔除受限货币资金后，公司可随时用于支付的货币资金余额为 308.79 亿元，公司货币资金较为充足。

2012~2014 年，公司应收账款年均复合增长 79.28%，2014 年底达到 186.30 亿元，2013 年公司能源及相关产业收入大幅增长导致应收账款不断增加；2014 年煤炭等能源市场低迷，公司应收账款仍保持较快的增长率主要系房地产信贷政策有所收紧，贷款放款时间较长及大客户增加，公司采用分期付款方式向大客户售房所致。2014 年公司应收账款总额增加 86.74 亿元，其中应收房款增加 48.68 亿元，应收能源及相关产业款项增加 27.35 亿元。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 79.03%，1~2 年占 16.53%，2 年以上占 4.44%，公司应收账款账龄较短。2014 年公司共计提 4.43 亿元的坏账准备，计提比例为 2.32%。

2012~2014 年，公司预付款项复合增长率为 68.84%，2014 年底为 270.09 亿元，主要为公司与国土资源局、土地储备中心、项目建设单位和配套设施提供商等形成的款项和煤炭

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

公司其他应收款主要为土地购买保证金、往来款、煤炭投资款等，2012~2014 年分别为 105.90 亿元、189.20 亿元和 288.91 亿元，年均复合增长率达 65.17%，主要系公司应收土地出让保证金及往来款增加所致。2014 年底公司采用账龄分析法提取坏账准备的其他应收款账面余额中，1 年以内账龄占 73.11%，1~3 年占 16.28%，3 年以上占 10.61%。按保证金组合计提坏账准备的其他应收款占公司其他应收款账面余额的 51.96%，公司对保证金等不计提坏账准备。截至 2014 年底公司共计提 5.95 亿元的坏账准备，坏账计提比例为 2.02%。2014 年底其他应收款中欠款金额前五名单位包括：应收佛山市万科置业有限公司往来款 16.12 亿元；应收北京复鑫置业有限公司往来款 7.58 亿元；应收济南市小清河开发建设投资有限公司保证金 8.50 亿元；应收上海露悦贸易有限公司往来款 5.78 亿元；应收南昌市财政局保证金 4.96 亿元，公司其他应收款集中度低。

2012~2014 年，公司存货稳步增长，年复合增长率为 46.69%，主要由于近几年公司房地产开发项目和土地储备增加较多所致。截至 2014 年底，公司存货 3359.79 亿元，同比增长 34.51%，其中房地产开发成本和开发产品合计账面余额为 3279.51 亿元，占存货账面余额的 97.32%。2014 年公司计提跌价准备 9.88 亿元。联合资信注意到，由于公司房地产项目具有一定的开发周期，后续项目销售受行业景气度和宏观调控政策影响具有不确定性；此外，公司

目前在建项目投资规模较大,项目投资支出集中,与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售,对公司资金周转形成一定压力。

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

非流动资产

2012~2014年,公司非流动资产年复合增长23.21%,主要源于投资性房地产、其他非流动资产和固定资产的增加。截至2014年底,公司非流动资产488.84亿元,主要包括投资性房地产(占30.77%)、固定资产(占19.01%)、长期股权投资(占9.09%)、无形资产(占9.65%)和其他非流动资产(占6.31%)。

2012~2014年,公司长期股权投资波动中有所增长,年复合增长5.50%。截至2014年底,公司长期股权投资为44.41亿元,同比下降22.88%,主要系会计准则变更,公司将不具有共同控制或重大影响,并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的股权投资由长期股权投资移入可供出售金融资产。公司长期股权投资主要是对海南天源利丰实业有限公司、成都市保蓉房地产开发有限公司等房地产开发企业及能源开发企业的投资。其中,公司所投置业公司大部分为项目公司,随着项目的结束而要清算注销。

2012~2014年,公司投资性房地产分别为92.10亿元、104.96亿元和150.40亿元,年均复合增长27.79%,全部为公司自持商业物业。2014年底,公司共计提折旧9.08亿元,计提减值准备0.12亿元。

2012~2014年,公司固定资产快速增长,年均复合增长32.25%。截至2014年底,公司固定资产原价合计118.53亿元,其中房屋及建筑物占72.16%,累计折旧22.56亿元,计提减值准备3.03亿元,截至2014年底账面价值92.94亿元,同比增长26.81%。

2012~2014年,公司其他非流动资产持续

增长,年均复合增长140.86%,主要由股权投资差额、委托贷款及预付房款保证金构成。

2014年底,公司其他非流动资产合计30.85亿元,主要是委托贷款(合计26.65亿元)。2014年底股权投资差额较大的被投资单位主要包括:上海辰粤房地产开发有限公司、上海新天地房地产开发有限公司、江西绿地前湖置业有限公司等。

公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成,年均复合变化率为-6.73%。截至2014年底,公司无形资产为47.16亿元。

由于融资需要,公司已将部分土地、房地产在建项目、建筑物(包括房产项目和投资性房地产)及企业股权用于抵押或质押。截至2014年底,公司(合并口径)所有权及使用权受限资产的账面价值总和1749.32亿元,占其资产总额的34.37%。

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

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益持续增长,年复合增长39.79%,主要来自资本公积和实收资本的增加。截至2014年底,公司所有者权益合计612.31亿元(其中少数股东权益147.47亿元),主要来自资本公积和实收资本的增加。从构成上看,截至2014年底,公司所有者权益中实收资本占21.15%,资本公积占12.97%,未分配利润占38.49%,少数股东权益占24.08%。公司所有者权益以未分配利润、少数股东权益和实收资本为主。

2012年公司实收资本增加28.72亿元,其中,以未分配利润和应付股利转增资本21.01

亿元，股东增资 7.71 亿元，截至 2012 年底公司实收资本 59.09 亿元。2013 年公司实收资本增加 23.63 亿元，来源于未分配利润转增资本，截至 2013 年底，公司实收资本为 82.72 亿元。截至 2014 年底，公司实收资本 129.49 亿元，同比增加 46.77 亿元，主要系公司引进战略投资者和资本公积转增注册资本所致。2014 年一季度，公司收到上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）、珠海普罗股权投资基金（有限合伙）、上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）和深圳市平安创新资本投资有限公司缴纳的投资款合计 117.29 亿元，均以货币方式出资，已经上会会计师事务所审验，其中，20.87 亿元计入实收资本，96.42 亿元计入资本公积。此外，根据 2014 年 1 月 13 日股东会决议，公司资本公积转增注册资本 25.90 亿元。截至 2014 年底公司实收资本 129.49 亿元。

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

整体看，公司权益稳定性一般。

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速扩大，年复合增长率为 46.92%，主要是预收款项、长期借款、应付类款项（应付账款+其他应付款）和短期借款的增加。截至 2014 年底，公司负债合计 4477.28 亿元。公司负债构成以流动负债为主，近三年流动负债占比分别为 76.15%、72.30%和 72.02%，流动负债比重有所下降。

2012~2014 年，公司流动负债年复合增长率为 42.88%，主要是预收款项、应付类款项（应付账款+其他应付款）和短期借款增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债为 3224.62 亿元。从构成上看，公司流动负债中预收款项（占 35.16%）、应付账款（占 22.33%）、其他应付款（占 16.04%）和一年内到期的非流动负债（占

12.74%）占比较大。

2012~2014 年，公司短期借款年复合增长率为 32.46%。截至 2014 年底，公司短期借款达 264.80 亿元，其中，保证借款占 45.69%，信用借款占 37.17%，抵押借款占 14.37%，质押借款占 2.77%。

近年来，公司房地产预售金额稳定增长，导致公司预收款项年复合增长率为 17.46%。截至 2014 年底，公司预收款项为 1133.72 亿元，账龄以一年以内为主，占 81.18%。

公司应付账款主要是应付及预提工程款、应付及预提销售佣金和应付货款。2012~2014 年，公司应付账款年均增幅 49.20%，截至 2014 年底，应付账款为 720.05 亿元；其中账龄在 1 年以内的占 90.48%，1~2 年的占 5.68%，2 年以上的占 3.84%，部分款项账龄较长，主要因为工程决算周期长。

公司的其他应付款主要是收到的押金及保证金、收到的购房意向金和应付其他公司款项（主要为收到的投资保证金、项目公司合作方投资款及股东投资款等）等。2012~2014 年，其他应付款年均增幅 113.72%，截至 2014 年底，公司其他应付款 517.10 亿元，同比增长 41.44%，主要系项目公司合作方投资款和往来款增加所致。近年来，根据公司自身战略发展，公司增加合作开发项目量，与合作方同比例支付项目前期资金致使公司其他应付款中应付其他公司款项增加。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占 41.77%，1~2 年占 42.13%，2 年以上的占 16.10%。

公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 112.12%，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 410.74 亿元，其中一年内到期的长期借款占比 97.14%，一年内到期的应付债券占比 2.68%，一年内到期的长期应付款占比 0.18%。

公司其他流动负债主要是公司及子公司发行的短期债务融资工具，年均复合变化率为 -37.98%。截至 2013 年底，公司其他流动负债

为 12.00 亿元(能源集团于 2013 发行两期短期融资券, 额度分别为 3.00 亿元和 4.00 亿元; 云峰集团于 2013 年发行一期短期融资券, 额度为 5.00 亿元); 截至 2014 年底, 公司其他流动负债为 5.00 亿元, 主要为能源集团于 2014 发行短期融资券 5.00 亿元, 全部为有息债务, 已将此科目调入短期债务和全部债务中核算。

2012~2014 年, 公司应交税费分别为-2.65 亿元、20.11 亿元和 86.06 亿元, 2013~2014 年大幅上涨主要因公司规模不断扩大, 企业所得税不断增长和预提了项目清算的土增税所致。

2012~2014 年, 公司非流动负债持续上升, 年复合增长 59.15%, 主要是长期借款和应付债券的大幅增加所致。截至 2014 年底, 公司非流动负债 1252.66 亿元; 从构成上看, 长期借款占 78.69%, 应付债券占 19.96%。

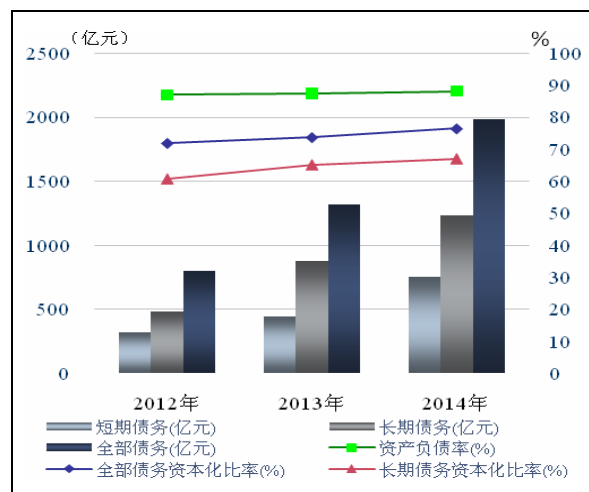
2012~2014 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长率为 42.70%; 截至 2014 年底, 公司长期借款为 985.72 亿元, 公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。

2012~2014 年, 公司应付债券分别为 0.00 亿元、53.25 亿元和 249.69 亿元; 近年来, 随着业务规模的扩张, 公司通过在国内发行债券和定向工具, 扩大融资渠道。

随着业务规模的扩张, 公司有息债务规模逐年上升, 2012~2014 年复合增长 57.49%。截至 2014 年底, 公司有息债务总额 1984.85 亿元, 其中短期债务占 37.76%, 长期债务占 62.24%。

2012~2014 年, 公司资产负债率分别为 86.88%、87.22%和 87.97%; 全部债务资本化比率分别为 71.86%、73.69%和 76.42%, 公司债务负担重且整体呈上升趋势。2014 年底公司预收账款占总资产的比重处于较高水平, 未来随着公司房地产项目的陆续完工, 预收款项将逐步确认为收入, 但公司新开发面积也在大幅增长, 公司负债水平仍然保持高位。

图 5 2012~2014 年公司债务负担变化情况



资料来源: 根据公司审计报告整理

总体看, 近几年公司负债规模持续扩张, 负债结构以流动负债为主, 预收款居多。有息债务规模持续较快增长; 公司引入战略投资者, 收到投资款合计 117.29 亿元, 充实了公司权益资本。公司整体债务水平仍处于高位。

4. 盈利能力

2012~2014 年, 公司分别实现营业总收入 1985.62 亿元、2521.82 亿元和 2619.55 亿元, 年均复合增长 14.86%; 随着金融板块的发展, 公司 2014 年获得利息收入、手续费及佣金收入合计 2.73 亿元。

2012~2014 年, 公司营业收入快速增长, 年复合增长率为 14.84%, 主要是由于公司房地产、能源板块经营规模扩张所致。2014 年公司实现营业总收入 2619.55 亿元, 其中营业收入 2616.82 亿元, 主要为房地产业务收入及能源业务收入。随着收入规模的扩大, 公司营业成本也相应大幅增加, 增幅略低于营业收入增幅, 年复合增长率为 14.35%, 2014 年公司营业成本为 2284.29 亿元。

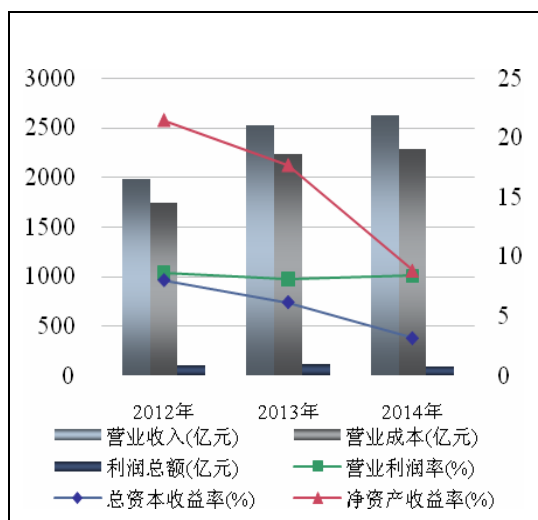
期间费用方面, 2012~2014 年, 公司期间费用分别为 79.04 亿元、95.50 亿元和 123.68 亿元, 年复合增长 25.09%, 占收入的比重分别为 3.98%、3.79%和 4.73%, 波动中有所上升, 公司整体期间费用控制力强。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 4.86 亿元、5.67 亿元和 1.92 亿元，年均复合变化率为-37.12%，主要为长期股权投资收益及金融资产投资收益。

2012~2014 年公司营业外收入分别为 6.16 亿元、18.90 亿元和 5.06 亿元，年均复合变化率为-9.38%；2013 年营业外收入大幅增长主要系非同一控制下企业合并成本与其公允价值份额的差异额（11.46 亿元）的增加。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 98.59 亿元、120.35 亿元和 92.71 亿元，年均复合变化率为-3.03%。

图 6 2012~2014 年公司盈利能力情况



资料来源：根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率波动中有所下滑，分别为 8.68%、8.12% 和 8.42%，2012~2013 年公司能源及相关产业的快速扩张使能源板块收入占比逐年上升，但该板块毛利率相对较低，从而拉低了公司整体利润率水平；2014 年煤炭等能源市场低迷，公司能源及相关产业收入规模有所下降，在毛利率较高的房地产板块带动下公司营业利润率有所提升。2012~2014 年，公司总资本收益率分别为 8.01%、6.17% 和 3.19%，净资产收益率分别为 21.47%、17.69% 和 8.82%。公司盈利能力较强。

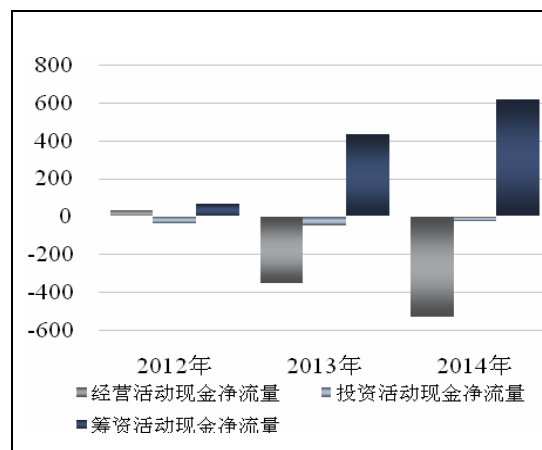
总体看，公司收入及利润规模受房地产和能源板块影响显著，期间费用控制能力强，盈

利能力较强。未来随着房地产项目预收款项结转收入，公司收入及利润规模有望继续增长。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2238.52 亿元、2794.84 亿元和 2826.23 亿元，经营活动现金流入量分别为 2957.47 亿元、3810.91 亿元和 3715.85 亿元，年复合增长率分别为 12.36% 和 12.09%，主要是由于公司房地产预销售规模和能源贸易规模扩大所致。2012~2014 年，公司现金收入比分别为 112.82%、110.90% 和 108.00%，公司现金收入质量较高。由于公司房地产施工项目快速增长，公司经营活动现金流出持续增加，2012~2014 年购买商品、接受劳务支付的现金分别为 2155.90 亿元、3128.76 亿元和 3209.81 亿元，年均复合增长 22.02%。2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金以及支付其他与经营活动有关的现金分别为 879.37 亿元和 811.53 亿元，规模较大，主要为土地竞买保证金的支付及返还以及往来款等。2012 年由于公司前期投资回报逐步显现，经营活动现金流量表现为净流入，2013~2014 年公司加大房地产等业务的投资，经营活动现金流量表现为净流出 351.51 亿元和 529.84 亿元。

图 7 2012~2014 年公司现金流变化



资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入规模大幅增长，年均复合变化率

为 256.13%，2014 年为 174.32 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 82.32 亿元，主要为公司短期理财投资到期所收回的现金。2012~2014 年，公司投资活动现金流出量分别为 48.85 亿元、82.92 亿元和 196.60 亿元，投资活动现金流出规模较大，主要是由于：①公司对参股公司的股权投资增多；②公司购建固定资产、购买土地等支付的现金增多；③公司购买短期理财产品支付的投资额增多（公司记在“支付其他与投资有关的现金”科目）。公司近三年投资活动现金净流量分别为-35.10 亿元、-47.34 亿元和-22.27 亿元，投资活动现金净流出规模较大。

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-552.12 亿元，公司经营活动现金流不能满足投资需求。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，近三年公司筹资活动现金流入规模较大，分别为 522.89 亿元、1045.39 亿元和 1369.17 亿元。筹资活动现金流量净额分别为 69.57 亿元、432.82 亿元和 616.40 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现能力强，但受房地产开发规模进一步扩张及房地产行业周期性波动的影响，2012 及 2013 年度公司经营净现金流表现为净流出，加之公司加大对外投资力度，公司对外融资需求快速上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年底，公司流动比率分别为 130.77%、142.39%和 142.68%，公司流动比率呈逐年上升趋势，主要是由于公司房地产销售规模不断增长，流动资产增幅大于流动负债增速所致；公司流动资产中存货占比大，对资金形成一定占用，速动比率分别为 31.91%、34.66%和 38.48%；经营现金流动负债比分别为 1.91%、-15.16%和 -16.43%。考虑到公司充足的货币资金以及不需要实际偿还的预收款较多等因素，公司短期支付能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 131.33 亿元、159.25 亿元和 131.70 亿元，全部债务/EBITDA 呈上升趋势，分别为 6.09 倍、8.26 倍和 15.07 倍。总体看，公司整体偿债能力正常。

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

表 7 截止 2014 年底公司对外担保情况（单位：元、美元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
绿地集团控股有限公司	上海海外联合投资有限公司	美元 55104887	2013/6/27	2019/6/13	否
		28360000	2014/6/19	2017/6/19	否
	中国华源集团有限公司	50000000	--	已逾期	否
辽宁绿地能源煤业有限公司	东港市加威食品有限公司	600000	--	--	否

资料来源：审计报告

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2014 年底，公司共获得授信额度总量为 2259.80 亿元，已使用 833.32 亿元，尚

未使用 1426.48 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，截止本报告出具日，公司重大资产重组事项基本完成，公司成功登陆国内资本市场；

公司通过持有香港上市公司绿地香港控股有限公司 60% 的股份，将其打造成为公司重要的境外融资平台。公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1031010501203970L），截至 2015 年 8 月 13 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有五笔关注类贷款记录，这五笔贷款均已经在 2003 年前还清，其中四笔均在贷款到期日（或之前）归还，只有一笔于贷款到期日八日后还款，最终银行贷款均已实现正常回收。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况的综合分析，公司整体抗风险能力很强。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，在公司赎回前长期存续，占公司 2014 年底全部债务的 1.01%，占长期债务的 1.62%，本期中期票据对公司现有债务影响小。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.97%、76.42% 和 66.86%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 88.02%、76.60% 和 67.22%，考虑到公司本期中期票据募集资金全部将用于偿还存量流动资金借款，公司实际债务比率可能低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 2957.47 亿元、3810.91 亿元和 3715.85 亿元，为本期中期票据本金的 147.87 倍、190.55 倍和 185.79 倍；公司经营活动现金

流量净额分别为 30.14 亿元、-351.51 亿元和 -529.84 亿元，分别为本期中期票据本金的 1.51 倍、-17.58 倍和 -26.49 倍；公司 EBITDA 分别为 131.33 亿元、159.25 亿元和 131.70，分别为本期中期票据的 6.57 倍、7.96 倍和 6.59 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度好。同时，联合资信注意到本期中期票据递延支付利息的条款。若公司递延支付利息，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力，利息递延的可能性导致本期中期票据的利息支付压力可能高于普通债。

九、结论

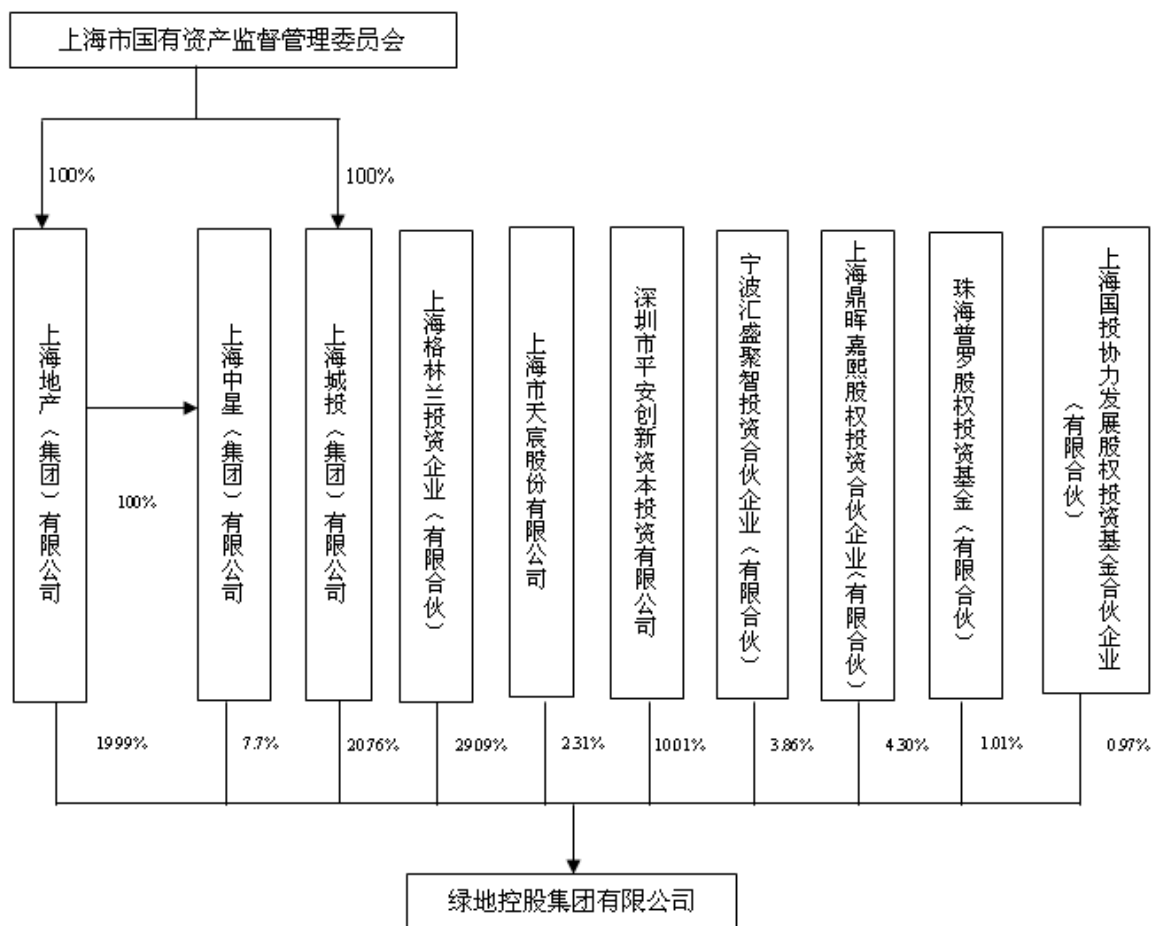
公司经过多年发展，目前已形成房地产主业突出，能源、金融等相关产业并举发展，公司业务涉及行业较多，经营规模大，行业经验丰富，具有较强的品牌影响力，多元化业务有效分散了经营风险。

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

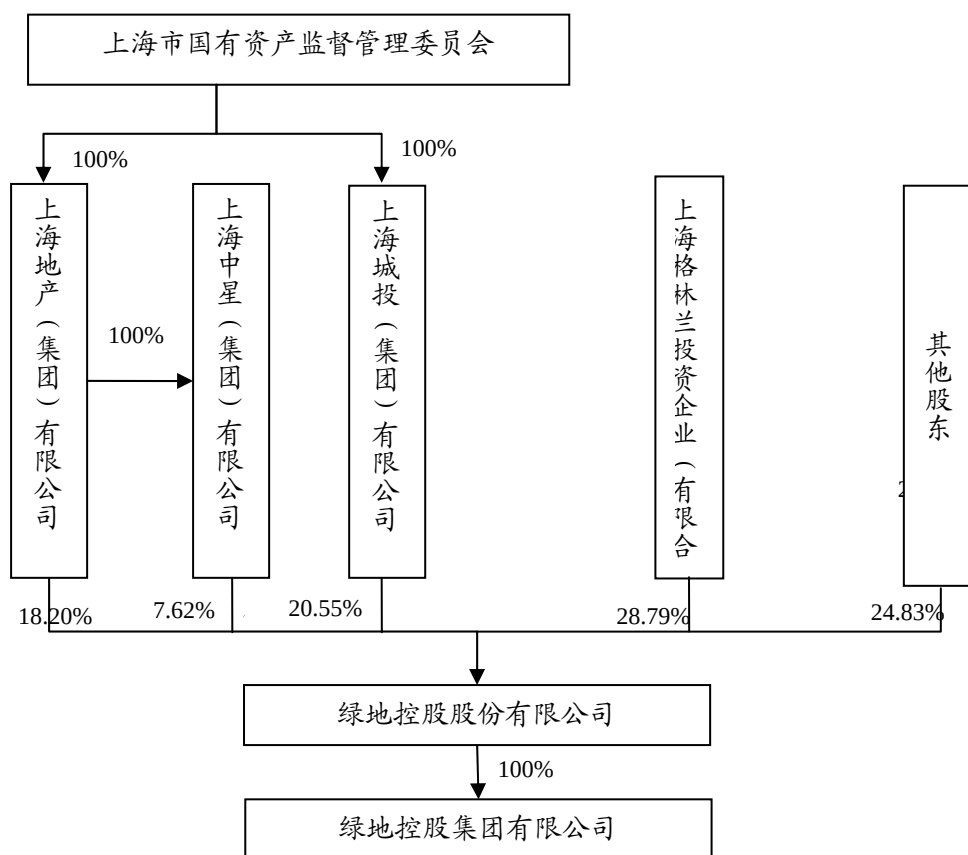
本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小，且公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

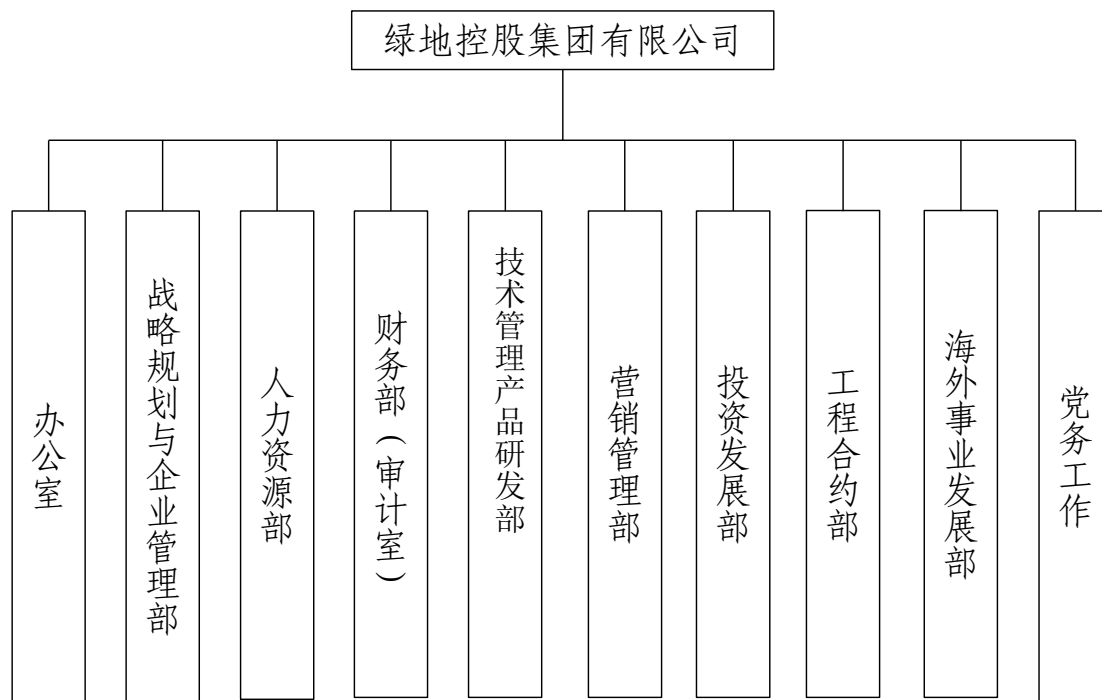
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2014 年底）



附件 1-2 公司股权结构图（截至 2015 年 8 月）



附件 2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	236.50	303.28	393.29
资产总额(亿元)	2387.42	3676.78	5089.59
所有者权益(亿元)	313.34	469.71	612.31
短期债务(亿元)	316.20	442.51	749.44
长期债务(亿元)	484.05	873.32	1235.41
全部债务(亿元)	800.25	1315.82	1984.85
营业收入(亿元)	1984.19	2520.25	2616.82
利润总额(亿元)	98.59	120.35	92.71
EBITDA(亿元)	131.33	159.25	131.70
经营性净现金流(亿元)	30.14	-351.51	-529.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	31.42	27.28	16.30
存货周转次数(次)	1.23	1.10	0.78
总资产周转次数(次)	0.93	0.83	0.60
现金收入比(%)	112.82	110.90	108.00
营业利润率(%)	8.68	8.12	8.42
总资本收益率(%)	8.01	6.17	3.19
净资产收益率(%)	21.47	17.69	8.82
长期债务资本化比率(%)	60.70	65.03	66.86
全部债务资本化比率(%)	71.86	73.69	76.42
资产负债率(%)	86.88	87.22	87.97
流动比率(%)	130.77	142.39	142.68
速动比率(%)	31.91	34.66	38.48
经营现金流动负债比(%)	1.91	-15.16	-16.43
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	8.26	15.07
EBITDA/本期债券发行额度(倍)	6.57	7.96	6.59
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	147.87	190.55	185.79
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.51	-17.58	-26.49

注：已将其他流动负债中有息债务计入短期债务、全部债务以及相关指标核算。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 绿地控股集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

绿地控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，绿地控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注绿地控股集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现绿地控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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

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

