

信用等级公告

联合[2018] 1151 号

联合资信评估有限公司通过对绿地控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持绿地控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“14 绿地债/PR 绿地债”和“15 绿地 MTN001”债券信用等级为 AA⁺，将绿地控股集团有限公司移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十二日



绿地控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 列入信用评级观察名单

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 绿地债 /PR 绿地债 ¹	10 亿元	2020/05/23	AA ⁺	AA ⁺
15 绿地 MTN001	20 亿元	2020/09/16 ²	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	489.64	711.08	836.38	717.96
资产总额(亿元)	6004.36	7331.36	8494.44	8696.99
所有者权益(亿元)	673.33	791.12	975.71	1025.96
短期债务(亿元)	699.92	984.64	1058.19	946.57
长期债务(亿元)	1738.87	1894.91	1745.65	1763.90
全部债务(亿元)	2438.79	2879.54	2803.85	2710.47
营业收入(亿元)	2072.57	2471.60	2901.74	747.52
利润总额(亿元)	105.75	144.42	195.79	54.74
EBITDA(亿元)	146.51	182.23	240.07	--
经营性净现金流(亿元)	-242.39	-89.93	549.88	43.82
营业利润率(%)	9.42	10.13	11.19	11.80
净资产收益率(%)	10.97	11.88	14.24	--
资产负债率(%)	88.79	89.21	88.51	88.20
全部债务资本化比率(%)	78.36	78.45	74.18	72.54
流动比率(%)	152.34	145.57	133.30	133.56
全部债务/EBITDA(倍)	16.70	15.80	11.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.12	1.55	--
经营现金流流动负债比(%)	-6.81	-1.95	9.59	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；2017 年其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务核算。

评级观点

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）是以房地产为核心业务，“大基建、大金融、大消费”多元产业并举发展的大型综合性企业集团。跟踪期内，公司在经营规模、品牌影响力、多元化经营等方面保持优势；房地产销售金额持续增长，基建业务规模不断扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司跟踪期内重点布局的三四线城市地产项目面临一定市场风险；公司在拟建项目待投资额规模大，面临一定筹资压力；公司债务负担仍较重等因素对公司经营和发展带来的不利影响。

截至2017年底，公司下属企业逾期借款已全部解决，联合资信决定将公司移出信用评级观察名单。

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

跟踪期内，公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续期债券保障能力强。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，移出信用评级观察名单，评级展望为稳定，并维持“14绿地债/PR绿地债”和“15绿地MTN001”信用等级为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前列。
2. 跟踪期内，公司房地产主业销售金额持续增长，经营获现能力有所改善。
3. 公司坚持多元化发展战略，跟踪期内，收购西安建工集团有限公司，建筑业收入规模快速增长，商品销售和能源收入有所回升，多元化经营一定程度上分散了公司房

¹ “14 绿地债 /PR 绿地债” 设置了本金提前偿还条款，从第 3~6 个计息年度每年偿还 25% 的本金。

² “15 绿地 MTN001” 赎回前长期存续，在其第 5 个和其后每个付息日，公司有权将其赎回，2020 年 9 月 16 日为首个赎回日。

分析师

刘珺轩 潘云峰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

地产业务的经营风险。

4. 公司经营活动现金流和EBITDA对存续期债券保障能力强。“14绿地债/PR绿地债”分期偿还本金的条款在一定程度上缓解了公司集中偿付的压力,且抵押房地产资产质量较好,保障其偿还的安全性。

关注

1. 房地产行业受国家政策、经济周期和货币政策影响较大,未来房地产市场运行存在不确定性;公司土地储备中三四线城市项目占比较高,面临一定市场风险。
2. 在当前房地产行业整体融资趋紧的背景下,公司在建地产项目投资规模大,未来筹资压力大。
3. 公司建筑施工业务利润率低,通过PPP、BOT等模式承接项目投资规模大,回报周期长,面临一定政策不确定性。
4. 公司债务负担仍重,资产中存货和其他应收款占比高,存货变现和其他应收款回收受调控政策影响较大,实际流动性一般。

声 明

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

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

绿地控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于绿地控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为上海市绿地开发总公司，经上海市农业委员会（以下简称“市农委”）和上海市建设委员会（以下简称“市建委”）联合颁发的《关于同意建立上海市绿地总公司的批复》（沪农委〔1992〕第139号）批准，并经市农委出具的《关于上海市绿地总公司更名为上海市绿地开发总公司的证明》同意，于1992年7月17日成立，初始注册资本为人民币2000万元，由市农委和市建委下属经济实体共同出资组建。1997年3月25日，上海市绿地开发总公司改制为有限责任公司，并设立职工持股会，注册资本增至16000万元，企业名称更改为上海绿地（集团）有限公司。2012年2月20日，公司名称变更为绿地控股集团有限公司。经过多次送股、配股、资本公积转增股本、增资以及股权变更，截至2013年底，公司注册资本827222.60万元。

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

2015年6月18日，公司借壳上海金丰投资股份有限公司（600606.SH，以下简称“金丰投资”）的重大资产重组事项获得中国证监会的正式核准批复。金丰投资通过资产置换及发行股份的方式购买公司原股东持有的公司全部

股权。2015年6月26日，相关股权过户和工商变更手续已完成，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），金丰投资为公司唯一股东。金丰投资经过两次名称变更³后，更名为绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地股份”）。2016年，绿地股份对公司两次增资合计97.00亿元；截至2018年3月底，公司注册资本为2264901.03万元；绿地股份为公司唯一股东（截至2018年3月底，绿地股份的股权结构如下）。

表1 截至2018年3月底绿地股份大股东持股情况
(单位: %)

股东名称	持股比例
上海格林兰投资企业（有限合伙）	29.13
上海地产（集团）有限公司	25.82
上海城投（集团）有限公司	20.55
上海市天宸股份有限公司	2.29
中国证券金融股份有限公司	0.79
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.67
中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	0.46
陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·金元宝32号证券投资集合资金信托计划	0.33
中国建设银行股份有限公司-万家精选混合型证券投资基金	0.29
中国工商银行股份有限公司-南方消费活力灵活配置混合型发起式证券投资基金	0.27
合计	80.60

资料来源：绿地股份2018年第一季度报告

截至2017年底，公司设有总裁室，总裁室下设：办公室、运营管理部、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、党务部共9个部门和并购中心（2017年6月划归绿地金融投资控股

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

集团管理)、审计中心及风控中心。截至2017年底,公司合并范围包括二级子公司142家。

截至2017年底,公司(合并)资产总额8494.44亿元,所有者权益(包括少数股东权益319.00亿元)合计975.71亿元;2017年,公司合并口径实现营业总收入2901.74亿元,利润总额195.79亿元。

截至2018年3月底,公司(合并)资产总额8696.99亿元,所有者权益(包括少数股东权益322.75亿元)合计1025.96亿元;2018年1~3月,公司合并口径实现营业总收入747.52亿元,利润总额54.74亿元。

公司注册地址:上海市江苏路502号7楼;法定代表人:张玉良。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

表2 公司存续债券概况(单位:亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 绿地债/PR 绿地债	20	10	2014/05/23	2020/05/23
*15 绿地 MTN001	20	20	2015/09/16	2020/09/16

资料来源:Wind资讯

注:存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据,所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续债券中由联合资信所评债券包括“14 绿地债/PR 绿地债”和“15 绿地 MTN001”。公司于2014年5月发行的“14 绿地债/PR 绿地债”募集资金20亿元,全部用于上海市保障性住房建设项目,其中16亿元用于嘉定城北大型居住社区经济适用房项目,2.5亿元用于大型居住社区江桥基地C-2地块经济适用房项目,1.5亿元用于绿地经济适用房南翔基地建设项目,以上3个项目总投资45.80亿元。截至2017年底,“14 绿地债/PR 绿地债”募集资金均按照计划用于上述项目建设,已全部使用完毕。项目进度方面:截至2017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2019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。2018年5月,公司已按期支付当期利息并兑付5亿元本金。截至2018年5月底,“14 绿地债/PR 绿地债”待偿还本金10亿元。

公司于2015年9月发行的“15 绿地 MTN001”募集资金20亿元,全部用于偿还公司存量流动资金借款。截至2017年底,“15 绿地 MTN001”已按照募集资金用途全部使用完毕。2017年9月,公司已按期支付当期利息。

公司存续期债券中,“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。

基于“15 绿地 MTN001”条款,可得出以下结论:

(1)“15 绿地 MTN001”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。从清偿顺序角度分析,“15 绿地 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2)“15 绿地 MTN001”如不赎回,从第5个计息年开始每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析,公司在“15 绿地 MTN001”赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性较大。

(3)“15 绿地 MTN001”在除发生向股东分红、减少注册资本时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2017年,公司计划向股东绿地股份分配股利45亿元。从历史分红角度分析,公司分红意愿明显,未来逐年持续分红可能性大,递延利息支付可能性小,与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析,“15 绿地 MTN001”具有公司可赎回权、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。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值(GDP) 82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI)有所回落，工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升，财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续

改善。2017年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元，同比增长7.2%(实际增长1.3%)，增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均

保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造

业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

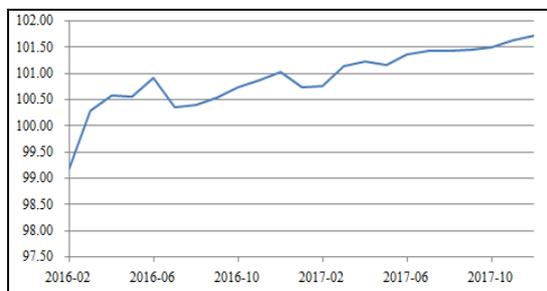
1. 地产行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64

亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。

2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括

对外借款、外商直接投资、外商其他投资等)、自筹资金(以股权融资为主)和其他资金(以销售回款和债券融资为主)构成。2017年,房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元,占比为16.18%;利用外资168.19亿元,占比为0.11%;其他资金79770.46亿元,占比为51.12%;自筹资金50872.22亿元,占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看,2017年以来,随着金融去杠杆力度的推进,证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件,房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台,标志房地产调控加码。2017年,其他资金增速降至8.60%,比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄,海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年,利用外资增速明显提升,2017年,利用外资同比增速为19.80%,较2016年同期上升72.40个百分点。

3. 行业竞争

2017年,在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下,销售额超过百亿元的房企达144家,较上年增加13家,销售额共计8.21万亿元,市场份额超过60%,行业集中度快速提升。2017年,部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机,在重点一线城市市场严控的环境下,抢占具有发展潜力的二、三线市场份额,寻求发展机遇。与此同时,2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势,在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下,行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势,与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016年9月末以来,北京、天津、苏州、

成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策,重新启动限购限贷,提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策,主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”,首次提出“长效机制”:要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位,综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段,加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制,既抑制房地产泡沫,又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币,微观信贷政策要支持合理自住购房,严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策,根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任,房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应,提高住宅用地比例,盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能,带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿,规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月,40余个城市或地区,出台或升级了限购限贷政策,一线城市北京和广州再次升级政策执行力度,二套房界定标准提升,二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市,由于近期房价涨幅过大,也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日,中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财

政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年底，上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）通过上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）、上海市城市建设投资开发总公司和上海中星（集团）有限公司⁴（以下简称“中星集团”）合计持有公司60.68%的股权。

2014年公司引入战略投资者，截至2014年底，上海地产集团（含其全资子公司中星集团）、上海城投（集团）有限公司⁵（以下简称“上海城投集团”）、上海格林兰投资企业（有限合伙）⁶（以下简称“上海格林兰”）分别持有公司27.69%（其中中星集团持有7.7%）、20.76%和29.09%的股权。

2015年，金丰投资通过资产置换和发行股份购买公司原股东所持公司全部股权；后经两次名称变更，截至2018年3月底，上市公司绿地股份持有公司100%股权。绿地股份无实际控制人，绿地股份为公司唯一股东。

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90余座城市，开发规模、产品

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

⁵ 上海市城市建设投资开发总公司更名为上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投集团”）。

⁶ 上海绿地（集团）有限公司职工持股会变更为上海格林兰投资企业（有限合伙）。

类型、品质品牌均处于全国领先地位，特别在超高层、大型城市综合体、高铁站商务区等领域领先。公司紧跟经济全球化趋势，目前已进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国等海外地区。公司获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选“2018 中国房地产百强企业”第七名。截至 2017 年底，公司持有待开发土地面积 1693.57 万平方米，规划计容建面 3713.29 万平方米。

公司大基建板块近年来通过自身发展和外部收并购实现了业务规模快速增长。公司下属子公司具有建筑施工总承包特级资质 6 项，市政公用工程施工总承包特级资质 2 项，建筑施工总承包一级资质 15 项，市政公用工程施工总承包一级资质 13 项，其他施工总承包一级资质数十项，建筑行业工程设计甲级资质 9 项，专业承包一级资质数百项。

综合来看，公司主业房地产具有较强的规模和品牌竞争优势，基建、金融、消费板块的产业布局有利于公司分散经营风险。

七、重大事项

1. 母公司非公开发行股票

2016 年 2 月 19 日，绿地股份召开 2016 年第一次临时股东大会审议通过了非公开发行 A 股股票事宜的相关议案，拟以 14.51 元/股的价格向不超过十名特定对象非公开发行不超过 20.78 亿股股票，本次非公开发行募集资金的总额为不超过 301.50 亿元，用于公司的房地产和金融投资项目以及偿还银行贷款。

2016 年 6 月 13 日，绿地股份召开 2016 年第二次临时股东大会审议通过了绿地股份非公开发行 A 股股票方案调整的相关议案，将本次非公开发行的定价基准日为本次发行的发行期首日，本次非公开发行股票发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%，募集资金总额调整为不超过 157.00

亿元，用于公司房地产投资项目和偿还银行贷款；2016 年 8 月 5 日，绿地股份召开第八届董事会第十一次会议再次对非公开发行 A 股股票方案进行了调整，将募集资金总额调整为不超过 110.00 亿元，全部用于公司房地产投资项目；2017 年 2 月 17 日，绿地股份召开 2017 年第一次临时股东大会审议通过了延长非公开发行 A 股股票股东大会决议有效期及授权有效期的相关议案。2018 年 1 月 31 日，绿地股份召开 2018 年第一次临时股东大会再次审议通过了延长非公开发行 A 股股票股东大会决议有效期及授权有效期的相关议案。目前上述非公开发行 A 股股票事宜尚处于中国证监会审核过程中。

2. 下属子公司借款逾期

根据绿地股份和公司发布的 2017 年半年度报告，截至 2017 年 6 月底，公司子公司绿地辽宁投资建设控股集团有限公司（绿地集团持股比例 95%，以下简称“绿地辽宁”）下属企业已逾期短期借款 24750.00 万元，逾期时间为 78~370 天不等；已逾期长期借款 21000.00 万元，逾期时间分别为 192 天和 703 天。逾期原因主要系受当地房地产市场低迷影响。鉴于绿地辽宁为绿地集团的控股子公司，其下属企业债务出现逾期对公司信用水平可能带来一定影响，联合资信于 2017 年 9 月 5 日将公司列入信用评级观察名单。

截至 2017 年底，绿地辽宁下属企业逾期借款已通过项目公司自有资金偿还以及借新还旧等方式全部解决，联合资信决定将公司移出信用评级观察名单。

3. 其他资本运作

2017 年 7 月 1 日，绿地股份公告：绿地股份与雅居乐集团控股有限公司、雅居乐物业管理服务有限公司（以下简称“雅居乐物业”）签署了《合作框架协议》，绿地股份和公司与雅居乐物业、上海绿地物业服务有限公司（以

下简称“绿地物业”)签署了关于绿地物业的《股权转让协议书》，公司拟将全资子公司绿地物业 100% 股权(以下简称“标的股权”)转让给雅居乐物业，股权转让对价为 10 亿元(标的股权账面价值 0.10 亿元，收益法评估价值 9.92 亿元)。同时，绿地股份拟与雅居乐物业结成战略合作伙伴，支持雅居乐物业未来物业管理及各类社区增值服务的快速发展。为此，自 2018 年至 2022 年的 5 年内，公司开发的房地产项目将以雅居乐物业作为优先级物业合作商。截至 2017 年底，绿地物业股权已交割完毕，公司确认处置股权收益 9.83 亿元。

八、管理分析

高管人员变动方面，跟踪期内，因公司工作安排需要，孙志文不再担任公司执行副总裁职务；田波不再担任公司副总裁职务、陈磊不再担任公司副总裁职务。聘任陆新畬为执行副总裁、耿靖为执行副总裁、茆君才为执行副总裁。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平无其他重大变化。鉴于公司下属子公司发生借款逾期事项，联合资信认为，公司对控股子公司的管控能力有待提高。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司在坚持房地产开发核心主

业的同时开展多元化业务，已形成了“以房地产开发为主业，大基建、大金融、大消费等多元产业并举发展”的格局。

2017 年，内部抵消后公司实现主营业务收入 2863.55 亿元，同比增长 16.85%，主要系房地产结算金额增长和公司扩张建筑板块业务规模所致；同期，公司主营业务毛利率 14.13%，同比变动不大。

分板块来看，房地产板块仍是公司收入和利润的主要来源，2017 年在主营业务收入中占比(合并抵消前数据，下同) 48.77%，房地产板块毛利率同比上升 2.71 个百分点至 23.36%，主要系结算项目售价上升所致。2017 年，公司合并报表范围新增西安建工集团有限公司(以下简称“西安建工”)、新签合同规模快速增长，建筑及相关产业收入规模同比上升 36.85% 至 1048.13 亿元，在主营业务收入中占比为 33.97%，但建筑板块毛利率水平低(2017 年为 3.75%，同比下降 0.95 个百分点)。跟踪期内，随着建材、煤炭等大宗商品市场行情的好转，公司商品销售和能源产业营业收入同比分别回升 26.41% 和 90.29%，毛利率水平虽同比有所增长，但利润贡献仍小。受中国润东汽车集团有限公司(以下简称“润东汽车”)2016 年 6 月底起不再纳入公司合并范围影响，公司汽车及相关产业营业收入大幅下降至 66.59 亿元，毛利率下降至 3.98%。

表 3 2015~2017 年公司主营业务收入及毛利率构成情况(单位: 亿元、%)

分行业	2015 年			2016 年			2017 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	995.77	43.78	24.27	1450.77	54.51	20.65	1504.74	48.77	23.36
建筑及相关产业	426.63	18.76	6.18	765.92	28.78	4.70	1048.13	33.97	3.75
商品销售及相关产业	341.70	15.02	0.37	159.43	5.99	0.69	201.53	6.53	1.38
能源及相关产业	336.50	14.79	1.51	107.26	4.03	1.55	204.11	6.62	1.67
汽车及相关产业	127.78	5.62	6.37	126.06	4.74	7.58	66.59	2.16	3.98
绿化及相关产业	10.01	0.44	15.15	10.68	0.40	14.90	12.64	0.41	11.33

物业及相关产业	6.28	0.28	33.68	7.31	0.27	16.70	7.98	0.26	42.87
酒店及相关产业	15.58	0.69	80.31	17.54	0.66	80.78	18.51	0.60	83.01
金融及相关产业	4.57	0.20	99.99	4.84	0.18	99.98	3.74	0.12	99.92
租赁收入	5.50	0.24	-6.77	6.81	0.26	-19.27	7.67	0.25	-36.15
其他收入	4.22	0.19	-12.57	4.84	0.18	-33.78	9.77	0.32	-0.81
合计 1	2274.54	100.00	13.29	2661.46	100.00	13.78	3085.40	100.00	13.64
减：内部抵消数	220.90	--	2.41	210.77	--	1.38	221.85	--	7.34
合计 2	2053.65	--	14.46	2450.70	--	14.85	2863.55	--	14.13

资料来源：公司财务报告、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。

2018年1~3月，公司实现营业总收入748.34亿元，其中营业收入747.52亿元，同比增长27.21%；营业收入中房地产主业实现营业收入312亿元，同比基本持平；基建产业实现营业收入345亿元，同比增长约67%。2018年一季度，公司综合毛利率为14.55%，较2017年同期变化不大。

2. 房地产板块

跟踪期内，受房地产行业行情较好等因素影响，公司房地产板块销售金额大幅增长，投资规模较上年有所增加。

表4 公司房地产板块主要指标

(单位：万平方米、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
新开工面积	1785	1933	2948	876
期末在建面积	6359	5870	8240	/
房屋竣工(备案)面积	1831	2271	2140	79
房屋销售面积	2176	1961	2438	414
合同销售额	2301	2550	3065	486
权益土地获取建筑面积	1174	1468	2010	1166
权益土地款金额	484	846	457	193

资料来源：公司提供

注：“/”为未获取。

房地产销售方面，2017年，公司房地产板块实现合同销售金额3065亿元，同比增长20.20%，合同销售面积2348万平方米，同比增长24.32%。跟踪期内，公司加快推新盘、着

力去库存，合同销售金额和销售面积同比快速增长。从业态来看，2017年公司房地产合同销售金额中，住宅占比68.5%，商办占比31.5%；合同销售面积中，住宅占比76.2%，商办占比23.8%。跟踪期内，公司商办类物业销售占比持续下降。回款方面，公司2017年实现地产销售回款2451亿元，回款率约80%，处于行业较好水平。

表5 房地产业态合同销售额分布情况

(单位：亿元、%)

业态	2015年		2016年		2017年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
住宅	1170	50.85	1631	63.96	2100	68.52
商办	1131	49.15	919	36.04	965	31.48
合计	2301	100.00	2550	100.00	3065	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)，同时公司已经进入美国、澳大利亚、加拿大、韩国等海外地区。2017年公司主力销售地区仍位于华东地区，包括长三角区域的上海、苏州、南京、徐州和南通以及山东济南、江西省南昌等，公司位于武汉、郑州、成都、佛山、海口等地的项目也对销售面积贡献较高。从销售面积来看，2017年公司一线城市销售面积占比约为10%，二线城市销售面积占比超过50%，三四线城市销售贡献有所上升，导致2017年公司销售均价有

所下降。从销售金额来看，一、二线城市对公司销售额贡献超过 70%，仍是主要收入贡献⁷。

2017 年，公司海外项目合同销售额 83.6 亿元，销售项目主要位于韩国济州道、澳大利亚悉尼和加拿大多伦多市等地，海外项目销售额贡献有所增长。

截至 2017 年底，公司可供出售面积共计 11158.10 万平方米，其中已预售 9435.97 万平方米，待售面积 1722.13 万平方米，整体去化情况良好，但待售面积中商业地产占比较高，存在一定去化压力。

房地产投资方面，2017 年，公司以市场为导向，抢抓新开工面积，调整供应节奏，全年房屋新开工同比增长 52.51%，竣工面积同比小幅下降 5.77%，期末在建面积增加至 8240 万平方米，库存周转压力有所上升。成本控制方面，跟踪期内，公司全面实施甲供直采，已先后完成 85 类（220 种）材料设备集中甲供直采招标，综合降本率达到 27%。

在建项目方面，截至 2017 年底，公司房地产开发成本账面余额合计 3919.40 亿元，其中在建项目累计已投入 3708.08 亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入 211.32 亿元。根据公司 2017 年审计报告中披露数据，公司在建项目预计总投资 11173.01 亿元，尚需投入 7464.94 亿元；拟建项目预计总投资 735.15 亿元（不包括总投资额未定的项目），尚需投入 120.78 亿元。在不考虑新增土地储备的前提下，公司在拟建房地产项目未来仍需投入超过 7500 亿元的资金，公司筹资压力大。

2017 年，公司权益土地获取建筑面积同比增长 36.92%，权益土地款金额同比下降 45.98%，变化趋势相反主要系公司强化三四线城市布局并加大收并购方式拿地力度，三四线城市项目和收购项目的土地均价相对较低所致。新增土地储备项目 69 个，权益土地面积 1089 万平方米，权益计容建筑面积 2010 万平

方米，权益土地金额 457 亿元，新增国内项目中，一二线城市及其周边直接辐射区域项目权益建筑面积占比约 47%，住宅项目占比约为 71%。公司 2017 年获取三四线及以下城市土地资源较多，主要围绕特色小镇、高铁站商务区、战略性重大项目等题材，抢抓城市群溢出效应，抢抓快速崛起的高铁沿线市场。

截至 2017 年底，公司持有待开发土地面积 1693.57 万平方米，规划计容建面 3713.29 万平方米，土地储备较 2016 年底有所减少。公司土地储备主要位于南通、西安、济南、兰州、马来西亚、南昌、抚顺和徐州等二三四线城市。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（计容建面口径，下同）占比较小，截至 2017 年底占比约为 4%；二线城市土地储备约占 40%，较 2016 年底有所下降；三四线城市土地储备占比约为 50%；同期，公司海外项目土地储备面积约占 6%，主要集中在马来西亚新山市、加拿大多伦多等。

联合资信注意到，2017 年以来，受棚改货币化安置和核心城市外溢效应等因素综合影响，三四线城市地产销售面积和价格均呈爆发性增长，土地市场成交亦量价齐升。但未来，随着货币化安置刺激效应边际减弱、地产调控范围的延伸和前期供地带来的存货释放，三四线城市地产市场或逐步回归理性，面临一定价格波动风险；公司目前在建项目待投资规模大，项目未来投资支出压力大，与之对应的在售项目如果受政策和市场环境不能顺利进行销售，将对公司资金周转形成一定压力。

2018 年一季度，公司房地产板块实现合同销售金额 486 亿元，较 2017 年同期下降 16.97%；实现合同销售面积 414 万平方米，较 2017 年同期下降 9.25%；回款 584 亿元，同比增长 15.19%，回款率 120%。同期，公司拿地规模有所增加，仍以住宅项目为主，2018 年 1~3 月，公司新增土地储备项目 28 个，权益土地面积约 579 万平方米；权益计容建筑面积约

⁷ 各线城市销售分布情况均为联合资信根据公司年报测算。

1166 万平方米，权益土地金额 193 亿元，较 2017 年同期增长 278.43%，项目主要集中在快速成长的高铁站和快速周转的三四线城市项目，如株洲、吴江、南宁和阳江等，以及重庆、武汉和济南等二线城市。2018 年 1~3 月，公司完成新开工面积 876 万平方米，较 2017 年同期下降 0.5%；完成竣工备案面积 79 万平方米，同比下降 39.8%。

总体看，房地产业务作为公司核心主导产业，跟踪期内，公司地产销售金额和面积大幅增长，三四线城市库存得到良好去化；2017 年公司土地支出有所收缩，目前土地储备中三四线城市项目占比较大，未来或面临一定市场风险，部分商业产品仍面临去库存压力；公司在拟建项目投资规模大，后续开发投资周转对房地产销售回流依赖大，竣工速度有所放缓。

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

2017 年，公司建筑及相关产业收入规模同比增长 36.85%至 1048.13 亿元，主要一方面系公司原有经营主体签订合同量的增长，另一方面系公司收购西安建工所带来业务量的增长；但建筑业务毛利率水平较低，跟踪期内公司毛利率同比下降 0.95 个百分点至 3.75%，建筑板块毛利润仅为 39.36 亿元，在公司主营业务毛利润（404.60 亿元）中占比较小。

公司建筑业务运营主体为上海绿地建设（集团）有限公司、上海绿地建筑工程有限公司、贵州建工、江苏建工和西安建工等。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（贵州建工和西安建工等暂未整合进入绿地城投）。初步形成“覆盖投融资建造管、布局东西南北中”的架构。

表 6 公司建筑板块主要指标

（单位：个、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
竣工项目个数	952	1093	2072
其中：房屋建设	302	430	601
竣工项目合同金额	284.12	496.41	799.11
其中：房屋建设	220.00	320.68	483.24
在建项目项目个数	2281	2820	2833
其中：房屋建设	891	1527	1179
在建项目合同金额	1000.07	1975.49	2853.94
其中：房屋建设	808.08	1498.65	2012.00
新签合同额	639	971	1941

资料来源：公司提供

2017 年，公司建筑业务共竣工验收 2072 个，总合同金额 799.11 亿元；其中房屋建设项目金额 483.24 亿元，基建工程项目金额 146.50 亿元。

2017 年，公司建筑业务在建项目 2833 个，总合同金额 2853.94 亿元；其中房屋建设项目金额 2012.00 亿元，基建工程项目金额 513.77 亿元。

2017 年，公司新增建筑施工项目 3293 个，合同金额 1941 亿元，同比增长 99.89%；其中房屋建设项目金额 1194.14 亿元，同比增长 61.30%；基建工程项目金额 613.28 亿元，同比增长 1945.88%，是新签合同主要增长点。跟踪期内，公司承揽业务模式仍以施工合同模式为主，同时公司积极提升业务能级，承接了多个重大基建投资项目，业务模式包括 PPP、BOT 等模式，涉及地铁、高速公路、市政设施与隧道桥梁等多个领域。

表 7 截至 2017 年底公司在建重大基建投资项目

（单位：亿元）

项目	业务模式	总投资	已投资
南京地铁五号线	PPP	196.13	14.33

河南滹池至山西垣曲高速公路(河南段)	BOT	50.46	13.94
山西闻喜东镇至垣曲蒲掌高速公路古城联络线	BOT	19.50	2.92
宁波杭州湾滨海新城基础设施PPP项目(二期)	PPP	34.85	2.78
宁波杭州湾滨海新城基础设施PPP项目(三期)	PPP	26.88	0
许昌至信阳高速公路(驻马店市境)	PPP	103.29	0
合计	--	431.11	33.97

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司加快打造覆盖投资、建设、运营等上下游业态，项目承接能力和经营业绩均有所增长，巩固了产业链竞争优势；但建筑施工产业利润水平仍较低，公司通过 PPP 等投资模式承接项目投资规模大，回报周期长，面临一定政策不确定性。

4. 大消费板块

公司“大消费”板块主要包括进口商品直销、汽车销售与服务、酒店旅游等。

商品销售及相关产业

公司商品销售及相关产业板块主要涉及日常消费品、汽车配件和地产建筑产业相关建筑材料（混凝土、钢材）的销售，收入以建筑材料销售为主，同时日常消费品销售是公司“大消费”板块业务发展重点之一。

日常消费品业务方面，公司以“全球资源，中国市场”为经营理念，采用“自产+直采+直销”模式，不断拓展海外直采网络，快速布局零售实体门店，积极推进线上销售和跨境电商平台，围绕进口商品直销打造全新零售业态，整体经营持续向好。采购端，公司先后在美国、英国、澳洲、韩国、加拿大设立了五大海外商品直采中心，建立了商品货源直采渠道；与美国、澳大利亚、加拿大、新西兰、匈牙利、智利等多国政府机构及行业协会达成合作意向，锁定了优质商品资源，形成了涵盖肉类、油类、海鲜、水果等商品的直采商品布局。销售端，截至 2017 年底，绿地全球商品直销中心

(G-Super) 门店总数达到 41 家，分布于上海、南京、杭州、苏州、济南、郑州、成都、长沙、重庆等全国 17 个一二线城市。

跟踪期内，公司建材等商品销售规模随主要业务发展有所增长，2017 年，公司商品销售及相关产业实现营业收入 201.53 亿元，同比增长 26.41%，毛利率 1.38%，对公司利润水平贡献有限。

汽车销售及相关产业

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

截至 2017 年底，公司拥有 33 家 4S 店，汽车品牌组合包括宝马、林肯、奥迪、通用凯迪拉克、沃尔沃、东风本田、广汽本田、广汽丰田、东风标致、三菱、大众斯柯达、通用别克、通用雪佛兰、一汽马自达、长安马自达、福特、东风日产、云度等。受 2016 年出售润东汽车股权影响，2017 年，公司汽车销售及服务板块实现营业收入 66.59 亿元，同比下降 47.18%。

能源及相关产业

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

2017 年，公司能源及相关产业实现营业收入 204.11 亿元，同比增长 90.29%，主要受煤炭等大宗商品价格上升影响，毛利率为 1.67%。跟踪期内，公司能源板块仍然以整顿调整为主。

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 2017 年底，公司拥有营运酒店 33 家（其中自营酒店 15 家），客房总数 9001 间，另有输出管理酒店 30 家，另有已立项酒店 50 家。公司酒店已遍及北京、上海、南京、郑州、南昌等国内城市以及美国洛杉矶、澳大利亚悉尼、德国法兰克福等海外城市，全面覆盖高端、中端和会务市场，公司自有奢华酒店品牌“铂瑞”（Primus）和高端商务品牌“铂骊”（The Qube），并于 2016 年推出了高端设计品牌“Q 酒店”。2017 年，公司酒店及相关产业收入 18.51 亿元，同比增长 5.51%；酒店经营板块毛利率水平近年来一直维持在 75% 以上，2017 年进一步上升至 83.01%。

5. 大金融板块

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

2017 年，公司金融板块实现营业收入 3.74 亿元，较 2016 年下降 22.80%，主要为债权类业务、资产管理和运作业务所获得的相关收入。

股权投资方面，公司主要对具备良好盈利能力的金融行业及新兴产业领域进行投资，同时也高度关注国企混改等所带来的股权投资机会；跟踪期内，适时处置了部分前期投资的股权项目，获取投资收益；另一方面新参与了一批有影响力的项目。

债权投资业务包括小额贷款、融资租赁、房地产基金等。截至 2017 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，2017 年投放规模进一步增长，重点挖掘教育、医疗、文化、新能源、新零售等潜力

行业；公司房地产基金业务聚焦北上广深、重点省会城市和新崛起准一线城市，2017 年全年投资规模百亿元规模。跟踪期内，绿地吉客互联网小贷牌照正式获批。

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，并有七家公司取得私募牌照并按规定完成备案。

2017 年，公司公允价值变动损益和投资收益中由绿地金控金融业务带来的经常性损益共计 4.67 亿元，同比有所下降。

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，2017 年，公司主营业务收入规模同比大幅增长，主要来源于房地产和建筑板块，建筑板块利润率仍低；另外，受大宗商品价格有所回升影响，公司能源板块和商品销售板块规模收入有所回升。跟踪期内，酒店、汽车、金融板块业务较为稳定，毛利润持续增加，但对公司利润贡献有限。

6. 未来发展

公司 2018 年的业绩目标是：实现经营收入 3500 亿元，利润总额 200 亿元。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：

公司将做强做大房地产主业，提升核心竞争力：（1）通过抓新盘入市和抓实抓好去库存工作增强营销实效，狠抓市场业绩。（2）要聚焦“沿海一条线、西部两个圈、中部若干点”，对重点发展区域，要倾斜资源，加强深耕，并进一步加大住宅项目比重，打造一批业绩“粮仓”；抢抓一批增量项目。要坚持以战略性重大项目、特色小镇、高铁站商务区、科创产业园、会展中心等为载体，在经济发展较快、人口流入较多的城市重点开展投资。（3）加强产品塑造，提升标准化水平，即围绕刚需住宅、弱改善性住宅、特色小镇、康养谷、高铁商务

区等重点产品线，加强产品标准化建设；同时加强产品研发创新和标杆项目建设，提升附加价值和品牌影响力。（4）进一步强运营降成本，提升竞争优势。（5）积极探索租赁住房业务。

基建产业方面，公司计划通过外延式增长与内涵式增长两种手段，确保大基建业务规模持续增长。金融产业方面，在新的金融监管环境下，寻找新的业务增长点和继续推进重点项目资本运作；挖掘和盘活公司存量资产和未来资源。消费板块，继续拓展实体门店，加强上下游渠道拓展和整合。

此外，根据绿地股份公告，2018年，公司房地产项目储备权益土地总投资额计划不超过1000亿元，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2018年经营收入目标较2017年实际收入有一定增幅，利润总额目标较2017年实际利润总额变化不大。公司未来收入及利润水平的增长仍对房地产主业依赖大。联合资信注意到公司在建项目及计划新增土地储备的投资规模大，而房地产销售情况及资金回流受行业政策、行业竞争等影响大存在不确定性，公司仍需通过大规模外部融资以满足正常周转，债务水平短期内不会有明显改善。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015~2017年财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。

2017年公司合并范围新增25家子公司，其中西安建工等19家为非同一控制下企业合并取得⁸，绿地健康产业投资（宁波）有限公司

⁸西安建工等14家子公司股权取得成本合计79.27亿元，于购买日可辨认净资产公允价值合计75.28亿元，公司相应商誉增加4.08亿元，非同一控制下企业合并成本与其公允价值份额的差额（计入营业外收入）0.13亿元。

等6家为新设立子公司；同期，公司合并范围减少上海绿地物业服务有限公司等5家子公司，均通过股权转让方式。截至2017年底，公司合并范围包含二级子公司142家。跟踪期内公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至2017年底，公司（合并）资产总额8494.44亿元，所有者权益（包括少数股东权益319.00亿元）合计975.71亿元；2017年，公司合并口径实现营业总收入2901.74亿元，利润总额195.79亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额8696.99亿元，所有者权益（包括少数股东权益332.75亿元）合计1025.96亿元；2018年1~3月，公司合并口径实现营业总收入747.52亿元，利润总额54.74亿元。

2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额8494.44亿元，同比增长15.86%，主要来自存货、货币资金、应收账款和其他应收款的增长。从构成看，公司资产结构仍以流动资产为主，2017年底流动资产在资产总额中占比为89.95%，非流动资产占比为10.05%，非流动资产占比较上年末变化有所上升。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计7640.98亿元，同比增长13.91%，主要来源于存货和其他应收款的增长。从构成看，公司流动资产主要由存货（占67.36%）、货币资金（占9.86%）、其他应收款（占8.68%）、应收账款（占5.14%）和预付款项（占5.06%）构成。

截至2017年底，公司货币资金同比增长20.25%至753.73亿元，主要系经营获现增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占92.80%，另外，其他货币资金53.88亿元，占7.15%，其余为库存现金。公司货币资金中35.24亿元存放在境外。截至2017年底，公司货币资金

中使用受限的资金为 103.69 亿元，占比 13.76%；其中银行存款中使用受限 69.02 亿元，其他货币资金中使用受限的为 34.67 亿元，主要系履约保证金、银行承兑汇票保证金和用于担保的定去存款或通知存款等；剔除受限货币资金后，余额为 650.04 亿元，公司货币资金较为充足。

截至 2017 年底，公司应收账款 392.59 亿元，同比增长 53.65%，主要系基建板块新增应收账款及合并范围内增加西安建工等子公司所致。截至 2017 年底，公司应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项占应收账款原值的 95.42%，主要为账龄分析组合。账龄分析组合中，账龄 1 年以内的占 84.97%，账龄在 1~2 年的占 9.53%，2~3 年的占 3.21%，3 年以上的占 2.29%。截至 2017 年底，公司共计计提应收账款坏账准备 21.87 亿元，计提比例 5.28%，计提比例一般。

公司其他应收款主要由保证金、应收联营、合营企业及子公司合作方股东往来款等组成，其中保证金占比为 34.77%，应收关联方款项占比 37.05%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额合计 691.97 亿元，计提 28.58 亿元坏账准备（坏账计提比例为 4.13%），年末其他应收款账面价值为 663.39 亿元，同比增长 66.55%，主要来源于保证金和非并表合作项目往来款增加。2017 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 60.60%）中，1 年以内账龄占 73.19%，1~3 年占 19.94%，3 年以上占 6.87%，公司计提 13.33 亿元坏账准备，计提比例较低。公司对保证金组合未计提坏账准备。单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款余额 29.09 亿元，计提坏账准备 12.84 亿元。2017 年底其他应收款中欠款金额前五单位合计占其他应收款年末余额的 13.68%，公司其他应收款集中度低。

2015 年 10 月，绿地股份发布公告，决定与上海绿地资产控股有限公司解除针对上海

云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）的股权委托管理协议；协议解除后，云峰集团不再纳入公司合并报表范围。截至 2017 年底，公司其他应收款中应收云峰集团及其子公司款项 16.05 亿元，公司按 30% 比例计提坏账准备，计提充分性一般，未来仍有进一步计提的可能。联合资信将持续关注云峰集团私募债违约后续进展及相关事件对公司可能产生的影响。

表 8 2017 年底公司其他应收款欠款方前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	年末余额	账龄	占比
南京峰霄置业有限公司	27.00	1 年以内(含 1 年)	3.90
旭辉集团股份有限公司	20.44	1 年以内(含 1 年)、1 至 2 年(含 2 年)	2.96
武汉新正兴源置业有限公司	17.05	1 年以内(含 1 年)、1 至 2 年(含 2 年)	2.46
佛山市万科置业有限公司	15.33	1 年以内(含 1 年)、1 至 2 年(含 2 年)	2.22
广西地产(集团)有限公司	14.78	1 年以内(含 1 年)	2.14
合计	94.61	--	13.68

资料来源：公司财务报告

公司存货主要由房地产开发成本和开发产品以及工程施工组成，2017 年底三者分别占存货账面余额的 75.86%、21.02% 和 2.54%，此外还包括库存商品、原材料等。截至 2017 年底，公司存货账面余额合计 5166.62 亿元，计提 19.79 亿元跌价准备后账面价值为 5146.83 亿元，同比增长 6.22%，主要来自房地产开发成本和开发产品的增长。截至 2017 年底，公司开发成本账面余额合计 3919.40 亿元，其中在建项目累计已投入 3708.08 亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入 211.32 亿元。截至 2017 年底，公司开发产品账面余额 1086.26 亿元，由开发成本转入等导致增加 1285.72 亿元，由交付结算或转至投资性房地产、固定资产、出租开发产品等导致减少 1148.18 亿元。联合资信关注到，公司开发产品规模大，三四线城市

市项目占比高，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；公司目前在建项目待投资规模很大，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，随着合作项目的增多以及房地产开发成本的增长，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，联合资信关注到公司已计提较高比率的坏账准备；公司在拟建项目的大规模后续投入和合作项目往来款的回收对地产项目销售及回款情况依赖大，公司实际资产流动性一般。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 853.46 亿元，同比增长 36.86%，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 30.19%）、固定资产（占 15.23%）、长期股权投资（占 18.92%）、递延所得税资产（占 12.55%）和可供出售金融资产（占 9.22%）。

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 2017 年底，公司可供出售金融资产为 78.69 亿元，同比增长 16.28%。其中，按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值合计 44.29 亿元（权益工具成本合计 43.09 亿元，计入其他综合收益的公允价值变动金额累计 1.20 亿元）；按成本计量的可供出售金融资产账面余额合计 35.65 亿元，计提减值准备后账面价值为 34.40 亿元，主要新增了对杭州赛琦融云股权投资基金合伙企业、青岛翠湖地产有限公司等企业投资。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 161.45 亿元，同比增长 101.51%，主要是公司新增对重庆协信远创实业有限公司股权投资 49.67 亿元和绿地控股集团杭州双塔置业有限公司股权投资 6.05 亿元所致。公司长期股权投

资主要是对重庆协信远创实业有限公司（49.67 亿元）、上海新华发行集团有限公司（9.35 亿元）、杭州工商信托股份有限公司（11.26 亿元）、雅居乐雅生活服务股份有限公司（10.19 亿元）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。

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 2017 年底投资性房地产账面原值 279.26 亿元，公司共计提折旧 21.51 亿元，计提减值准备 0.12 亿元，账面价值为 257.63 亿元，同比增长 13.60%。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 129.97 亿元，同比增长 46.04%，主要来源于由存货转入经营的房屋及建筑物。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产 107.13 亿元，同比增长 64.27%，主要系预收房款按税法核定利润增加造成递延所得税资产增加所致。

截至 2017 年底，公司外币资产合计折算人民币余额 322.87 亿元，较 2016 年底的 78.54 亿元大幅增长，主要来自外币货币资金和其他应收款的增加，其中，以美元和港币结算的资产居多。

由于融资需要，公司已将部分应收款项、土地、房地产在建项目、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）及企业股权用于借款抵押或质押。截至 2017 年底，公司（合并口径）受限资产（含货币资金使用受限部分）账面价值合计 2241.59 亿元，占公司资产总额的 26.39%。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 8696.99 亿元，较 2017 年底增长 2.38%，主要来源于应收账款、预付款项和其他应收款的增长。

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，存货变现和其他应收款回收受调控政策影响较大，流动资产的实际流动性一般；非流动资产中投资性房地产、固定资产和长期股权投资占比较大。

总体看，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 975.71 亿元，同比增长 23.33%，主要来自实收资本、未分配利润和少数股东权益的增加。从构成上看，截至 2017 年底，公司所有者权益中实收资本占 23.21%，资本公积占 8.03%，未分配利润占 31.55%，少数股东权益占 32.69%。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 2017 年底，公司实收资本 196.49 亿元，同比增加 30.00 亿元，系绿地股份向公司增资。

截至 2017 年底，公司未分配利润 307.86 亿元，2017 年公司向绿地股份分配股利 45.00 亿元。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 319.00 亿元，同比增长 50.44%，主要来源于合作项目未分配利润增加和新增资本投入。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 1025.96 亿元，较 2017 年底增长 5.15%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其他权益科目变动不大。

整体看，公司未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 7518.72 亿元，同比增长 14.96%，主要来自流动负债的增加。公司负债构成仍以流动负债为主，跟踪期内，流动负债比重上升至 76.24%，较上年同期上升 5.79 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债为 5732.23 亿元，同比增长 24.40%，主要是预收款项、应付账款和其他应付款增长所致。从构成上看，公司流动负债中预收款项（占 41.42%）、应付账款（占 23.49%）、一年内到期的非流动负债（占 12.72%）和其他应付款（占 12.09%）占比较大。

截至 2017 年底，公司短期借款 204.47 亿元，同比下降 18.02%。公司应付账款主要是应付及预提工程款、应付货款和应付地价等。截至 2017 年底，应付账款为 1346.41 亿元，同比增长 12.63%，主要来自应付及预提工程款的增长。

公司预收款项主要为预收房屋销售款。截至 2017 年底，公司预收款项为 2374.24 亿元，同比增长 40.65%；其中，预收房款 1621.72 亿元，同比增长 43.64%。

公司其他应付款主要系应付合营联营公司等合作开发款、购房意向金等。截至 2017 年底，公司其他应付款 693.18 亿元，同比增长 26.41%。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 9 2017 年底公司按款项性质列示其他应付款明细
(单位: 亿元)

欠款性质	年末余额	年初余额
押金及保证金	57.56	42.33
应付合营联营公司等关联方款项	169.80	153.65
应付股权款	5.81	2.73
土地增值税清算准备	6.51	2.49
代收款	36.96	30.90
购房意向金	203.85	176.55
应付其他公司款项及其他款项	212.68	139.70
合计	693.18	548.35

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 728.96 亿元，同比增长 3.25%，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待转销项税额和子公司发行的短期应付债券。截至 2017 年底，公司其他流动负债 101.55 亿元，其中包括 3 期美元债券（均为 1 年期），合计本金 84.56 亿元，已调整至短期债务核算。

截至 2017 年底，公司非流动负债 1786.49 亿元，同比下降 7.55%，主要是长期借款和应付债券的下降所致。从构成上看，长期借款占 80.69%，应付债券占 17.03%。

截至 2017 年底，公司长期借款为 1441.50 亿元，同比下降 5.80%，公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。截至 2017 年底，公司应付债券为 304.15 亿元，较上年底减少 60.44 亿元，主要系债券到期兑付所致。公司 2017 年新发长期债券 Global certificate S7T1 817(发行金额 5 亿美元，期限 3 年)。

表 10 2017 年底公司长期债务融资工具明细(单位: 亿元)

债券名称	发行余额	期末余额	到期日/兑付日
海外投资 GRNL GLB B1907	4亿美元	26.07	2019-7-3
海外投资 GRNL GLB B2407	6亿美元	38.88	2024-7-3
GRNL GLB N1909	3亿美元	19.53	2020-9-6
GRNL GLB N1912	1.8亿美元	11.64	2020-12-24
绿地香港 15 亿人民币债券	15.00	15.00	2018-1-24
绿地香港 4.5 亿美元债券	4.5亿美元	29.19	2019-7-28
格隆希玛国际有限公司票据	20亿港元	16.72	2020-03-09
14 绿地债	15.00	14.95	2020-05-23
15 绿地 MTN001	20.00	20.00	2020-09-16 (5+N 年)
15 绿地 01	20.00	19.93	2020-12-10
15 绿地 02	80.00	79.70	2020-12-10 (3+2 年)
16 绿地 01	90.00	89.65	2021-1-21 (3+2 年)
16 绿地 02	10.00	9.96	2021-1-21
Global certificate S7T1-817	5 亿美元	32.63	2020-8-16
合计	--	423.85	--

资料来源: 根据公司财务报告整理

注: “15绿地MTN001”为永续期中票, 计入其他权益工具科目; “绿地香港15亿人民币债券”已按期兑付; 截至2017年底, 公司长期债务融资工具年末余额中99.70亿元为一年内到期部分, 计入一年内到期非流动负债。

截至 2017 年底，公司外币负债合计折算人民币余额 720.28 亿元，较 2016 年底的 536.34 亿元大幅增长，计价币种主要是美元和港币。公司外币负债相对外币资产规模较大，面临一定汇率风险。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 7671.03 亿元，较 2017 年底增长 2.03%，增长主要来源于预收款项和长期借款。

截至 2017 年底，公司调整后有息债务合计 2803.85 亿元，同比下降 2.63%，其中长、短期债务占比分别为 62.26% 和 37.74%，短期债务占比继续上升；资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 88.51%、74.18% 和 64.15%，分别较 2016 年底下降了 0.70 个、4.26 个和 6.40 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司有息债务较 2017 年底下降 3.33% 至 2710.47 亿元，长期债务比重上升至 65.08%；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 88.20%、72.54% 和 63.23%，较 2017 年底继续下降。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务负担仍重，短期债务占比持续上升。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 2904.18 亿元，同比增长 17.39%；其中营业收入 2901.74 亿元，同比增长 17.40%，利息收入、手续费及佣金收入合计 2.44 亿元，同比增长 1.72%。跟踪期内，受房地产结转面积增加及公司扩大建筑板块业务规模影响，公司营业收入实现快速增长。2017 年，公司营业成本为 2485.51 亿元，同比增长 18.47%，略快于营业收入增长速度。受“营改增”影响，公司 2017 年税金及附加同比下降 25.63% 至 91.61 亿元。2017 年公司营业利润率为 11.19%，同比增长 1.06 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 145.62 亿元，同比增长 6.60%，主要来自销售费用和管理费用的增加。2017 年公司财务费用 11.53 亿元，同比下降 58.58%，主要系当期计入财务费用的汇兑收益规模增长所致。跟踪期内，公司期间费用占营业收入的比重下降至 5.02%，较 2016 年减少 0.51 个百分点，仍保持在较低水平。

跟踪期内，公司资产减值损失为 19.79 亿

元,同比增加 5.20 亿元,主要包括坏账损失和存货跌价损失。2017 年公司共计提坏账损失 10.80 亿元,主要仍来自能源板块。2017 年公司计提存货跌价损失 6.08 亿元,主要是对英国伦敦市绿地兰姆公馆项目开发成本计提的跌价损失。公司跟踪期内计提资产减值损失仍保持较大规模,资产减值损失对公司利润总额侵蚀较大。

2017 年,公司投资收益 41.97 亿元,同比下降 29.79%,主要因为处置可供出售金融资产收益减少。投资收益主要来自:处置长期股权投资⁹获得 18.70 亿元,权益法核算的长期股权投资收益 12.66 亿元,丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 6.03 亿元等。公司部分投资收益与房地产和金融主业相关,但长期股权投资、可供出售金融资产的处置有一定不确定性,投资收益对利润贡献稳定性较弱。

2017 年公司实现营业利润 200.80 亿元,同比增长 30.98%;实现利润总额 195.79 亿元,同比增长 35.57%。

从盈利指标来看,2017 年,公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.41%和 14.24%,同比分别上升 1.25 个和 2.35 个百分点。

2018 年 1~3 月,公司实现营业总收入 748.34 亿元,其中营业收入 747.52 亿元,同比增长 27.21%,营业利润为 11.80%,较 2017 年全年有所上升;同期,公司实现利润总额 54.74 亿元,同比增长 42.05%。

总体看,跟踪期内,公司收入规模随房地产销售结转规模快速增长,主业盈利能力有所增强;同时,联合资信注意到投资收益对公司利润的贡献仍大,具有一定不可持续性。

5. 现金流

⁹ 2017 年,公司“处置长期股权投资获得的投资收益”主要系出售子公司股权以及以转让股权方式获取房产和土地产生的收益,其中转让其所持上海绿地物业服务股份有限公司全部股权处置收益 9.83 亿元。2017 年,公司以转让股权方式获取房产和土地产生的收益 15.41 亿元,计入“处置长期股权投资产生的投资收益”和“丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得”中。

经营活动方面,2017 年公司经营活动现金流入 4536.44 亿元,同比增长 13.62%,主要系销售商品、提供劳务收到的现金随地产销售金额增加所致;2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3577.11 亿元,同比增长 22.51%,现金收入比为 123.27%,同比上升 5.14 个百分点,地产板块整体回款情况良好,基建板块回款有所滞后导致应收账款规模较大。2017 年,公司房地产开发投入有所减少,公司经营活动现金流出同比下降 2.35%至 3986.56 亿元,其中,购买商品、接受劳务支付的现金为 2582.30 亿元,同比下降 0.82%。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,2017 年分别为 954.98 亿元和 1042.76 亿元,同比分别下降 10.69%和 6.90%,主要系公司收到购房意向金、收到和支付押金和保证金减少所致。2017 年公司经营活动现金流表现为净流入 549.88 亿元,而 2016 年为净流出-89.93 亿元,跟踪期内,公司经营获现能力有所增强。

投资活动方面,2017 年,公司投资活动现金流入规模快速增长至 610.76 亿元,较上年同期增幅为 47.77%,主要系收回投资收到的现金的增长。公司收到其他与投资活动有关的现金增长主要来自委托贷款的收回和理财产品的赎回,2017 年为 160.56 亿元。2017 年,公司投资活动现金流出量为 756.00 亿元,同比增长 79.96%,主要系投资支付现金增长所致。2017 年公司投资活动现金净流量为-145.24 亿元,净流出规模同比增长 946.22%,主要来源于对联营、合营企业的投资增加。

筹资活动方面,公司主要通过股东增资和金融机构借款、发行债券筹集资金,2017 年公司吸收投资收到的现金 76.54 亿元,主要系绿地股份增资和子公司吸收少数股东投资收到的现金;取得借款收到的现金规模为 1141.59 亿元,同比下降 23.81%;筹资活动现金流入合计 1322.27 亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和分配股利、

利润及偿付利息支付的现金，2017 年分别为 1410.52 亿元和 201.30 亿元，同比分别增长 20.91% 和下降 7.71%。跟踪期内，公司筹资活动现金流量净额为 -326.55 亿元，对外部融资依赖有所下降。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 43.82 亿元、-57.67 亿元和 -114.83 亿元。

总体看，跟踪期内，随房地产销售回款增加和开发投入的放缓，公司经营获现显著增加，投资活动现金净流出也随合作项目增多等原因导致的联、合营公司投资增加有所增长；但公司偿还债务和在建拟建项目资金缺口仍大，加之房地产企业整体融资环境收紧，公司面临较大对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司

流动负债随预收款项和短期债务增加快速增长，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 133.30% 和 43.51%，同比分别下降 12.28 个和下降 3.09 个百分点；2017 年，公司经营现金流动负债比为 9.59%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 133.56% 和 47.00%，较 2017 年底有所上升。流动资产中存货和其他应收款占比大，对资金形成较大占用；流动负债中预收款项规模较大，不构成有息债务。整体看，公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 240.07 亿元，同比增长 31.74%；全部债务/EBITDA 由 2016 年的 15.80 倍下降至 11.68 倍，EBITDA 利息倍数由 2016 年的 1.12 倍上升至 1.55 倍。公司长期偿债压力有所减轻，但偿债压力仍较大。

表 11 截至 2017 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	19462.31	2006.06.13	2020.06.13	否	否
		4085.00	2016.12.30	2018.10.26	否	否
	7305.24	2017.01.25	2019.12.05	否	否	
	中国华源集团有限公司	5000.00	2004.03.19	2005.11.01	否	是
江苏省交通工程集团有限公司	江苏省镇江船厂（集团）有限公司	7836.24	2016	2018	否	否
		5265.18	2016	2019	否	否
绿地地产集团有限公司	苏州辉煜置业有限公司	50500.00	2017.08.05	2019.07.15	否	否
合计		99453.97	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司对外担保金额（除公司为商品房承购人向银行抵押借款提供担保外）合计为 9.95 亿元人民币，担保比率为 1.02%，其中担保发生额 7.73 亿元。截至 2017 年底，根据公司提供资料，公司存在 1 笔不良类对外担保：2004 年中国华源集团有限公司（“华源集团”）和公司互保，在农业银行贷款 5000 万元，公司按期还款，华源集团逾期未还。后农业银行上海分行委托中国长城资产管理

公司上海办事处（“长城资管”）接手。2015 年 6 月，华源集团宣告破产。长城资管向华源集团申报了相关债权，同时通过法院向公司主张相关权利。2017 年 1 月，一审法院判决公司应于华源集团破产程序终结后十日内偿付长城资管在华源集团破产程序中未受清偿的相关债权。目前，华源集团破产程序尚在进行中。公司存在一定的或有负债风险，但担保比率低，或有负债对公司整体影响很小。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2017 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 2782 亿元，已使用额度为 1432 亿元，未使用额度为 1350 亿元，公司间接融资渠道畅通。2015 年 8 月，公司股东在上海证券交易所实现整体上市，成功登陆国内资本市场；此外，公司通过控股香港上市公司绿地香港控股有限公司，打造境外融资平台，完善融资方式。公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1031010501203970L），截至 2018 年 5 月 2 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有五笔关注类贷款记录，这五笔贷款均已经在 2003 年前还清，其中四笔均在贷款到期日（或之前）归还，一笔于贷款到期日八日后还款，最终银行贷款均已实现正常回收。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内公司债券偿还能力分析

“14 绿地债/PR 绿地债”发行金额 20 亿元，于 2014 年 5 月 23 日起息，期限 6 年，将于 2020 年 5 月 23 日到期；“14 绿地债/PR 绿地债”按年付息，并设置提前偿还本金的条款，从第三个计息年度开始每年偿还本金的 25%，即自 2017 年起至 2020 年止，每年 5 月 23 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日）分别偿还本金 5 亿元、5 亿元、5 亿元和 5 亿元，分别占“14 绿地债/PR 绿地债”发行总额的 25%、25%、25% 和 25%，后四年利息随本金的兑付一起支付。截至 2018 年 5 月底，“14 绿地债/PR 绿地债”已偿还本金 10 亿元，待偿还本金 10 亿元。

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

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

2017 年公司 EBITDA 对单年最高偿还本金 25 亿元的保障倍数为 9.60 倍；2017 年公司经营活动现金流入量对单年最高偿还本金 25 亿元的保障倍数为 181.46 倍；2017 年公司经营活动现金流净额对单年最高偿还本金 25 亿元的保障倍数为 22.00 倍。跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续期债券保障能力强。

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	179.38
现金类资产/一年内到期债券余额	4.66
经营活动现金流入量/应付债券余额	14.92
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.81
EBITDA/应付债券余额	0.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

注：一年内到期债券余额为一年内到期应付债券和其他流动负债中短期应付债券账面价值合计数；应付债券余额为应付债券科目余额。

为了保证“14 绿地债/PR 绿地债”资金的合理使用以及按时偿还本息，公司聘请中国银行股份有限公司上海市黄浦支行作为“14 绿地债/PR 绿地债”募集资金使用专户和偿债资金专户监管人。公司已按期支付前四个计息年度的利息。

此外，公司与海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）签订了《资产抵押协议》，公司以其合法拥有的位于打浦路、龙华东路的“绿地浦晖国际中心”部分房地产提供抵押担保，抵押资产建筑面积为 58580.66 平方米。

绿地浦晖国际中心项目位于上海市黄浦区滨江黄金地段，东侧紧邻南园滨江绿地，南面距离黄浦江江岸线仅 300 米，同时项目还临近打浦路隧道、内环高架、卢浦大桥、M4 线大木桥站等交通枢纽，交通便捷。同时，绿地浦晖国际中心集高档商业、办公、金融、五星级酒店及高档住宅于一体，是黄浦江畔标志性的大型现代服务业综合项目，上述项目房地产权证齐全，抵押房地产资产质量良好。根据上海众华资产评估有限公司于 2018 年 5 月 16 日出具的评估报告（沪众评报字[2018]第 0243

号），以 2018 年 4 月 30 日为评估基准日，采用市场比较法和收益法，根据评估结果，“14 绿地债/PR 绿地债”抵押涉及的房地产资产评估价值为 36.17 亿元，较 2017 年评估价值 36.14 亿元（以 2017 年 4 月 30 日为评估基准日）以及“14 绿地债/PR 绿地债”发行时披露的评估价值 36.03 亿元（以 2013 年 4 月 30 日为评估基准日）均有所增加；2018 年 4 月 30 日为基准的抵押房产评估价值为“14 绿地债/PR 绿地债”待偿还本金 10 亿元的 3.62 倍。

表 13 “14 绿地债/PR 绿地债”抵押房地产基本情况（单位：平方米、万元）

房地产权证编号	使用权取得方式	用途	土地使用权使用年限	宗地面积（平方米）	建筑面积（平方米）	评估基准日市场价值(万元)
沪房地黄字（2012）第 050940 号	出让	商业金融、商务办公用地	2008.2.18-2048.2.17	27678.00	43121.79	277515
沪房地卢字（2011）第 001545 号产权证	出让	商业金融、商务办公用地	2008.2.18-2048.2.17	8719.00	15458.87	84114
合计	--	--	--	36397.00	58580.66	361660（取整）

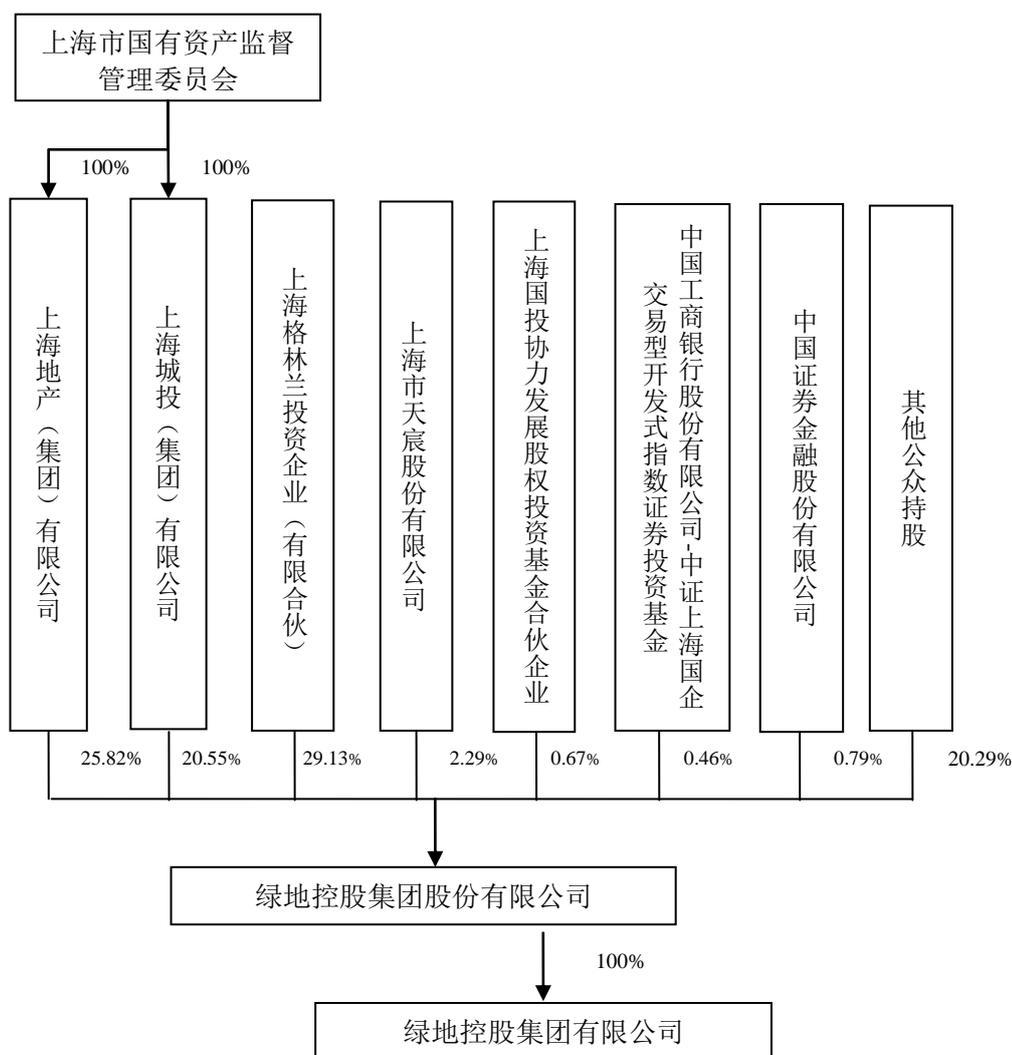
资料来源：沪众评报字[2018]第 0243 号评估报告书、联合资信整理

总体看，偿债资金专户的设立为“14 绿地债/PR 绿地债”本息偿还提供保障，跟踪期内，公司按时足额支付利息。此外分期偿付机制的设立有助于降低债券本息集中偿付压力，“14 绿地债/PR 绿地债”由公司价值 36.17 亿元的房地产作为抵押担保，上述措施能够有助于进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

十二、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，移出信用评级观察名单，评级展望为稳定，并维持“14 绿地债/PR 绿地债”和“15 绿地 MTN001”信用等级为 AA⁺。

附件 1 公司股权结构图（截至 2018 年 3 月底）



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	489.64	711.08	836.38	717.96
资产总额(亿元)	6004.36	7331.36	8494.44	8696.99
所有者权益(亿元)	673.33	791.12	975.71	1025.96
短期债务(亿元)	699.92	984.64	1058.19	946.57
长期债务(亿元)	1738.87	1894.91	1745.65	1763.90
全部债务(亿元)	2438.79	2879.54	2803.85	2710.47
营业收入(亿元)	2072.57	2471.60	2901.74	747.52
利润总额(亿元)	105.75	144.42	195.79	54.74
EBITDA(亿元)	146.51	182.23	240.07	--
经营性净现金流(亿元)	-242.39	-89.93	549.88	43.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.94	12.06	8.66	--
存货周转次数(次)	0.48	0.48	0.50	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.37	0.37	--
现金收入比(%)	106.88	118.13	123.27	132.24
营业利润率(%)	9.42	10.13	11.19	11.80
总资本收益率(%)	3.30	3.17	4.41	--
净资产收益率(%)	10.97	11.88	14.24	--
长期债务资本化比率(%)	72.09	70.55	64.15	63.23
全部债务资本化比率(%)	78.36	78.45	74.18	72.54
资产负债率(%)	88.79	89.21	88.51	88.20
流动比率(%)	152.34	145.57	133.30	133.56
速动比率(%)	40.81	40.42	43.51	47.00
经营现金流动负债比(%)	-6.81	-1.95	9.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.70	15.80	11.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.12	1.55	--

注：2018 年一季度数据未经审计；2017 年其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。