跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 667 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将绿地控股集团有限公司主体长期信用等级由AAA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“15绿地MTN001”的信用等级由AAA调整为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

绿地控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 绿地 MTN001	20 亿元	2015/09/16-2020/09/16	AA^+	AAA

跟踪评级时间：2016 年 5 月 20 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	264.29	337.17	447.72	487.21
资产总额(亿元)	3676.78	5089.59	6004.36	6399.29
所有者权益(亿元)	469.71	612.31	673.33	690.82
短期债务(亿元)	442.51	749.44	707.44	708.33
全部债务(亿元)	1315.82	1984.85	2446.31	2756.85
营业收入(亿元)	2520.25	2616.82	2072.57	488.62
利润总额(亿元)	120.35	92.71	105.75	31.86
EBITDA(亿元)	159.25	131.70	146.51	--
经营性净现金流(亿元)	-351.51	-529.84	-242.39	-289.73
营业利润率(%)	8.12	8.42	9.42	10.34
净资产收益率(%)	17.69	8.82	10.97	--
资产负债率(%)	87.22	87.97	88.79	89.20
全部债务资本化比率(%)	73.69	76.42	78.42	79.96
流动比率(%)	142.39	142.68	152.34	160.40
全部债务/EBITDA(倍)	8.26	15.07	16.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.21	1.02	--
经营现金流动负债比(%)	-15.16	-16.43	-6.81	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债中有息债务计入短期债务及相关指标核算；3、2013~2015 年现金类资产为剔除受限货币资金后数据，2016 年 3 月底现金类资产未剔除受限货币资金；4、公司 2015 年发行的 20 亿元可续期中票未计入有息债务。

分析师

刘晓濛　赵传第　姜雨彤
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

跟踪期内，绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）在经营规模、品牌影响力、多元化经营等方面保持突出优势；在巩固房地产开发核心主导业务的同时，公司还积极发展“大基建、大金融、大消费”等板块，以多元化经营适度分散经营风险；2015年8月，公司股东绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地股份”）在上海证券交易所上市，其直接融资渠道得到拓宽。

同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受公司收缩能源产业规模等影响，其营业收入出现较大幅度下降；公司房地产主业经营压力加大，营业收入近年来首次出现下滑情况，且公司目前在建/在售项目规模大，未来去库存压力大；公司债务负担持续加重、利润总额对投资收益和公允价值变动收益依赖大、经营性净现金流持续大幅流出等因素对公司经营和发展带来的不利影响。

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

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AAA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“15绿地MTN001”的信用等级由AAA调整为AA^+。

优势

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

险。

3. 2015 年 8 月，公司股东绿地股份在上海证券交易所上市，其直接融资渠道得到拓宽；公司通过控股绿地香港和润东汽车成功登陆香港资本市场，搭建海外融资平台，加速融入国际市场。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对“15绿地MTN001”保障能力强。

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；公司目前在建/在售项目规模大，未来去库存压力大。
2. 跟踪期内，受公司收缩能源产业规模等影响，其营业收入出现较大幅度下降。
3. 跟踪期内，公司利润总额对公允价值变动收益和投资收益依赖大。
4. 公司资产中存货规模大，存货主要以房地产开发项目和土地储备为主，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱。
5. 公司有息债务规模持续增长，债务负担重。
6. 公司在建项目投资规模大，未来筹资压力大。
7. 公司通过子公司上海绿地商业（集团）有限公司参股的上海云峰（集团）有限公司发生多起私募债违约，对公司产生一定负面影响。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于绿地控股集团有限公司主体长期信用及“15 绿地 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为上海市绿地开发总公司，经上海市农业委员会（以下简称“市农委”）和上海市建设委员会（以下简称“市建委”）联合颁发的《关于同意建立上海市绿地总公司的批复》（沪农委〔1992〕第139号）批准，并经市农委出具的《关于上海市绿地总公司更名为上海市绿地开发总公司的证明》同意，于1992年7月17日成立，初始注册资本为人民币2000万元，由市农委和市建委下属经济实体共同出资组建。1997年3月25日，上海市绿地开发总公司改制为有限责任公司，并设立职工持股会，注册资本增至16000万元，企业名称更改为上海绿地（集团）有限公司。2012年2月20日，公司名称变更为绿地控股集团有限公司。

经过多次送股、配股、资本公积转增股本、增资以及股权变更，截至2013年底，公司注册资本827222.60万元，股权结构情况如下（表1）。

表 1　截至 2013 年底公司股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
上海绿地（集团）有限公司职工持股会	36.43
上海市城市建设投资开发总公司	26.00
上海地产（集团）有限公司	25.03
上海中星（集团）有限公司	9.65
上海市天宸股份有限公司	2.89
合计	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2014年一季度，公司在上海联合产权交易所挂牌引入深圳市平安创新资本投资有限公司等五名战略投资者，注册资本变更为1035920.82万元；2014年1月13日，公司以资本公积转增注册资本258980.21万元。截至2014年底，公司注册资本为1294901.03万元，股权结构如下（表2）。

表 2　截至 2014 年底公司股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
上海格林兰投资企业（有限合伙）	29.09
上海市城市建设投资开发总公司	20.76
上海地产（集团）有限公司	19.99
深圳市平安创新资本投资有限公司	10.01
上海中星（集团）有限公司	7.70
上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）	4.30
宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）	3.86
上海市天宸股份有限公司	2.31
珠海普罗股权投资基金（有限合伙）	1.01
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.97
合计	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2015年6月18日，公司借壳上海金丰投资股份有限公司（600606.SH, 以下简称“金丰投资”）的重大资产重组事项获得中国证监会的正式核准批复（详见下文“重大事项”）。金丰投资通过资产置换及发行股份的方式购买公司原股东持有的公司全部股权。2015年6月26日，相关股权过户和工商变更手续已完成，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），金丰投资为公司唯一股东。

截至2016年3月底，公司注册资本为1294901.03万元；经过两次名称变更[1]后，上市公司绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地股份”）为公司唯一股东（截至2016年3月底，绿地股份的股权结构如下）。

[1] 2015年8月12日，金丰投资召开临时股东大会审议决定将名称变更为“绿地控股股份有限公司”，证券简称于2015年8月18日变更为“绿地控股”。2016年2月19日，绿地控股股份有限公司董事会决定将名称变更为“绿地控股集团股份有限公司”，并于2016年3月18日完成相关工商变更登记手续。

表 3　截至 2016 年 3 月底绿地股份前十名股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
上海格林兰投资企业（有限合伙）	28.99
上海城投（集团）有限公司	20.55
上海地产（集团）有限公司	18.20
深圳市平安创新资本投资有限公司	9.91
上海中星（集团）有限公司	7.62
上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）	4.25
宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）	3.82
上海市天宸股份有限公司	2.29
珠海普罗股权投资基金（有限合伙）	1.00
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.96
合计	**97.59**

资料来源：绿地股份 2016 年第一季度报告

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

截至2015年底，公司设有总裁室，总裁室下设：办公室、战略规划与企业管理部、人力资源部、财务部、技术管理产品研发部、营销管理部、投资发展部、工程合约部、海外事业发展部、党务部共10个部门和并购中心、审计中心及风控中心。截至2015年底，公司合并范围包括二级子公司128家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 6004.36 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 187.57 亿元）合计 673.33 亿元；2015 年，公司合并口径实现营业收入 2072.57 亿元，利润总额 105.75 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 6399.29 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 188.48 亿元）合计 690.82 亿元；2016 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 488.62 亿元，利润总额 31.86 亿元。

公司注册地址：上海市江苏路502号7楼；法定代表人：张玉良。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进一步改善。初步核算，全年国内生产总值67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长21.6%，平均每天新增1.2万户。2015年底，中国城镇登记失业率4.1%，较2014年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业1312万人，完成城镇新增就业1000万人以上、城镇登记失业率控制在4.5%以内的目标。国居民人均可支配收入实际增长7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长8.5%，新增4万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%）。全年进出口总额值4.0万亿美元，同比下降8.0%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和

300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年底，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。截至2015年底，社会融资规模存量为138.1万亿元，同比增长12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。

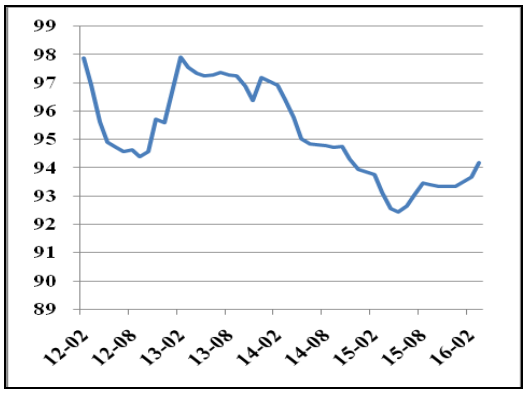
2016年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长6.5%~7%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析

1. 近年地产行业概况

2014 年的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；中央政策以“稳”为主，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。进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

图 1　2012 年以来国房景气指数（频率：月）

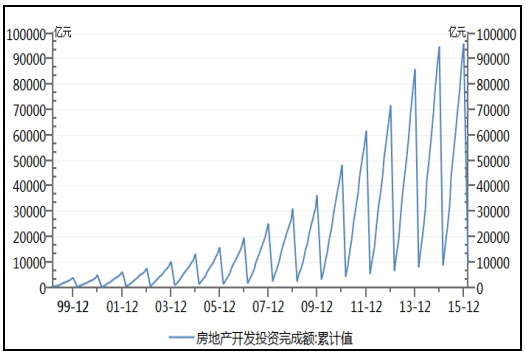


资料来源：Wind资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1%和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46

万亿元，同比增长 0.4%。

图 2 房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 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%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。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%，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（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4%和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2%和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

2. 房地产供求与信贷环境

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 年底增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014 年 11 月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城

市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

3. 政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；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，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年底，上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）通过上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）、上海市城市建设投资开发总公司和上海中星（集团）有限公司[2]（以下简称“中星集团”）合计持有公司60.68%的股权。

2014年公司引入战略投资者，截至2014年底，上海地产集团（含其全资子公司中星集团）、上海城投（集团）有限公司[3]（以下简称“上海城投集团”）、上海格林兰投资企业（有限合伙）[4]（以下简称“上海格林兰”）分别持有公司27.69%（其中中星集团持有7.7%）、20.76%和29.09%的股权。

2015年，金丰投资通过资产置换和发行股份购买公司原股东所持公司全部股权；后经两次名称变更，截至2016年3月底，上市公司绿地股份持有公司100%股权。

2. 企业规模和竞争实力

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

房地产开发经营作为公司传统的核心主导产业，项目遍及上海、北京、天津等全国 29 个省市自治区 80 余座城市，开发规模、产品类型、品质品牌均处于全国领先地位，特别在超高层、大型城市综合体、高铁站商务区等领域领先，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余城，海外投资业务快速增长。

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

六、重大事项

1. 重大资产重组

2014 年 3 月 18 日，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。

根据拟注入资产、拟置出资产评估后交易

[2] 上海市国资委是上海地产集团、中星集团和上海市城市建设投资开发总公司的实际控制人。
[3] 上海市城市建设投资开发总公司更名为上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投集团”）。
[4] 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）。
[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》。

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，向上海市天宸股份有限公司发行27834.38万股，向深圳市平安创新资本投资有限公司发行120603.70万股，向上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）发行51720.52万股，向宁波汇盛聚智合伙企业（有限合伙）发行46511.26万股，向珠海普罗股权投资基金（有限合伙）发行12207.14万股，向上海国投协力发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)发行11627.82万股。

2015年6月18日，金丰投资收到中国证监会下发的批复（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。相关股权过户和工商变更手续已于2015年6月26日完成，公司股东变更为金丰投资。

2015年7月3日，金丰投资通过向公司全体股东非公开发行股票方式购买公司股权，发行价格为5.54元/股，发行数量为1164983.43万股。

2015年8月12日，金丰投资股东大会审议通过名称变更等议案。2015年8月13日，上市公司金丰投资名称变更为“绿地控股股份有限公司”，并于2015年8月18日变更证券简称为“绿地控股”。2016年2月19日，绿地控股股份有限公司董事会决定将名称变更为“绿地控股集团股份有限公司”，并于2016年3月18日完成相关工商变更登记手续。

2015年12月8日，绿地股份董事会审议决定：拟非公开发行不超过207787.73万股的股票，募集总额不超过301.50亿元资金；扣除发行费用后，拟将募集资金中110亿元用于三个房地产投资项目，101.5亿元用于4个金融投资项目，90亿元用于偿还银行贷款。根据预案，本次非公开发行将不会导致公司控制权发生变化，但还需获得中国证监会的核准，联合资信将密切关注本次非公开发行后续进展。

2. 云峰集团私募债违约

上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）原系上海警备区所属企业，1999年移交地方，2002年实施股份制改革，并逐步形成以下股权结构：第一大股东云峰集团职工持股会持股45.5%，上海市农委及建委按50%：50%比例出资设立的上海绿地资产控股有限公司（以下简称“绿地资产控股”）持股34%，公司子公司上海绿地商业（集团）有限公司持股20.5%。2009年12月，绿地资产控股与公司签署《股权委托管理协议》，将其所持云峰集团34%股权委托给公司无偿进行管理，由公司代行股东权利。协议约定托管自2010年1月1日起生效，未约定托管终止期限（以上内容摘自绿地股份澄清公告，编号：临2016-027）。

2015年10月27日，绿地股份发布董事会决议公告：由于能源业务已不再是公司重点发展的产业，决定与绿地资产控股解除针对云峰集团的股权委托管理协议；协议解除后，云峰集团将不再纳入公司合并报表范围；同时，为保证云峰集团正常运营，同意在一年内为其提供最高不超过现有20亿元规模的周转资金，资金成本按照银行同期贷款利率计算。同时，云峰集团董事长李权先生因为工作变动不再担任公司副总裁。

2016年1月起，云峰集团发行的多期私募债陆续发生违约。针对云峰集团私募债兑付及相关报道，绿地股份于2016年3月1日发布澄清公告称：云峰集团作为独立的公司法人，发债融资等各项经营管理事务均系独立运作，其发债所得资金也均全部用于自身发展，绿地控股集团有限公司在《公司法》的框架下行使股东权利，未对云峰集团发行的债券提供担保，也不对债券的偿付承担责任；但考虑到云峰集团目前处于困境，作为间接参股股东，将在遵守法律法规的前提下，积极协助云峰集团

妥善处理好相关事宜。

针对云峰集团私募债违约及相关事件后续进展，联合资信认为：（1）云峰集团主营业务涉及能源、物流、汽车服务和房产建筑等领域，能源贸易收入为主要收入来源。以 2014 年数据为基准，公司资产总额、营业收入分别为 5089.59 亿元和 2616.82 亿元，云峰集团资产总额和营业收入分别为 343.46 亿元、692.34 亿元(云峰集团 2014 年资产总额及营业收入数据来源：绿地控股集团有限公司 2014 年审计报告)。云峰集团划出对公司资产规模影响较小，但对公司能源及相关板块收入规模影响大；（2）根据绿地股份公告：“云峰集团作为独立的公司法人，发债融资等各项经营管理事务均系独立运作”，公司对下属子公司管控能力有待提高。

联合资信将持续关注云峰集团私募债违约后续进展及相关事件对公司融资能力、信用水平等方面可能产生的不利影响。

3. 资本运作

2015年5月18日，金丰投资发布公告称：绿地控股集团有限公司境外全资附属公司拟认购中国润东汽车集团有限公司（以下简称“润东集团”，香港联交所股票编号：01365）有条件配发及发行的股份(详见金丰投资于2015年5月18日发布的《上海金丰投资股份有限公司关于绿地控股集团有限公司全资子公司认购中国润东汽车集团有限公司股份的公告》)。润东汽车于2015年8月31日纳入公司合并范围，股权取得成本为13.11亿元人民币，持股比例为33.60%，公司获得资本溢价45.35万元。

2015 年 6 月 18 日，绿地股份公告：全资子公司绿地控股集团有限公司拟与贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）签署增资扩股协议，以战略投资者身份参与贵州建工集团有限公司（以下简称“贵州建工”）增资扩股。贵州建工于 2015 年 7 月 1 日纳入公司合并范围，股权取得成本为 12.09 亿元人民币，公司持股比例为 70%。

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

七、管理分析

跟踪期内，公司股东对公司章程进行了修正，除股东、出资时间、出资方式、出资额外，《章程修正案》对公司法人治理结构也做了相应变更，具体变更情况如下表。

表 4 跟踪期内公司章程修正情况

变更对象	变更前	变更后
董事会	公司董事会由 13 名董事组成。其中：上海格林兰投资推派 5 名；上海市国资委控制的股东单位推派 5 名（上海地产集团推派 2 名、上海城投集团推派 2 名、中星集团推派 1 名），深圳市平安创新资本投资有限公司和上海市天宸股份有限公司各推派 1 名，另设有 1 名独立董事。	董事会共由 4 名董事组成。
董事长、副董事长	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。董事长董事长由上海格林兰推派，副董事长分别由上海地产集团、上海城投集团和中星集团推派。董事长和副董事由董事会以全体董事的过半数选举产生。	公司设董事长 1 名，董事长从董事中产生。
监事会	公司设监事会。监事会由 9 名监事组成。其中 3 名监事由绿地控股集团有限公司职工代表担任。董事、高级管理人员不得兼任监事。	公司设监事会，由 3 名监事组成，其中至少 1 名监事由公司职工代表担任，董事、高级管理人员不得兼任监事。

资料来源：公司章程及章程修正案

跟踪期内，公司董事会、监事会完成换届选举：由张玉良、许敬、张蕴和田波担任公司董事会董事；经民主推荐，黄健、李伟、王朔妤当选为公司职工代表监事，并组成公司新一任监事会。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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

2015 年，内部抵消后公司实现主营业务收入 2053.65 亿元，同比下降 21.03%，主要系房地产结转面积下降和公司收缩能源板块业务规模所致；同期，公司主营业务毛利率同比上升 1.87 个百分点至 14.46%。跟踪期内，公司主营业务收入同比快速下降，主营业务综合毛利率略有上升。

分板块来看，房地产板块仍是公司收入和利润的主要来源，2015 年在主营业务收入中占比（合并抵消前数据，下同）上升至 43.78%，房地产板块毛利率同比下降 0.53 个百分点至 24.27%，主要系土地、人工成本上升所致。2015 年，公司合并报表范围新增贵州建工，建筑及相关产业收入规模同比上升 70.52%至 426.63 亿元，在主营业务收入中占比为 18.76%，但建筑板块毛利率水平较低（2015 年为 6.18%，同比上升 0.26 个百分点）。金融产业收入在公司主营业务收入中的比重虽然不大（2015 年为 0.20%），但利润水平高，2015 年金融及相关产业实现收入 4.57 亿元，毛利率为 99.99%。跟踪期内，受进口商品直销业务规模扩张影响，公司商品销售板块营业收入同比增长 13.83%至 341.70 亿元，但商品销售业务盈利能力弱，跟踪期内毛利率水平虽同比有所增长，但对公司利润贡献小。2015 年，因云峰集团不再纳入公司合并范围，公司能源板块业务规模大幅下降至 336.50 亿元，毛利率小幅增长至 1.51%。跟踪期内，公司控股润东汽车，汽车板块收入规模同比增长 80.92%至 127.78 亿元，毛利率水平为 6.37%，同比增长 2.08 个百分点，主要系润东汽车下属高端汽车品牌居多、产品售价较高所致。

表 5　2013~2015 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 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	923.06	34.37	26.52	1121.77	39.86	24.80	995.77	43.78	24.27
建筑及相关产业	207.55	7.73	6.08	250.19	8.89	5.92	426.63	18.76	6.18
商品销售及相关产业	243.42	9.06	0.16	300.18	10.67	0.27	341.70	15.02	0.37
能源及相关产业	1209.68	45.04	1.06	1022.07	36.32	1.12	336.50	14.79	1.51
汽车及相关产业	59.25	2.21	4.75	70.63	2.51	4.29	127.78	5.62	6.37
绿化及相关产业	10.41	0.39	11.97	11.67	0.41	12.23	10.01	0.44	15.15
物业及相关产业	7.99	0.30	34.84	5.57	0.20	42.87	6.28	0.28	33.68
酒店及相关产业	10.02	0.36	81.74	14.84	0.53	74.02	15.58	0.69	80.31
金融及相关产业				2.08	0.07	82.99	4.57	0.20	99.99
租赁收入	3.65	0.13	15.45	5.37	0.19	21.42	5.50	0.24	-6.77
其他收入	10.96	0.41	30.01	9.68	0.34	37.64	4.22	0.19	-12.57
合计 1	**2685.99**	**100.00**	**10.78**	**2814.05**	**100.00**	**11.71**	**2274.54**	**100.00**	**13.29**
减：内部抵消数	182.93	--	2.67	213.37	--	0.96	220.90	--	2.41

合计 2	2503.06	--	11.37	2600.68	100.00	12.60	2053.65	--	14.46

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

注：1、涉及到内部抵消的板块包括：房地产、建筑、商品销售、能源和其他板块；

2、其他收入包括餐饮收入、足球俱乐部收入等。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 489.25 亿元，其中营业收入 488.62 亿元，占 2015 年全年营业收入的 23.61%。2016 年一季度，公司综合毛利率为 15.80%，较 2015 年全年略有增长。分板块看，公司房地产主业实现营业收入 243 亿元，占 2015 年房地产营业收入的 24.40%；建筑及相关产业实现营业收入 198 亿元，占 2015 年建筑板块营业收入的 46.41%。

2. 房地产板块

跟踪期内，受宏观经济疲软、房地产投资增速大幅下滑、行业竞争加剧及结构分化日益凸显等因素影响，公司房地产板块经营压力加大。

2015 年，公司房地产板块实现合同销售金额 2301 亿元，同比下降 4.44%，合同销售面积 2176 万平方米，同比增长 2.88%。跟踪期内公司合同销售面积虽同比略有增长，但合同销售金额同比下降，主要系公司毛利率水平较高的商办类物业销量下降所致。2015 年，公司房地产主业实现营业收入 995.77 亿元，同比下降 11.23%，房地产收入增速延续下滑趋势，并出现近年来首次负增长（2013 年增幅：41.59%，2014 年增幅：21.53%），增长乏力；同期，房地产板块营业成本为 754.09 亿元，同比下降 10.60%，慢于收入降幅，主要系土地、人工成本等增长所致；2015 年公司房地产板块毛利率为 24.27%，较上年同期下降 0.53 个百分点，但房地产开发经营作为公司的核心主导产业，仍是公司收入和利润的最主要来源。

表 6 跟踪期内公司房地产板块主要指标

（单位：万平方米、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
新开工面积	3104	1785	381
房屋施工面积	8233	6359	6456
房屋竣工(备案)面积	1542	1831	134
房屋销售面积	2115	2176	370
合同销售额	2408	2301	496
土地获取面积	1011	538	74
土地款金额	457	484	161

资料来源：公司提供

房地产投资方面，2015 年，面对国内房地产行业投资增速持续下滑的大背景，公司调整房地产投资策略，一方面放缓房地产开发节奏，全年房屋新开工、施工面积同比分别下降 42.49%和 22.76%，土地获取面积同比下降 46.79%。另一方面公司抓住结构性市场行情，将资源向重点区域和重点产品集中，2015 年公司先后在上海、北京、广州、苏州等地新增项目储备 69 个，可建建筑面积 1174 万平方米，新增项目储备中一、二线城市刚需住宅项目比重增加，住宅产品可建建筑面积占比约为 70%。2015 年公司房屋竣工面积同比增长 18.74%，高于房屋销售面积增速，公司去库存压力加大。联合资信将持续关注公司房地产存货的周转情况及对公司资金周转可能形成的压力。

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

房地产销售方面，从业态来看，2015 年公司房地产合同销售金额中，住宅占 50.8%，商办占 49.2%；合同销售面积中，住宅占

68.4%，商办占 31.6%。跟踪期内，受需求放缓、库存高企等因素影响，公司毛利水平较高的商办类物业销售业绩快速下降。

表 7　房地产业态合同销售额分布情况

（单位：亿元、%）

业态	2014 年		2015 年	
	销售额	占比	销售额	占比
住宅	1112.47	46.20	1170	50.85
商办	1295.41	53.80	1131	49.15
合计	**2407.88**	**100.00**	**2301**	**100.00**

资料来源：公司提供

区域分布来看，公司销售区域遍及全国 29 个省（直辖市、自治区）80 余座城市，同时，公司紧跟经济全球化趋势，推进海外拓展步伐，已经进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国、泰国、马来西亚等四大洲九国十余城，但目前公司大部分海外项目正处于在建阶段，预计未来竣工决算后，将成为公司新的利润增长点，但公司海外项目占比较小，预计利润贡献规模有限。

在建项目方面，截至 2015 年底，公司房地产开发成本账面余额合计 3344.59 亿元，其中在建项目累计已投入 3168.64 亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入 175.96 亿元。根据公司 2015 年审计报告中披露数据，公司在建项目预计总投资 8366.98 亿元，尚需投入 5198.34 亿元；拟建项目预计总投资 754.82 亿元（不包括总投资额未定的项目），尚需投入 578.87 亿元。在不考虑新增土地储备的前提下，公司在建房地产项目未来仍需投入超过 5000 亿元的资金，公司筹资压力大。

联合资信注意到，由于公司房地产项目具有一定的开发周期，且项目销售受行业景气度和宏观调控政策影响具有不确定性；此外，公司目前在建项目投资规模大，项目未来投资支出压力大且投资期限集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，对公司资金周转形成一定压力。

从项目储备来看，跟踪期内，公司获取土地储备步伐放缓，2015年新增土地面积538万平方米，同比下降46.79%；公司支付土地款金额合计484亿元，同比增长5.91%，单位土地获取成本大幅上升，主要系公司新增土地储备中一、二线城市土地出让及拆迁补偿成本高所致。

截至 2015 年底，公司持有待开发土地面积 1951.9 万平方米，主要包括启东、济南、郑州、兰州、武汉、海口、黄山等二、三线城市，土地储备较为充足。从区域分布看，公司一线城市（包括北京、上海及广州）土地储备占比较小，截至 2015 年底占比约为 5.18%；一、二线城市土地储备合计 56.43%；同期，公司海外项目土地储备面积约为 90.17 万平方米，主要集中在韩国济州、马来西亚等。近年来受调控政策影响，全国房地产行业有所波动，区域市场环境出现分化，公司部分区域住宅产品存在库存量高企、去化周期长等现象，公司在当地项目销售或将面临较大去化压力。

2016 年一季度，公司房地产板块实现合同销售金额 496 亿元，占 2015 年全年销售水平的 21.56%；实现合同销售面积 370 万平方米，占 2015 年全年的 17.00%；回款 326 亿元。同期，公司土地储备以一、二线重点城市和优质刚需及改善型住宅项目为主，2016 年 1~3 月，公司新增土地储备项目 16 个，权益土地面积 74 万平方米，权益建筑面积 208 万平方米，权益土地金额 161 亿元；其中，一、二线城市项目占比 94%，住宅项目占比 64%，项目储备结构有所优化。截至 2016 年 3 月底，公司在建面积 6456 万平方米，新开工面积 381 万平方米，竣工备案面积 134 万平方米，合同交付面积 124 万平方米，新增可售供应面积 236 万平方米。

总体看，房地产业务作为公司核心主导产业，2015 年公司收入规模同比快速下降，收入增长乏力，房地产收入增速延续下滑趋势，并出现近年来首次收入负增长。跟踪期内，公司通过提高一线及重点二线城市、住宅类土地储备比重以调整现有房地产业务结构，但公司在

建及在售房地产项目中，仍以二、三线城市为主，去库存压力大；公司在建项目投资规模大，后续开发投资周转对房地产销售回流依赖大。

3. 大基建板块

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

建筑及相关产业

2015 年，公司建筑及相关产业收入规模同比上升 70.52%至 426.63 亿元，主要系公司合并报表范围新增贵州建工所带来业务量的增长；但建筑业务毛利率水平较低，跟踪期内公司毛利率虽同比上升 0.26 个百分点至 6.18%，但建筑板块毛利润仅为 26.37 亿元，在公司主营业务毛利润（297.02 亿元）中占比小。2016 年 1~3 月，建筑及相关产业实现营业收入 198 亿元，同比增长 113%，为 2015 年全年的 46.41%。此外，公司通过增资扩股方式控股江苏建工，江苏建工于 2016 年 4 月起纳入公司合并范围。

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

贵州建工是贵州省唯一的国有独资大型建筑施工特级企业、贵州省建筑业领军企业。贵州建工拥有 2 项房屋建筑施工总承包特级资质、9 项一级资质、152 项总承包和专业承包资质。

江苏建工成立于 1987 年 5 月，拥有房建总承包特级资质、6 项施工总承包资质、12 项专业承包资质，已形成建筑安装、地产开发、海外业务和资本经营四大板块。江苏建工施工资质高，且在其所属区域已形成较高的市场占有率。

2015 年，公司建筑业务共竣工验收 952 个项目，总金额合计 284.12 亿元；其中，房屋建设项目 302 个，总金额为 220 亿元。

2015 年，公司建筑业务在建项目合计 2281 个，合同金额合计 1000.07 亿元；其中房屋建设项目 891 个，合同金额为 808.08 亿元。

总体看，跟踪期内，公司通过投资控股贵州建工，提升旗下建筑产业竞争力，形成产业链竞争优势；但建筑施工产业利润水平较低，对公司利润贡献有限。

绿化及相关产业

公司绿化及相关产业运营主体为上海绿地集团森茂园林有限公司。2015 年，公司绿化及相关产业实现营业收入 10.01 亿元，同比下降 14.21%，主要系结算面积减少所致；毛利率为 15.15%，同比增长 2.91 个百分点。

4. 大消费板块

公司“大消费”板块主要包括商品销售、汽车销售与服务、酒店旅游等。

商品销售及相关产业

公司商品销售及相关产业板块主要包括：绿地建筑、建设集团等公司发生的建筑材料贸易、汽车集团等发生的汽车配件等贸易和商品直销收入等，涉及相关建筑材料（混凝土、钢材）、汽车配件和日常消费品的销售。

采购端，公司先后在美国、英国、澳洲、韩国、加拿大设立了多个海外商品直采中心，建立了商品货源直采渠道；销售端，公司快速布局线下门店，已成功开业 9 家实体精品超市；同时，积极推进线上业务，G-Super 微信商城、绿地生鲜 App 相继投入运营。

2015 年，公司商品销售及相关产业实现营业收入 341.70 亿元，同比增长 13.83%，主要

系公司积极发展进口商品直销业、扩大精品超市等销售布局所致；跟踪期内，受跨境商品直销占比提高影响，公司商品销售及相关产业毛利率虽同比增加 0.1 个百分点至 0.37%，但盈利能力弱，对公司利润水平贡献有限。

汽车销售及相关产业

公司汽车销售及服务板块主要由绿地汽车服务（集团）有限公司（以下简称“汽车集团”）和润东汽车运营。

公司汽车服务业立足于传统 4S 店模式，在发展汽车营销业务的同时，布局汽车维修保养、售后服务、保险理赔、汽车融资租赁等业务，着力培育销售服务一体化产业链，为客户提供“管家式一条龙服务”，涵盖售前服务（办理汽车上牌、保险、汽车消费贷款）和售后服务（汽车美容及装潢等全套业务）。

截至 2015 年底，公司拥有近百家 4S 店，汽车品牌组合包括玛莎拉蒂、法拉利、宝马、MINI、别克、现代、福特、雪佛兰等豪华和中高端品牌。受市场竞争及限购政策影响，2015 年汽车行业整体增速有所放缓，汽车整车销售平均毛利率水平下降，但与之相关的服务维修业务随着汽车拥有量的增加有所上升。

2015 年，公司汽车销售及服务板块实现营业收入 127.78 亿元，同比增长 80.92%，毛利率上升 2.08 个百分点至 6.37%，主要系润东汽车纳入公司合并报表范围所带来收入及利润水平增长。2016 年 1~3 月，公司汽车板块实现营业收入 49 亿元，同比增长 172%。

润东汽车是香港联交所上市公司（股票编号：01365），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、超豪华及中高端多个品牌组合。润东汽车对公司 2015 年收入贡献为 52.30 亿元。

2015 年，公司获得“2015 年中国汽车流通行业卓越贡献奖”、“全国十佳汽车营销集团”等奖项。

跟踪期内，公司通过控股润东汽车，汽车板块业务规模进一步扩大，收入大幅增长；润东汽车下属高端品牌汽车居多，公司汽车板块盈利能力增强。

能源及相关产业

2015 年，公司能源及相关产业实现营业收入 336.50 亿元，同比下降 67.08%，毛利率上升 0.39 个百分点至 1.51%。跟踪期内，公司收缩能源产业规模，收入下降主要系云峰集团不再纳入公司合并报表范围所致；同时，公司调整能源贸易结构，基本停止了化工品贸易，保留煤炭贸易，油品业务转向发展零售业务和加油站开发。

公司能源板块目前主要由绿地能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）经营，主要从事能源商品贸易（包括油化商品、煤炭商品和能源综合商品）、运输和煤炭开采业务。

跟踪期内，公司收缩风险高、毛利率水平低的能源板块业务规模，能源板块在公司主营业务中所占的比重大幅下降。

酒店及相关产业

公司酒店板块主要由上海绿地酒店投资发展有限公司（以下简称“酒店投资公司”）和绿地国际酒店管理集团有限公司（以下简称“国际酒店管理公司”）负责。

截至 2015 年底，公司拥有营运酒店 25 家（其中自营酒店 10 家），客房总数 7144 间，在建酒店 47 家。公司酒店已遍及北京、上海、南京、郑州、南昌等全国 20 个省市以及美国洛杉矶、澳大利亚悉尼、德国法兰克福等海外城市，全面覆盖高端、中端和会务市场。2015 年，公司旗下酒店集团再度蝉联“酒店业最具影响力品牌”和“中国饭店集团 60 强”两项行业大奖，荣获第十二届“中国酒店[金枕头]奖”。

2015 年，公司酒店及相关产业收入 15.58 亿元，同比上升 5.02%；酒店经营板块毛利率水平近年来一直维持在 75%以上，2015 年进一步上升至 80.31%，同比增加 6.29 个百分点。

2016 年 3 月 12 日，公司与 AMARE

INVESTMENT MANAGEMENTGROUP PTE. LTD. 就发起设立酒店业投资信托（拟在新加坡证券交易所主板上市）签订协议。该酒店业投资信托计划收购 19 家公司位于中国境内的酒店物业，总计价值约为人民币 210 亿元。该酒店业投资信托首批计划收购上海绿地梅陇智选假日酒店、南京绿地洲际酒店、济南绿地美利亚酒店、西安绿地假日酒店、郑州郑东新区雅乐轩酒店、扬州绿地福朋喜来登酒店等六家酒店（包括物业和部分酒店运营资产），总收购价款暂定为人民币 62 亿元。

大金融板块

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

2015 年，扣除润东汽车收入贡献后（下同）[6]，绿地金控实现营业收入 13.70 亿元，较 2014 年增长 41.09%，主要为债权类业务、资产管理和运作业务所获得的相关收入。绿地金控 2015 年实现投资收益 24.91 亿元，较 2014 年大幅增加，主要为股权类投资业务所实现的收益，如对上海东方明珠新媒体股份有限公司、锦州银行等多家机构的投资退出后所获收益。2015 年绿地金控实现净利润 30.04 亿元，较 2014 年度净利润增长 862.82%。

股权投资方面，公司主要对具备良好盈利能力的金融行业及新兴产业领域进行投资，同时也高度关注国企混改等所带来的股权投资机会；目前公司已投资参股了包括上海东方明珠新媒体股份有限公司、锦州银行等多家机构。

债权投资业务包括小额贷款、融资租赁、房地产基金等。截至 2015 年底，绿地金控在上海、重庆、宁波、青岛共设立了四家小额贷款公司；房地产基金业务主要以银行委托贷款方式为主，通过 2012 年 6 月 18 日设立的上海廪溢投资合伙企业（有限合伙）作为投资主体，房地产基金投资业务规模超过 70 亿元。

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

2015 年，公司增加了权益类金融资产的投资，以及对部分持有存量商业资产的公司股权进行了处置，全年实现公允价值变动收益 16.67 亿元，投资收益 44.73 亿元，分别较上年增长 1169.92%、2229.18%。

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

总体看，2015 年，公司主营业务收入规模同比快速下降，公司虽主动收缩盈利能力较差的能源板块规模，但房地产主业收入增长乏力，收入增速延续下滑趋势，并出现近年来首次收入负增长。跟踪期内，建筑、汽车、商品销售、金融板块是公司收入增长的主要来源，但以上四个板块合计在主营业务收入中占比仅为 39.60%，同时，除金融板块外，其他三个板块毛利率水平远低于公司房地产主业毛利率水平，建筑等板块收入增长对公司利润总额贡献有限。

5. 未来发展

公司 2016 年的业绩目标是：实现经营收入 2400 亿元，利润总额 120 亿元，实现合同销售收入 3200 亿元。同公司 2015 年实际经营数据相比，经营收入、利润总额和合同销售收入的增长目标分别为 15.64%、13.48%和 39.07%。

[6] 2015 年下半年，绿地金控收购润东汽车，润东汽车纳入绿地金控合并报表范围。2015 年绿地金融营业收入合计 66 亿元，其中润东汽车所实现的营业收入 52.30 亿元。润东汽车 2015 年实现的并入绿地金控的净利润为 6407.36 万元。

根据公司母公司年度报告，公司将从以下几个方面实现业绩目标：

房地产主业方面，公司将加快房地产主业结构性调整，提升核心竞争力：（1）抓住国内房地产市场的结构性变化，进一步调整投资策略和节奏，着力将资源向重点区域和重点产品集中；（2）强化品牌营销体系标准化，创新营销手段，提高营销质量，加大“去库存”力度；（3）以市场为导向，建立从市场调研、研发创新、创新落地，到市场反馈、优化迭代、标准固化的循环体系，提高产品创新的市场适应性和引领性；（4）加强成本管控，提升经营效益。

多元化业务格局方面，公司将加快金融产业、基建产业、消费产业等板块发展步伐，同时通过兼并收购、产融结合等手段打造行业领先的汽车消费生活综合服务平台，推进酒店资产证券化工作，加快多元产业转型发展力度，提升公司业绩增长动力。

国际布局方面，公司将在系统梳理、重新评估现有海外业务的基础上，进一步优化海外投资布局、提升海外项目运营质量，同时加快海外项目开发模式创新，提升海外综合经营能力。

公众化运作及资本化经营方面，公司将以股东绿地股份上市为契机，加快推进企业公众化、资本化转型，快速推进定向增发工作，以增强资本实力，降低负债水平；同时着力加强投资并购专业团队建设，统筹推进企业扩张并购、产业协同并购和财务投资并购，不断提升投资并购能级。

管理方面，进一步提升综合管理水平。

此外，根据上市公司公告，2016 年，公司房地产项目储备权益土地总投资额计划为不超过 1050 亿元，用于直接或间接购买土地，包括但不限于公开市场土地、股权招拍挂及股权交易等方式。

总体看，公司 2016 年经营收入、利润总额和房地产合同销售收入目标较 2015 年经营数据均有较大增幅，计划土地投资规模为 2015 年公司实际支付的土地款金额的 2 倍。整体看，由于公司加快布局的金融、基建等板块收入占比小，未来收入及利润水平的增长对房地产主业依赖大。随着公司下属超高层商办项目、海外项目等在 2016 年逐步进入结转周期，公司房地产收入规模有望扭转下降局势，但联合资信同时注意到公司在建项目及计划新增土地储备的投资规模大，而房地产销售情况及资金回流受宏观经济、行业竞争等影响大存在一定不确定性，公司仍需通过大规模外部融资以满足正常周转，债务水平短期内不会有明显改善。

九、募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月 16 日发行的“15 绿地 MTN001”募集资金 20 亿元，全部用于偿还公司存量流动资金借款。截至 2015 年底，“15 绿地 MTN001”已按照募集资金用途全部使用完毕。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更：公司在编制 2014 年年度财务报告时执行财政部新发布/修订企业会计准则，主要调整如下：①公司将原记在权益工具的三笔信托投资资金（合计金额为 50 亿元）由权益工具追溯调整为金融负债；②公司对被投资单位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调整至可供出售金融资产核算（本报告中 2013 年数据为 2013 年年末数）。

2015 年公司合并范围新增 8 家子公司，其

中，润东汽车、贵州建工等 5 家为非同一控制下企业合并取得[7]，绿地控股集团杭州双塔置业有限公司等 3 家为新设立子公司；同期，公司合并范围减少 3 家子公司，其中，通过股权转让方式处置上海绿地恒滨置业有限公司（以下简称“绿地恒滨置业”）和上海金鸿置业有限公司的全部股权，通过签署《股权委托管理解除协议》的方式解除对云峰集团的控制权（截至 2016 年 3 月底，公司仍通过下属子公司上海绿地商业（集团）有限公司间接持有云峰集团 20.5%股权）。截至 2015 年底，公司合并范围包含二级子公司 128 家。

2016 年 1~3 月，公司合并范围新增绿地城投等。跟踪期内公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 6004.36 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 187.57 亿元）合计 673.33 亿元；2015 年，公司合并口径实现营业收入 2072.57 亿元，利润总额 105.75 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 6399.29 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 188.48 亿元）合计 690.82 亿元；2016 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 488.62 亿元，利润总额 31.86 亿元。

2．盈利能力

2015 年，公司实现营业总收入 2075.34 亿元，同比下降 20.78%；其中营业收入 2072.57 亿元，同比下降 20.80%，利息收入、手续费及佣金收入合计 2.77 亿元，同比增长 1.39%。跟踪期内，受房地产结转面积减少及能源市场低迷、公司主动收缩能源板块业务规模（云峰集团不再纳入公司合并报表范围），公司营业收入出现近年来的首次负增长。

2015 年，公司营业成本为 1766.73 亿元，同比下降 22.66%，略快于营业收入下降速度。跟踪期内公司营业成本的减少主要系能源及相关业务规模大幅下降导致煤矿开采、深加工等生产成本减少所致；此外，受房地产板块结转面积减少影响，公司房地产板块营业成本同比有所下降。2015 年公司营业利润率为 9.42%，同比增长 1.0 个百分点。

期间费用方面，跟踪期内，公司期间费用合计 138.68 亿元，同比增长 12.13%，主要来自管理费用和财务费用的增长。2015 年公司管理费用和财务费用分别为 57.49 亿元和 31.68 亿元，同比分别增长 18.81%和 20.80%；管理费用的增长主要来自职工工资及社保、折旧和摊销费用、租赁费增长；财务费用的增长主要系汇兑损失（2015 年为 5.73 亿元）增加所致。跟踪期内，公司期间费用占营业收入的比重上升至 6.69%，较 2014 年增加 1.96 个百分点，但仍保持在较低水平。

跟踪期内，公司资产减值损失为 18.64 亿元，同比增加 8.07 亿元，主要来自坏账损失和存货跌价损失的增加。2015 年公司共计提坏账损失 10.42 亿元（其中涉及能源产业的共 8.16 亿元），应收账款、其他应收款和预付账款分别计提坏账损失 5.37 亿元、2.41 亿元和 2.64 亿元。2015 年公司共计提存货跌价准备 7.31 亿元，其中能源商品计提跌价准备 4.07 亿元，房地产项目计提跌价准备 3.24 亿元。受能源板块低迷导致应收类款项回收风险加大、能源商品价格持续下滑等因素影响，公司跟踪期内计提资产减值损失规模加大，资产减值损失对公司利润总额侵蚀大。

非经常性损益方面，跟踪期内，公司公允价值变动收益和投资收益分别为 16.67 亿元和 44.73 亿元，较上年同期分别增加 15.36 亿元和 42.81 亿元。公允价值变动收益主要来自公司持有的二级市场股票、公开市场私募基金等价值变动，2015 年增长主要系公司参股的东方证券股份有限公司上市导致公允价值大幅增加。投资收益主要来自：处置长期股权投资获得

[7] 润东汽车等 5 家子公司股权取得成本合计 67.62 亿元，于购买日可辨认净资产合计 67.37 亿元，公司获得商誉 0.25 亿元。

16.68 亿元[8]，处置交易性金融资产取得 4.11 亿元、处置可供出售金融资产取得 8.35 亿元[9]、持有交易性金融资产期间取得 8.45 亿元等。2015 年公司实现营业利润 101.85 亿元，同比增长 10.87%。扣除非经常性收益，公司主业实现营业利润 40.45 亿元，同比下降 54.36%。

2015 年公司营业外收入为 8.43 亿元，同比增加 3.36 亿元，其中，政府补助同比增加 1.18 亿元至 4.22 亿元，非流动资产处置利得同比增加 0.58 亿元至 1.20 亿元。2015 年，公司实现利润总额 105.75 亿元，同比增长 14.07%。

从盈利指标来看，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.29%和 10.97%，同比分别上升 0.1 个和 2.15 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 488.62 亿元，占 2015 年全年营业收入的 23.58%；营业利润率较上年增长 0.92 个百分点至 10.34%；同期，公司期间费用虽同比有所增长，但受收入增长更快影响，公司期间费用率由 2015 年的 6.69%下降至 6.27%，仍维持在较低水平。2016 年一季度，公司公允价值变动收益和投资收益分别为 4.15 亿元、7.28 亿元；2016 年 1~3 月，公司利润总额为 31.86 亿元，为 2015 年全年的 30.13%。

总体看，跟踪期内，受房地产结转面积减少和公司收缩能源业务等因素影响，公司收入规模快速下降，资产减值损失大幅增长；同时，联合资信注意到公司主业盈利能力下降，非经常性收益（公允价值变动收益和投资收益）对公司利润的贡献明显加大，但其受宏观经济波动等影响大，具有一定不可持续性。

3. 现金流

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入 2997.83 亿元，同比下降 19.32%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2215.16 亿元，同比下降 21.62%，现金收入比为 106.88%，同比下降 1.12 个百分点，公司现金收入质量延续下降趋势。随着公司房地产开发投入增速放缓，公司经营活动现金流出同比下降 23.68%至 3240.22 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 2311.21 亿元，同比下降 19.32%。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为土地竞买保证金的支付及返还以及往来款等，2015 年分别为 780.08 亿元和 711.28 亿元，同比分别下降 19.32%和 12.35%，主要系公司收到和支付关联单位往来款减少所致。2015 年公司经营活动现金流表现为净流出 242.39 亿元，近三年持续表现为净流出。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入规模快速增长至 303.27 亿元，较上年同期增幅为 73.97%，主要系取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金的增长，2015 年分别为 49.19 亿元和 175.94 亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金增长主要来自委托贷款收回。2015 年，公司投资活动现金流出量为 470.29 亿元，同比增长 139.21%，主要来自投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金规模增长所致。2015 年，公司投资支付的现金主要是公司对参股公司的股权投资，2015 年为 240.05 亿元；支付其他与投资活动有关的现金主要为公司购买短期理财产品，2015 年为 211.67 亿元。2015 年公司投资活动现金净流量为-167.02 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-409.41 亿元，公司经营活动和投资活动资金需求均较大。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，2015 年公司取得借款收到的现金规模为 1554.93 亿元，同比增长 53.44%；筹资活动现金流入合计 1667.58 亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和分配股

[8] 2015 年，公司转让其所持绿地恒滨置业和上海金鸿置业有限公司全部股权，处置价款与享有净资产份额的差额分别为 9.39 亿元和 3.56 亿元。

[9]处置可供出售金融资产所获投资收益主要来自：公司转让上海堃懿资产管理有限公司等 6 家公司（各持有一个商办物业）股权获得收益 8.02 亿元。

利、利润及偿付利息支付的现金，2015 年分别为 980.58 亿元和 173.40 亿元。跟踪期内，公司筹资活动现金流量净额为 496.03 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流出规模虽有所下降，但受房地产销售及回款压力加大、公司加大投资活动支出影响，公司经营活动和投资活动均表现为净流出；此外，公司前期债务陆续到期，偿还债务所需现金规模快速增长，公司对外融资压力大。

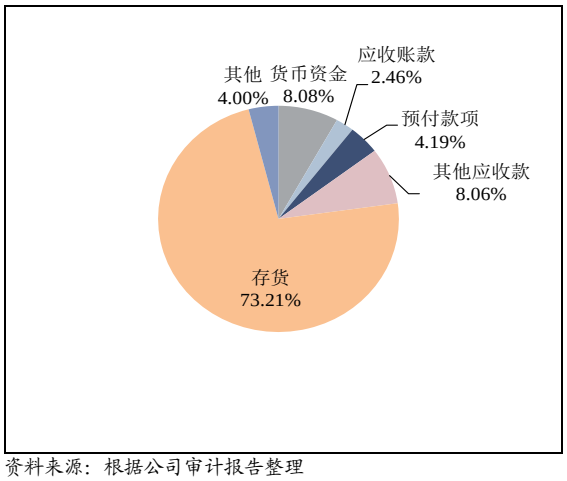
4. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额6004.36亿元，同比增长17.97%，主要来自存货、其他应收款和货币资金的增长。从构成看，公司资产结构仍以流动资产为主，2015年底流动资产在资产总额中占比为90.32%，非流动资产占比为9.68%，较上年末变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 5423.37 亿元，同比增长 17.88%，是资产总额增长的主要原因。从构成看，公司流动资产主要由存货（占比 73.21%）、货币资金（占比 8.08%）、其他应收款（占比 8.06%）和预付款项（占比 4.19%）构成。

图 3 截至 2015 年底公司流动资产结构图



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金同比增长 20.05%至 438.09 亿元，主要系公司发行公司债、中期票据等债务融资工具和金融机构借款增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占 94.39%，另外，其他货币资金 24.46 亿元，占 5.58%，其余为库存现金。截至 2015 年底，公司货币资金中使用受限的资金为 41.92 亿元，占比 9.57%；其中银行存款中使用受限 30.70 亿元，其他货币资金中使用受限的为 11.21 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 396.17 亿元，公司货币资金较为充足。

截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产全部为交易性金融资产—权益工具投资，年末余额为 41.14 亿元，同比增长 268.67%，主要系公司增加了交易性金融资产投资，以及东方证券股份有限公司上市导致公允价值大幅增加所致。

截至 2015 年底，公司应收股利同比增长 2863.11%至 10.92 亿元，主要为应收原合并范围子公司绿地恒滨置业股利。

公司其他应收款主要由保证金、应收联营、合营企业及子公司合作方股东往来款、股权转让款等组成，其中保证金占比为 48.65%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额合计 452.59 亿元，计提 15.23 亿元坏账准备（坏账计提比例为 3.37%），年末其他应收款账面价值为 437.36 亿元，同比增长 51.39%。2015 年底公司采用账龄分析法提取坏账准备的其他应收款（占其他应收款账面余额的 47.46%）中，1 年以内账龄占 72.89%，1~3 年占 18.59%，3 年以上占 8.52%，公司计提 9.73 亿元坏账准备。按保证金组合计提坏账准备的其他应收款占公司其他应收款账面余额的 48.65%，公司对保证金组合一般不计提坏账准备（2015 年底计提 1.59 万元）。2015 年底其他应收款中欠款金额前五名单位包括：应收 Blackwood Enhanced Fund 股权转让款 35.77 亿元，应收佛山市彩管置业有限公司往来款 18.78 亿元，应收郑州市国土资源局土地保证金 14.66 亿元，应收苏州市吴江区财政局土地出让保证金 12.66 亿元，和应收上海联合产权交易所 12.23 亿元，合计

占其他应收款年末余额的 20.79%，公司其他应收款集中度低。此外，2015 年底公司其他应收款中应收云峰集团及其下属子公司款项合计 11.06 亿元，公司按 10%比例计提坏账准备，计提充分性一般，未来仍有进一步计提的可能。

公司存货主要由房地产开发成本和开发产品组成，2015 年底二者合计占存货账面余额的 96.46%，此外还包括工程施工、库存商品等。截至 2015 年底，公司存货账面余额合计 3987.60 亿元，计提 16.99 亿元跌价准备后账面价值为 3970.61 亿元，同比增长 18.18%，主要来自房地产开发成本和开发产品的增长。截至 2015 年底，公司开发成本账面余额合计 3344.59 亿元，其中在建项目累计已投入 3168.64 亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入 175.96 亿元。截至 2015 年底，公司开发产品账面余额 501.94 亿元，由在建转入 957.20 亿元，完工决算或转至投资性房地产、固定资产、出租开发产品等科目合计 821.53 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很大，项目未来投资支出压力很大且投资期限集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，对公司资金周转形成很大压力。

总体来看，跟踪期内，在房地产开发成本和开发产品增长的带动下，公司流动资产规模持续增长；流动资产中存货、货币资金和其他应收款占比高，存货以房地产开发成本和开发产品为主，其他应收款以保证金和往来款为主，公司整体资产流动性一般；现金类资产虽在一定程度上缓解了公司资金周转压力，但公司在建项目多、投资规模大且投资期限较为集中，在建项目的持续投入对在售项目销售及回款情况依赖大。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 580.99 亿元，同比增长 18.85%，主要来自长期股权投资、投资性房地产、可供出售金融资产和固定资产的增长。从构成上看，公司非流动资产主要包括投资性房地产（占 30.57%）、固定资产（占 20.40%）、长期股权投资（占 12.41%）、可供出售金融资产（占 9.46%）和其他非流动资产（占 7.72%），非流动资产构成较上年底变化不大。

公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具投资，截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 54.96 亿元，同比增长 97.97%。其中，按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值合计 30.49 亿元，权益工具成本合计 21.63 亿元，计入其他综合收益的公允价值变动金额累计 8.85 亿元；按成本计量的可供出售金融资产账面余额合计 25.30 亿元，计提减值准备后账面价值为 24.48 亿元，主要包括对上海瀛通绿地置业发展有限公司、北京中邮投资中心（有限合伙）、新疆盛世信金股权投资合伙企业（有限合伙）等 60 多家企业的投资。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 72.13 亿元，同比增长 62.40%。公司长期股权投资主要是对上海新华发行集团有限公司、杭州工商信托、银川滨河黄河大桥管理有限责任公司等联营及合营企业的投资，主要集中在房地产开发、金融类、基建投资等领域；其中，公司所投置业公司大部分为项目公司，随着项目的结束而要清算注销。

公司投资性房地产主要为公司自持商业物业，按成本法核算，截至 2015 年底投资性房地产账面原值 191.71 亿元，公司共计提折旧 14.00 亿元，计提减值准备 0.12 亿元，账面价值为 177.60 亿元，同比增长 18.09%。

跟踪期内，公司在建工程减少主要系云峰集团不再纳入公司合并范围导致煤矿开采、矿井改造等能源项目减少所致；截至 2015 年底，公司在建工程为 5.73 亿元，同比下降 80.23%。

跟踪期内，公司无形资产减少主要系云峰集团不再纳入公司合并范围导致采矿权、铁路

经营权等减少所致；截至 2015 年底，公司无形资产同比下降 52.23%至 22.53 亿元，其中包括土地使用权 12.37 亿元、特许权 4.53 亿元、足球俱乐部经营权 3.21 亿元等。

跟踪期内，公司其他非流动资产同比增长 45.39%至 44.85 亿元，主要系新增项目投资款 10.56 亿元所致。

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）及企业股权用于借款抵押或质押。截至 2015 底，公司（合并口径）受限资产（含货币资金使用受限部分）账面价值合计 2294.27 亿元，占公司资产总额的 38.21%。

截至 2015 年底，公司资产中以外币为记账本位币的资产折算成人民币后账面余额为 79.75 亿元，以货币资金和其他应收款为主，其中，以美元和港币结算的资产居多。

截至2016年3月底，公司合并资产总额6399.29亿元，较2015年底增长6.58%，资产规模进一步扩大，主要由于存货和其他应收款增长所致。截至2016年3月底，公司存货4171.90亿元，较2015年末增长5.07%；其他应收款574.72亿元，较上年底增长31.41%。资产构成方面，公司流动资产占90.89%，非流动资产占9.11%，资产结构仍以流动资产为主，较上年末变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模进一步扩大，资产结构仍以流动资产为主。流动资产以存货、货币资金和其他应收款为主，存货中土地储备、在建房产等构成的开发成本所占比重大，未来变现受调控政策影响较大，资产流动性较弱；非流动资产中投资性房地产、固定资产和长期股权投资占比较大。总体看，公司整体资产质量较好。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 673.33 亿元，同比增长 9.97%，主要来自少数股东权益和其他权益工具的增加。从构成上看，截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 19.23%，资本公积占 12.26%，未分配利润占 33.78%，少数股东权益占 27.86%。公司所有者权益以未分配利润、少数股东权益和实收资本为主。

截至 2015 年底，公司实收资本无变化，仍为 129.49 亿元，资产重组后，公司变为绿地股份下属全资子公司。

截至 2015 年底，公司其他权益工具合计 20 亿元，为公司 2015 年 9 月 15 日发行的可续期中期票据。

截至 2015 年底，公司少数股东权益为 187.57 亿元，同比增加 40.11 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 690.82 亿元（其中少数股东权益 188.48 亿元），较 2015 年底增加 17.49 亿元，主要来自未分配利润的增长。

整体看，公司权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 5331.03 亿元，同比增长 19.07%，主要来自长期借款、应付类款项（应付账款+其他应付款）、应付债券和预收款项的增加。公司负债构成仍以流动负债为主，但跟踪期内，流动负债比重进一步下降至 66.78%，较上年同期下降 5.24 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债为 3559.95 亿元，同比增长 10.40%，主要是应付类款项（应付账款+其他应付款）、预收款项和应付股利增加所致。从构成上看，公司流动负债中预收款项（占 33.53%）、应付账款（占 23.78%）、其他应付款（占 18.35%）和一年内到期的非流动负债（占 11.36%）占比较大。

公司应付账款主要是应付及预提工程款、应付货款、应付地价和应付股权款。截至 2015 年底，应付账款为 846.62 亿元，同比增长 17.58%，主要来自应付及预提工程款的增长；2015 年底，公司应付账款全部为 1 年以内应付

款项。

公司预收款项主要为预收房屋销售款。截至 2015 年底，公司预收款项为 1193.58 亿元，同比增长 5.28%；其中，预收房款 1109.97 亿元，同比增长 9.81%。

跟踪期内，公司应付股利同比增长 749.85%至 50.07 亿元，主要系公司向绿地股份分红 45 亿元所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 653.16 亿元，同比增长 26.31%，主要系应付合营联营公司等关联方借款（未计入有息债务）、往来款和收到的购房意向金增长所致。期末公司其他应付款构成如下表所示。近年来，根据公司自身战略发展，公司增加合作开发项目量，与合作方同比例支付项目前期资金致使公司其他应付款中应付关联方款项增加。

表 8　2015 年底公司按款项性质列示的其他应付款明细（单位：亿元）

公司名称	年末余额	年初余额
押金及保证金	20.89	30.03
应付合营联营公司等关联方款项	143.17	34.31
应付股权款	5.63	0.54
土地增值税清算准备	4.05	2.06
代收款	38.91	11.22
购房意向金	171.25	123.21
应付其他公司款项及其他款项	269.26	315.74
合计	**653.16**	**517.10**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 404.54 亿元，同比下降 1.51%，以一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券为主。

公司其他流动负债主要是公司及子公司发行的短期债务融资工具。截至 2015 年底，公司其他流动负债中包括能源集团于 2015 发行的非公开定向债务融资工具 5.00 亿元，本报告已将其调入短期债务和全部债务中核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 1771.08 亿元，同比增长 41.39%，主要是长期借款和应付债券的大幅增加所致。从构成上看，长期借款占 80.12%，应付债券占 18.02%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 1419.73 亿元，同比增长 44.03%，主要是由于随着国内利率水平的下降，公司逐渐调整债务结构，增加中长期融资规模以降低融资成本；公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。

截至 2015 年底，公司应付债券为 319.14 亿元，同比增加 69.45 亿元。因云峰集团不再纳入公司合并范围，公司应付债券规模下降 32 亿元，但跟踪期内，公司通过在国内外新发行债券和定向工具，同时受外币债券账面价值波动影响，公司期末应付债券规模不断上升。

表 9　2015 年底公司长短期债务融资工具（含可续期中票）明细（单位：亿元）

债券名称	发行金额	期末余额	到期日/兑付日
海外投资 GRNL GLB B1907	4亿美元	25.78	2019-7-3
海外投资 GRNL GLB B2407	6亿美元	38.56	2024-7-3
海外投资 GRNL GLB N1710	5亿美元	32.22	2017-10-17
GRNL GLB N1709	3亿美元	19.45	2017-9-16
绿地香港公司美元债券	7亿美元	45.29	2016-10-18
绿地香港 15 亿人民币债券	15.00	14.96	2018-01-24
绿地香港 5 亿美元债券	5亿美元	32.19	2017-08-06
格隆希玛国际有限公司票据	20亿港币	16.76	2020-03-09
14 绿地债	20.00	19.87	2020-05-23
14 绿地 PPN001	10.00	9.97	2016-12-18
15 绿地 PPN001	20.00	19.96	2017-02-11
15 绿地能源 PPN001	5.00	5.00	2016-03-05
15 绿地 MTN001	20.00	19.96	2020-09-16（5+N 年）
15 绿地 01	20.00	19.88	2020-12-10
15 绿地 02	80.00	79.52	2018-12-10（3+2 年）
合计	--	**399.37**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

注："15绿地能PPN001"已于2016年3月5日兑付。

截至 2015 年底，公司外币负债合计 229.29 亿元，计价币种主要是美元和港币。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 5708.46 亿元，较 2015 年底增长 7.08%，主要来自长期借款、应付债券和短期借款的增加。2016 年 3 月底公司负债中流动负债占 63.52%，

非流动负债占 36.48%，公司负债结构仍以流动负债为主，但流动负债比重较 2015 年底进一步下降。

截至 2015 年底，公司有息债务合计 2446.31 亿元，同比增长 23.03%，其中长、短期债务占比分别为 71.08%和 28.92%。截至 2016 年 3 月底，公司有息债务较 2015 年底增长 12.69%至 2756.85 亿元，长期债务比重进一步增加至 74.31%。2015 年公司发行了可续期中票“15 绿地 MTN001”20 亿元，计入公司财务报表中所有者权益科目。考虑到上述可续期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 绿地 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述可续期中票待偿还本金后，截至 2015 年底和 2016 年 3 月底，公司全部债务分别为 2466.31 亿元和 2766.85 亿元，其中长期债务占比分别为 71.32%和 74.49%。

从债务指标来看，2015 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 88.79%、78.42%和 72.09%，同比分别增长 0.82 个、2.0 个和 5.23 个百分点。截至 2016 年 3 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均较 2015 年底进一步增长至 89.20%、79.96%和 74.78%，公司债务负担持续加重。

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不断增长，公司负债水平仍然保持高位。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务负担进一步加重。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，在存货规模持续上升和公司调整债务期限结构等因素影响下，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 152.34%和 40.81%，同比上升 9.67 个和 2.32 个百分点，公司流动资产中存货占比大，对资金形成较大占用；受经营性净现金流为负影响，公司经营现金流动负债比为-6.81%。2016 年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为 160.40%和 45.35%，较 2015 年底分别增长 8.06 个和 4.54 个百分点，延续上升趋势。考虑到公司现金类资产较为充足且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，2015 年公司 EBITDA 为 146.51 亿元，同比上升 11.25%；全部债务/EBITDA 上升至 16.70 倍，EBITDA 利息倍数下降至 1.02 倍。公司长期偿债压力大。总体看，公司债务规模大，EBITDA 对全部债务的保障能力弱，随着公司在建项目的持续投入，公司未来债务规模预计仍然较大，而公司主业盈利能力受宏观经济、房地产行业波动、销售及回款情况等因素影响显著，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保金额合计为 3.52 亿元人民币，担保比率为 0.56%。截至 2015 年底，根据公司提供资料，公司存在 1 笔不良类对外担保：2004 年公司为华源集团提供 5000 万元人民币银行借款担保，华源集团该笔贷款已逾期，由于华源集团目前处于债务重组阶段，公司尚未得到重组方案，故公司无法履行担保责任。公司存在一定的或有负债风险，但担保比率低，或有负债对公司整体影响很小。

表 10　截至 2015 年底公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕	担保是否逾期
绿地集团控股有限公司	上海海外联合投资股份有限公司	31454.93	2006/6/13	2017/6/13	否	否
		2025.00	2014/8/27	2017/6/15	否	否
		811.00	2014/8/27	2017/7/15	否	否
	中国华源集团有限公司	5000.00	2004/3/19	2005/11/1	否	是
上海绿地滕创置业有限公司	上海早陆晚玖餐饮管理有限公司	624.04	2015/4/9	2016/4/9	否	否
		575.96	2015/5/18	2016/5/18	否	否
合计		**40490.93**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 12 月底，公司为子公司提供担保余额合计 681.21 亿元。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 2642 亿元，已使用额度为 1026 亿元，未使用额度为 1616 亿，公司间接融资渠道畅通。2015 年 8 月，公司股东在上海证券交易所实现整体上市，成功登陆国内资本市场；此外，公司通过控股香港上市公司绿地香港控股有限公司和中国绿地润东汽车集团有限公司，打造境外融资平台，完善融资方式。公司直接融资渠道畅通。

7. 存续期内债券偿还能力分析

公司存续期内中期票据“15 绿地 MTN001”发行金额 20 亿元，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等条款设置。“15 绿地 MTN001”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。

2015 年公司 EBITDA 对“15 绿地 MTN001”本金 20 亿元的保障倍数为 7.33 倍；2015 年公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对“15 绿地 MTN001”本金的保障倍数分别为 149.89 倍和-12.12 倍。跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“15 绿地 MTN001”保障能力强。

8. 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 2016 年 4 月 6 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有五笔关注类贷款记录，这五笔贷款均已经在 2003 年前还清，其中四笔均在贷款到期日（或之前）归还，一笔于贷款到期日八日后还款，最终银行贷款均已实现正常回收。

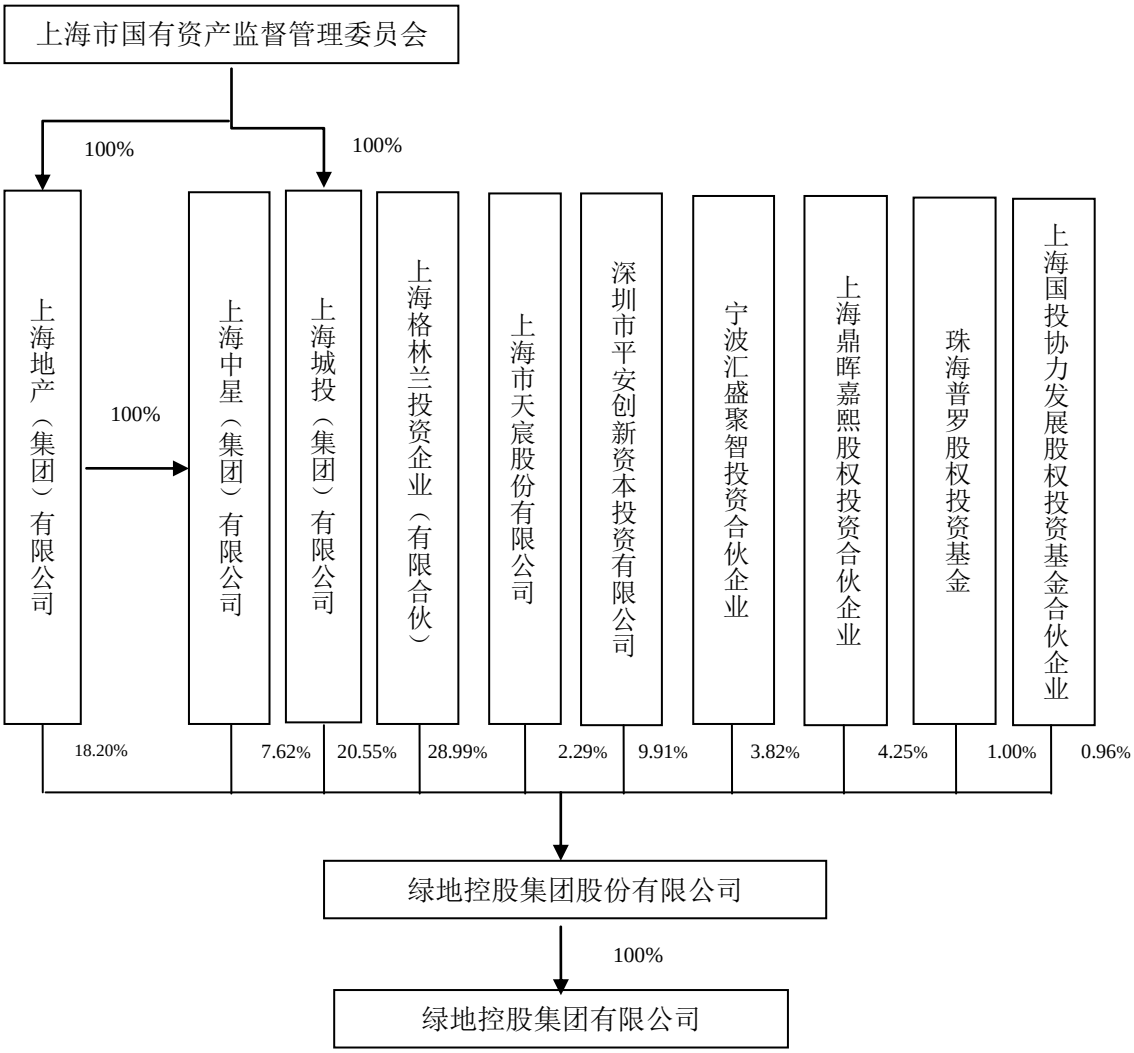
9. 抗风险能力

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强。

十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AAA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“15绿地MTN001”的信用等级由AAA调整为AA^+。

附件 1　公司股权结构图（截至 2016 年 3 月底）



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	264.29	337.17	447.72	487.21
资产总额(亿元)	3676.78	5089.59	6004.36	6399.29
所有者权益(亿元)	469.71	612.31	673.33	690.82
短期债务(亿元)	442.51	749.44	707.44	708.33
长期债务(亿元)	873.32	1235.41	1738.87	2048.52
全部债务(亿元)	1315.82	1984.85	2446.31	2756.85
营业收入(亿元)	2520.25	2616.82	2072.57	488.62
利润总额(亿元)	120.35	92.71	105.75	31.86
EBITDA(亿元)	159.25	131.70	146.51	--
经营性净现金流(亿元)	-351.51	-529.84	-242.39	-289.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.28	16.30	11.94	--
存货周转次数(次)	1.10	0.78	0.48	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.60	0.37	--
现金收入比(%)	110.90	108.00	106.88	122.57
营业利润率(%)	8.12	8.42	9.42	10.34
总资本收益率(%)	6.17	3.19	3.29	--
净资产收益率(%)	17.69	8.82	10.97	--
长期债务资本化比率(%)	65.03	66.86	72.09	74.78
全部债务资本化比率(%)	73.69	76.42	78.42	79.96
资产负债率(%)	87.22	87.97	88.79	89.20
流动比率(%)	142.39	142.68	152.34	160.40
速动比率(%)	34.66	38.48	40.81	45.35
经营现金流动负债比(%)	-15.16	-16.43	-6.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.26	15.07	16.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.21	1.02	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债中有息债务计入短期债务及相关指标核算；3、2013~2015 年现金类资产为剔除受限货币资金后数据，2016 年 3 月底现金类资产未剔除受限货币资金；4、公司 2015 年发行的 20 亿元可续期中票未计入有息债务。

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期/非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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。