

绿地控股集团有限公司 2021 年公开 发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：蒋 腾 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2305 号

绿地控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 绿地 01”、“21 绿地 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 绿地 01”、“21 绿地 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司房地产市场地位领先、建筑施工板块规模优势逐渐凸显及融资渠道顺畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、公司面临一定的存货去化压力及管控压力、财务杠杆比率持续处于较高水平，未来面临一定的资本支出等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

绿地集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	10,380.57	11,469.54	13,998.46	14,212.37
所有者权益合计（亿元）	1,134.88	1,349.50	1,577.84	1,669.56
总负债（亿元）	9,245.69	10,120.03	12,420.62	12,542.81
总债务（亿元）	2,825.42	3,073.27	3,456.62	3,388.37
营业总收入（亿元）	3,487.32	4,280.83	4,560.62	1,326.96
净利润（亿元）	164.24	212.96	211.43	48.15
EBITDA（亿元）	294.96	384.80	398.54	109.47
经营活动净现金流（亿元）	386.36	193.08	447.22	118.69
营业毛利率（%）	15.35	15.46	14.41	12.87
净负债率（%）	177.57	161.86	153.50	149.09
总债务/EBITDA（X）	9.58	7.99	8.67	7.74
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.02	2.22	2.19	2.37

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

正面

■ **房地产领先的市场地位。**绿地集团自成立以来一直专注于从事房地产开发业务，经过 20 余年发展，目前其房地产开发业务已覆盖全国 150 余个国内城市以及多个海外城市，在开发规模、年签约合同销售金额、品牌影响力等方面位居行业前列，全国化的区域布局及多样化的产品类型有效地防御了区域风险和政策风险，市场地位突出。

■ **建筑施工板块规模优势逐渐凸显。**跟踪期内公司积极推进大基建板块发展，通过搭建产业平台、投资入股等方式迅速扩大基建板块业务规模，并逐渐形成了房屋建设与基础设施建设并重的发展格局，项目承接能力和规模优势逐渐凸显。

■ **顺畅的融资渠道。**公司拥有良好的银企关系，2021 年 3 月末公

司备用流动性充足。此外，公司股东为 A 股上市公司，加之旗下拥有港交所上市控股子公司，亦能对其资本市场融资形成较好补充。

关注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **财务杠杆比率处于较高水平，未来面临一定的资本支出压力。**

公司业务规模的扩大对高杠杆较为依赖，其财务杠杆比率持续处于较高水平。未来随着公司房地产及基建业务的持续推进，公司整体资金需求量较大，面临一定的资本支出压力。

■ **存货去化压力。**截至 2020 年末，公司完工开发产品为 1,619.49 亿元，占当期末存货的比重为 19.36%，考虑到公司完工产品中商办项目居多，且项目储备中商办及三、四线项目较多，未来需关注其项目后续的销售去化情况。

■ **管控压力。**公司建筑施工板块通过并购规模较大、数量较多的建筑施工公司实现快速扩张的同时，亦对公司整体资源整合及内部管理水平提出更高挑战。

评级展望

中诚信国际认为，绿地控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**土地储备等其他多元化投资激进导致杠杆比例大幅上升，房地产签约销售金额增长趋势发生明显不利变化，大基建板块内部管理、经营业绩及现金流表现严重不及预期，盈利能力大幅弱化。

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期 债务(X)	全口径签 约销售金 额(亿 元)	营业总收 入(亿 元)	净利润率 (%)	存货周 转率(X)	总债务/销售商 品提供劳务收 到的现金 (X)
万科企业	18,691.77	18.09	2.35	7,042	4,191.12	14.15	0.31	0.55
保利地产	12,513.75	62.15	1.84	5,028	2,432.08	16.47	0.25	0.97
融创中国*	11,084.05	108.97	1.16	5,753	2,305.87	17.15	0.35	-
绿地控股	13,973.36	155.98	0.78	3,584	4,560.62	4.63	0.56	0.76
绿地集团	13,998.46	153.50	0.78	3,584	4,560.62	4.64	0.52	0.76

注：“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ；“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“融创中国”为“融创中国控股有限公司”简称，证券代码 01918.HK。“绿地控股”为“绿地控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600606.SH。带“*”企业为港股上市公司，财务报表采用香港会计准则编制，由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 绿地 01	AAA	AAA	2020/12/25	10	10	2021/01/07~2024/01/07	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 绿地 02	AAA	AAA	2020/12/25	16	16	2021/01/07~2024/01/07	附第 1 年、第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

绿地控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“21 绿地 01”、债券代码：“175524”）和绿地控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称“21 绿地 02”、债券代码：“175525”）于 2021 年 1 月 7 日完成发行，发行规模分别为人民币 10 亿元和 16 亿元，票面利率分别为 7.00% 和 6.50%，发行年限分别为 2+1 年期和 1+1+1 年期，到期日为 2024 年 1 月 7 日。截至报告出具日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国

有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

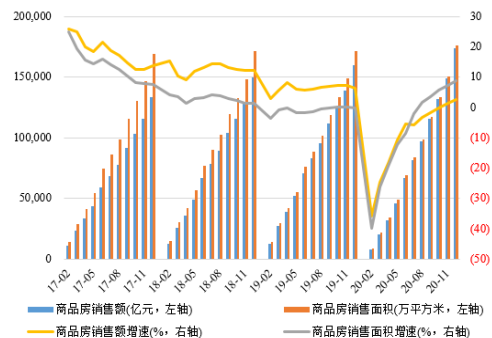
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

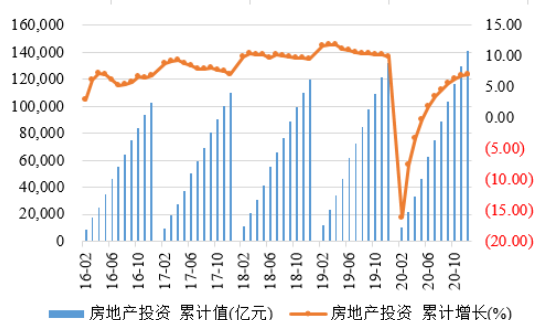
中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020 年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降 1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5 月房地产开发投资额增速出现负增长；6 月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现 7% 增长。

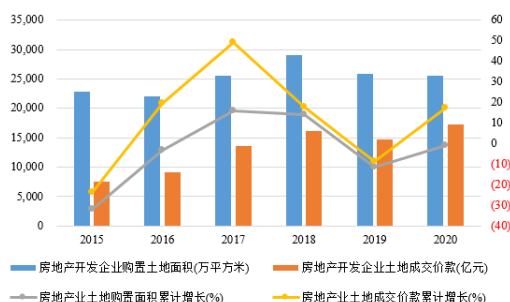
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现

出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

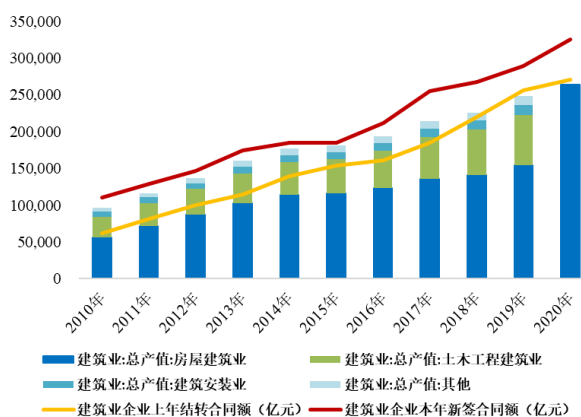
中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型城镇化和基础设施、交通强国、一带一路等政策利好能够为建筑业带来持续需求，存量竞争时代行业逐步由高速发展转向高质量发展

建筑业是国民经济的支柱行业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2015~2020）总产值实现了 7.9% 的年均增长。2020 年，我国建筑业完成新签合同额 32.52 万亿元，实现总产值 26.39 万亿元，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标创近十年新

高，且考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升，2020 年为 2.26 倍。整体来看，我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图 4：近年来我国建筑业整体发展情况（亿元）



注：2020 年建筑业产值构成未进行拆分。

资料来源：国家统计局、中国建筑业协会，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是 2018 年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019 年，全国固定资产投资（不含农户）增速延续下探态势至 5.4%，较上年减少 0.5 个百分点。2020 年，为对冲新冠肺炎疫情影响，政府自年初以来出台了一系列稳增长政策，包括新增专项债额度至 3.75 万亿元、发行 1 万亿元特别国债、财政赤字率按 3.6% 安排较上年提升 0.8 个百分点、信贷积极支持、增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元等。随着疫情逐步得到控制，政策推动下年内固定资产投资增速自年初冰点迅速提升，并在 9 月份由负转正，全年增长为 2.9%，增速较上年下降 2.5 个百分点。预计随着宏观经济的企稳，逆周期调节的边际减弱以及房地产调控的长期持续仍将使得固定资产投资增速面临较大下行压力。中诚信国际认为，近年全社会固定资产投资增长的放缓，势必对建筑行业带来一定影响，行业转为存量竞争趋势将逐步确立，但随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和 BIM 技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2020年度全球承包商”排行榜中，包括八大建筑央企及部分省属建工在内的11家中资企业进入前20强。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模亦不断扩大，在ENR发布的“2020年度国际承包商250强”排行榜中，中国大陆共有74家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

中诚信国际认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，资源将进一步向龙头企业集中，具备技术、人才、业绩积累、精细化管理、安全生产、集中采购、投融资等优势的大型建筑企业有望在行业演进中持续收益。

受益于领先的行业规模以及自身很强的品牌影响力，公司保持着较高项目开发节奏，销售业绩维持行业领先地位，2020年受商办项目销售下滑的影响，整体销售规模有所下降

公司是上海市国资系统中的多元化混合所有制企业，同时也是中国首家以房地产为主业跻身《财富》世界500强的综合性企业集团。公司自成立以来一直专注于从事房地产开发业务，经过多年发展，形成了显著的规模优势和突出的品牌优势。根据克而瑞房地产企业销售金额百强榜显示，2020年，绿地控股实现权益销售金额3,210.3亿元，位列全国房地产开发企业第七名，以销售金额口径计算，2020年绿地集团在全国的市场占有率²约为

1.85%，处于行业领先地位。

目前，公司已开发的房地产项目遍及全国30个省（直辖市、自治区）150余座城市，同时已成功在美国、英国、加拿大、澳大利亚等海外地区进行项目开发经营，公司产品类型覆盖住宅、超高层、商业、写字楼、城市综合体项目、高铁商务区、特色小镇等多种类型，其开发规模、产品类型、品质品牌均处于全国行业领先地位，特别是在超高层、大型城市综合体、高铁商务区、特色小镇等领域具有较强竞争力。

具体来看，超高层方面，截至2021年3月末，公司建成和在建超高层城市地标建筑（高度超过200米）有40个，总建筑面积892.37万平方米，其中已经建成的超高层项目（高度超过200米）共计13个，其中武汉绿地中心、成都绿地中心和南京绿地中心均为排名世界前十的超高层建筑；公司在建的超高层项目共计27个，包括宁夏银川绿地中心超高层项目、上海青浦区超高层项目和英国伦敦Tower Hamlets超高层住宅项目等。高铁站商务区项目方面，公司代表性高铁商务区包括郑州郑东新区高铁站绿地双塔项目、徐州高铁项目、济南高铁项目、南京高铁项目、武汉高铁项目等。特色小镇方面，公司特色小镇项目主要分布于城市群重点城市及周边有溢出效应的区域，包括宁波杭州湾、西安西咸新区、山东雪野湖、云南昆明、南京高淳、郑州新密、河北大厂、南昌赣江新区、成都都江堰、成都峨眉山等。

项目运营方面，2020年受疫情等因素影响，公司新开工面积同比下降24.32%，由于前期开发项目的陆续完工，公司房地产竣工面积同比下降5.88%。2021年1~3月，公司新开工面积及竣工面积同比分别下降26.87%和上升82.43%。公司仍保持较快的开发节奏，随着公司房地产项目的持续推进，公司未来或面临一定的资本支出压力。

表2：近年来公司房地产业务开竣工情况（万平方米）

² 按2020年全国商品房销售金额173,612.66亿元计算。

科目	2018	2019	2020	2021.3
新开工面积	3,322	4,199	3,178	539
竣工面积	1,947	2,502	2,355	270

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

签约销售方面，2020 年公司签约销售金额和签约销售面积同比分别下降 7.64% 和 10.68%。从产品业态分布来看，目前公司开发产品包括住宅、商业以及涵盖多种物业类型的城市综合体项目，公司根据市场情况，不断调整商业、办公和住宅的开发比重，2020 年公司住宅销售金额占比同比上升 10.97 个百分点至 76.03%，同比增长 7.94%；商办项目销售金额同比下降 36.64%，主要受当年商办项目去化速度较慢的影响。销售均价方面，2020 年公司销售均价同比增长 3.40%。另 2021 年 1~3 月，公司分别实现签约销售金额及签约销售面积 702 亿元和 592 万平方米，同比分别上升 39.01% 和 39.29%。

表 3：近年来公司房地产业务签约销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018	2019	2020	2021.3
签约销售面积	3,664	3,257	2,909	592
签约销售金额	3,875	3,880	3,584	702
其中：住宅	2,596	2,524	2,724	497

表 4：近年来公司房地产业务签约销售情况（万平方米、亿元）

区域	2018		2019		2020		2021.3	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
华东	1,816.00	1,992.00	1,568.00	2,273.00	1,464.10	2,088.90	299.10	393.30
华中	395.00	422.00	444.00	369.00	364.00	405.40	102.00	117.30
华南	419.00	494.00	272.00	297.00	328.80	304.00	48.00	50.20
西北	363.00	316.00	404.00	342.00	285.70	264.90	54.00	54.80
西南	392.00	352.00	311.00	273.00	281.00	261.40	71.40	57.10
华北	120.00	84.00	166.00	221.00	105.70	168.40	10.20	15.80
东北	134.00	154.00	88.00	81.00	75.60	69.70	7.40	5.10
海外	25.00	61.00	4.00	24.00	4.40	20.80	0.30	8.50
合计	3,664.00	3,875.00	3,257.00	3,880.00	2,909.30	3,583.50	592.40	702.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司加大在一二线城市的项目获取力度，整体拿地金额与上年基本持平；期末土地储备中三四线城市占比有所下降，但仍需对土地储备中商办项目及三四线城市住宅项目的后续去化情况保持关注

土地储备方面，2020 年，公司加大在一二线城市

商办	1,279	1,356	859	205
签约销售均价	10,576	11,913	12,317	11,852

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司销售业绩来自于华东、华中、华南、西北、西南、华北、东北和海外等区域，其中华东地区销售金额贡献最大，占当年销售金额的比例达 58.29%，与上年基本保持一致。具体来看，2020 年公司销售业绩贡献来自于全国 153 个城市及海外地区，其中前五大城市分别为上海、济南、西安、长沙和杭州，合计占其当期销售金额的 26.37%；前十大城市签约销售金额合计占其当期销售金额的比例为 39.45%，销售金额 50 亿以上的城市共 24 个，合计占比为 65.59%，区域布局分散度较好。2021 年 1~3 月，公司华东地区签约销售金额合计 393.30 亿元，占当期销售金额的 56.02%，仍为各区域最高。分城市来看，前五大城市分别为上海、武汉、杭州、济南和西安，合计占其当期销售金额的 34.03%；前十大城市签约销售金额合计占其当期销售金额的比例为 49.71%。

市的项目获取力度，新增土地储备金额同比小幅下降 4.91%，新增土储面积同比下降 26.83%；当年公司在二线城市获取的新项目占比同比大幅增长 26.04 个百分点至 57.04%。2021 年 1~3 月，公司新增土地建筑规划计容面积 296 万平方米，同比下降 47.45%，其中三四线城市项目占比为 77.15%。

表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.3
新拓展项目数量	118	108	90	13
新增土地储备规划计容面积	4,852	4,006	2,931	296
新增土地储备金额	917	977	929	131

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司土地储备³规划计容建筑面积 9,036.74 万平方米，分布在 155 个城市（含海外），按公司 2020 年签约销售规模测算，可满足其未来 3~4 年的开发销售，项目储备丰富且区域分布较广泛。从区域来看，华东和华中的土地储备占比较高，合计为 55.92%；从具体城市分布情况来看，前十大城市分别为武汉市、南昌市、宁波市、西安市、重庆市、马来西亚新山市、徐州市、咸宁市、苏州市和昆明市，合计占比为 31.27%；按城市等级来看，公司土地储备中一二线城市⁴占比为 39.41%。商办类项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司商办类项目剩余未售货值约 4,200 亿元，占公司整体可售货值的比重约 35%；其中，建成、在建及拟建的超高层项目（高度超过 200 米）共计 40，包括银川绿地中心、郑州绿地中央广场、武汉光谷中心城、中国国际丝路中心大厦项目等，总建筑面积为 892.37 万平方米，总可售面积为 628.44 万平方米，剩余未售面积 386.51 万平方米，剩余可售货值约 835 亿元。需对公司土地储备中三四线城市项目及商办项目的后续实际去化情况加以关注。

表 6：截至 2021 年 3 月末土地储备区域分布情况（万平方米）

区域	土地储备面积	占比
华东	3,756.30	41.57%
华中	1,297.05	14.35%
华南	942.68	10.43%
西南	931.84	10.31%

³ 公司土地储备规划计容建筑面积包含竣工未售、在建未售和拟建面积。

⁴ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州。

⁵ 贵州建工前身为 1952 年成立的贵州省建工局，是贵州省唯一的国有独资大型建筑施工特级企业，目前公司持有贵州建工 51% 股权。

⁶ 江苏省建为原江苏省建设厅及省建管局直属企业江苏省建筑工程公司的改制企业，目前公司持有江苏省建 50% 股权。

西北	813.80	9.01%
东北	633.06	7.01%
海外	350.16	3.87%
华北	311.84	3.45%
合计	9,036.74	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内大基建板块整合工作持续推进，公司建筑施工新签合同金额持续增长，2020 年业务收入规模呈现快速增长态势，但对其资源整合及内部管理方面提出了更高挑战

公司建筑业务主要由绿地大基建集团有限公司（以下简称“绿地大基建集团”）负责运营。旗下包括绿地城市建设发展集团有限公司（以下简称“城建集团”）、贵州建工集团有限公司⁵（以下简称“贵州建工”）、江苏省建筑工程集团有限公司⁶（以下简称“江苏省建”）、西安建工集团有限公司⁷（以下简称“西安建工”）、天津市建工集团（控股）有限公司⁸（以下简称“天津建工”）和河南省公路工程局集团有限公司（以下简称“河南公路工程局”）等主要主体。为了更好地参与城市基础设施市场的竞争，绿地集团于 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”），将江苏省建纳入其合并范围；于 2018 年 10 月成立全资子公司绿地大基建集团⁹，加大对大基建板块各子公司的整合，目前上述基建公司已全部完成股权转让。

2020 年 8 月，公司受让广西建工集团有限责任公司（以下简称“广西建工”）66% 股权，广西壮族自治区国资委核定广西建工主业为建筑工程及机械制造安装、房地产开发、建材、建筑机械设备加工制造及相关产业。广西建工累计获得专利 448

⁷ 西安建工为成立于 2009 年 6 月的西安市大型国有独资企业，目前公司持有西安建工 51% 股份。

⁸ 天津建工公司前身为 1952 年成立的天津市建筑工程局，目前公司持有天津建工 55% 股份。

⁹ 贵州建工于 2019 年 7 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更；绿地城投于 2019 年 9 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更；西安建工于 2019 年 10 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更；天津建工于 2019 年 11 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更；城建集团于 2019 年 12 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更；江苏省建于 2020 年 6 月完成股权划转至绿地大基建集团工商变更。

项、国家级工法 21 项、省级工法 844 项。本次交易完成后广西建工成为公司控股子公司，2020 年 12 月纳入公司合并报表范围。

2020 年，公司建筑板块实现营业收入 2,334.38 亿元，同比增长 23.85%。

表 7：截至 2021 年 3 月末及 2020 年建筑板块主要子公司业务及财务情况（亿元）

公司	城建集团	贵州建工	江苏省建	西安建工	天津建工	河南公路工程局	广西建工
成立/并购时间	2014 年 10 月	2015 年 6 月	2016 年 2 月	2017 年 9 月	2018 年 8 月	2019 年 1 月	2020 年 8 月
绿地集团持股比例	49%	51%	50%	51%	55%	51%	51%
在手合同金额（2021 年 3 月末）	406.90	2758.33	1592.58	1055.19	306.61	265.20	2,977.45
其中：房屋建设	283.77	1970.26	1175.84	853.80	267.84	1.25	1,678.43
基建工程	81.63	675.73	394.37	151.07	31.20	261.55	436.34
专业工程	3.39	60.70	9.14	21.96	6.28	-	37.70
建筑装饰	1.56	40.18	4.93	5.00	1.01	-	0.00
其他	36.54	11.46	8.30	23.36	0.28	2.40	824.98
总资产（2020 年末）	213.72	1140.71	701.52	684.96	218.38	88.50	1,517.46
资产负债率（2020 年末）	88.42%	89.91%	86.77%	79.62%	88.16%	81.00%	88.88%
营业收入（2020 年）	259.04	853.87	546.61	403.87	130.81	81.18	1,209.71
净利润（2020 年）	2.77	9.38	7.45	10.19	2.69	3.55	15.61

注：1、城建集团成立于 2014 年 10 月 30 日，主要从事城市基础设施建设、房屋建设施工、建筑材料销售等业务，由绿地集团、上海恒畅华盛投资发展股份有限公司及 29 名自然人共同出资组建。2、河南公路工程局于 2019 年 2 月份开始划入绿地城投合并范围。3、2020 年 8 月，公司受让广西建工 66% 股权，后将 15% 股权转让至南宁众鑫投资管理中心（有限合伙），截至 2021 年 3 月末公司持有广西建工 51% 股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司大基建板块具有国家认定的建筑施工总承包特级资质 15 项，市政公用工程施工总承包特级资质 3 项，公路工程施工总承包特级资质 1 项，建筑施工总承包一级资质 28 项，市政公用工程施工总承包一级资质 27 项，机电工程、冶金工程、公路工程、矿山工程、港口与航道工程、水利水电工程等施工总承包一级资质 22 项，建筑行业工程设计甲级资质 22 项，专业承包一级资质 321 项。

公司建筑建设业务以房屋建设为主，2020 年房屋建设新签合同额同比增长 51.94%。截至 2021 年 3 月末，公司在手房屋建设合同金额约 6,523.93 亿元。

与此同时，随着贵州建工、江苏省建、西安建工、天津建工、广西建工收购完成，公司建筑板块依托其整体品牌、资金、资源等优势，将施工经营与资本经营相结合，采用 PPP、BT、BOT 等模式，大力拓展包括城市轨道交通、高速公路、桥梁、水务、市政设施等在内的各类大型基础设施项目，并逐渐由单一施工的商业模式向“投资+施工”的商业

模式转变。此外，公司积极参与“一带一路”建设，在马来西亚、冈比亚、泰国、塞内加尔、安哥拉、科特迪瓦等“一带一路”沿线亚非国家开展基础设施建设。2020 年公司基建工程新签合同额同比增长 70.33%，截至 2021 年 3 月末，公司在手基建工程合同金额约 2,036.31 亿元，充足的在手项目对公司建筑施工板块未来收入的增长形成有力支撑。

表 8：近年来基建板块新签合同情况（亿元）

行业细分	2018	2019	2020	2021.3
房屋建设	2,086.29	2,620.97	3,964.29	1,181.22
基建工程	900.62	937.60	1,597.04	587.62
专业工程	69.01	61.60	197.55	31.91
建筑装饰	28.12	44.47	53.71	7.24
其他	78.34	100.97	290.62	51.32
合计	3,162.38	3,765.60	6,103.22	1,859.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2021 年 3 月末公司在手合同情况（亿元）

业务类型分布	在手合同金额
房屋建设	6,523.93
基建工程	2,036.31
专业工程	139.66
建筑装饰	53.79

其他	907.33
合计	9,661.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建重点投资项目方面，截至 2021 年 3 月末，绿地集团在建重点投资建设施工项目包括安罗高速原阳至豫冀界段 3 标，兴文县高铁新区东区政道路及服务用房、兴文县环城东路、兴文县高铁新区人民医院打捆项目（EPC+F）总承包，西藏珠峰国际智慧物流园（一期）建设工程 EPC 项目和首钢·贵州之光五条政道路、二条内部道路及地下空间项目等，项目总投资金额 1,026.87 亿元，其中公司投资金额 402.38 亿元。

中诚信国际关注到，公司目前承接的在建项目规模较大，或将给其带来一定的资本支出压力。同时考虑到公司建筑施工板块并购了规模较大、数量较多的建筑施工公司，对其资源整合及内部管理水平亦提出更高挑战。

其他综合产业为公司业务持续增长提供重要补充，需关注多元化投资可能带来的资本支出压力

公司其他综合产业主要包括进口贸易、汽车服务、酒店旅游为核心的大消费板块和以债权投资、股权投资、资产管理和资本运作为核心的大金融板块。具体来看，公司进口贸易板块主要由上海绿地商业（集团）有限公司运营，绿地全球商品贸易港虹桥示范项目在上海落地，截至 2020 年末，贸易港平台已累计吸引 70 个国家和地区的 176 家企业入驻，同时，贸易港平台全国建设分港 10 家，开业运营 4 家。此外，公司持续推进以 G-Super 为核心的新零售业态在全国化布局，2020 年公司新开 G-Super 门店速度有所放缓。截至 2021 年 3 月末，公司 G-super 实体门店已经达到 87 家，已进入上海、北京、南京、杭州、苏州等全国多个重点城市，其中上海地区 G-super 实体门店数达到 36 家（含 7 家卫星仓）。2020 年受疫情影响，公司商品销售及相关产业¹⁰实现营业收入 321.37 亿元，同比下降

32.03%。

表 10：近年来 G-Super 门店情况（个）

项目	2018	2019	2020	2021.3
当年新增门店数	24	26	13	1
期末门店数	65	83	92	87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

汽车服务板块方面，公司汽车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”）运营，截至 2021 年 3 月末汽车集团注册资本为 3.5 亿元，绿地集团持股 72%。公司汽车服务板块立足于传统 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”。公司主要经营豪华和中高端乘用车，截至 2021 年 3 月末，公司拥有 4S 店 51 家。2020 年公司汽车及相关产业实现营业收入 88.97 亿元，同比增长 17.22%。

酒店板块方面，公司酒店板块主要由上海绿地酒店投资发展有限公司和绿地国际酒店管理集团有限公司负责。公司自 2005 年开始涉足酒店产业，先后与多家国内外知名酒店管理集团及品牌缔结战略合作关系。同时，绿地集团亦推出了自有酒店品牌，并已落户国内外十余城市。截至 2021 年 3 月末，公司拥有营运酒店 45 家，客房总数 12,246 间，其中自营酒店 30 家，海外 2 家。公司投资和管理的酒店项目已遍布国内及亚洲、澳洲、美洲、欧洲、非洲等全球多国约 100 座城市。2020 年公司酒店及相关产业实现营业收入 23.67 亿元，同比小幅增长 0.77%。

大金融板块方面，2020 年公司仍立足于“投资+投行”的大资管全产业链布局，重点发展业务包括债权投资、股权投资、资产管理和资本运作四大业务类型，运营主体为绿地金融投资控股集团有限公司（以下简称“绿地金控”）。其中，债权投资方面，公司债权投资业务主要包括房地产基金、小额贷款及融资租赁业务。其中，截至 2021 年 3 月末，绿地

¹⁰ 包含建材商品销售收入，2020 年公司商品销售及相关产业收入下降主要受建材商品销售收入下降影响所致。

金控在上海、北京、宁波和青岛共设立了四家小额贷款公司，投放规模达 24.07 亿元，房地产基金和融资租赁业务投放规模分别为 33.45 亿元和 6.49 亿元；股权投资方面，公司聚焦消费升级和科技创新两大主题，目前已完成投资寒武纪、蚂蚁金服、深兰科技等潜力较大的股权投资项目，另一方面按照自身投资节奏，适时处置了部分前期投资的股权项目，同时公司发挥自身混改优势，积极部署国资国企混改，目前已经投资参股了杭州工商信托有限公司等机构；资产管理和资本运作方面，主要包括资产管理、并购重组和产业基金，截至 2021 年 3 月末，公司旗下拥有一家财富管理公司，两家金融资产交易中心，旗下多家公司取得私募牌照并按规定完成备案。同时公司坚持主动管理，积极发起设立储备并购重组及产业基金项目。2020 年公司金融及相关产业¹¹实现营业收入 2.30 亿元，同比下降 42.36%，受疫情影响，公司委贷和小贷业务投入放缓，相应收入有所下降。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告¹²，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度审计报告，以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。2018~2020 年财务数据均为审计报告期末数，公司财务报表均按照新会计准则编制。

2020 年公司收入水平稳步提升，但由于建筑板块收入占比提升，综合毛利水平小幅下降；此外投资收益、公允价值变动收益亦对利润总额形成重要补充

随着公司各项业务的持续拓展，2020 年收入规模稳步提升。初始获利空间方面，由于建筑板块当年收入占比提升且房地产板块毛利率同比下滑 1.19

个百分点，公司整体营业毛利率水平出现小幅下滑。截至 2021 年 3 月末，公司预收账款进一步增至 4,439.30 亿元，可为其未来收入结转提供一定保障。

表 11：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
房地产及相关产业	1,614.60	1,943.26	1,947.83
建筑及相关产业	1,481.32	1,884.86	2,334.38
商品销售及相关产业	305.40	472.75	321.37
能源及相关产业	190.29	131.95	133.52
汽车及相关产业	63.05	75.90	88.97
酒店及相关产业	22.19	23.49	23.67
金融及相关产业	4.57	3.99	2.30
其他收入	43.79	64.06	45.47
合计	3,725.21	4,600.26	4,897.51
减：内部抵消数	281.74	364.73	393.54
主营业务收入	3,443.46	4,235.53	4,503.98
毛利率	2018	2019	2020
房地产及相关产业	27.01	27.58	26.39
建筑及相关产业	3.72	4.31	4.56
商品销售及相关产业	2.35	3.48	3.83
能源及相关产业	2.54	2.11	2.87
汽车及相关产业	3.75	3.29	3.35
酒店及相关产业	84.05	77.29	56.87
金融及相关产业	100.00	100.00	100.00
其他	10.70	9.39	7.83
合计	14.32	14.50	13.46
减：内部抵消数	6.44	6.44	8.20
合计	14.97	15.20	13.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司销售费用同比下降 3.17%，主要系职工薪酬、宣传费及聘请中介机构费用下降；随着业务的不断拓展，管理费用同比增长 6.08%；同时在汇兑损益影响下，公司财务费用同比下降 12.18%，公司整体期间费用把控能力尚可。

得益于公司业务规模的较快增长，公司经营性业务盈利能力得以稳步增强；受公司持有的交易性金融资产市场价格波动，2020 年仍确认了较大规模公允价值变动损益；当期公司投资收益同比下降 46.15%，其中权益法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益和处置交易性金融资产取得的投资收益分别为 28.47 亿元、11.33 亿

¹¹绿地控股 2020 年审计报告披露绿地金控 2020 年收入 13.79 亿元，与公司“金融及相关产业”收入不一致，主要系“金融及相关产业”收入仅体现绿地金控主营业务收入 2.73 亿元，利息收入等其他收入未计入。

¹² 来自经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告。

元和 7.27 亿元；资产及信用减值损失对公司利润形成一定侵蚀，其中 2020 年因计提存货跌价损失 24.54 亿元及长期股权投资减值损失 7.62 亿元，使得当年资产减值损失同比增长 12.45%；2020 年公司计提坏账损失 12.59 亿元，债权投资信用减值损失转回 2.51 亿元，当年公司产生较大规模信用减值损失；2020 年公司营业外损失小幅下降至 9.46 亿元，其中公司赔偿金、违约金及罚款支出 14.88 亿元，与日常活动无关的政府补助 3.79 亿元。2021 年 1~3 月，公司经营性业务利润和净利润分别为 55.92 亿元和 45.00 亿元，分别同比增长 15.52%和 7.01%。

2020 年公司利润总额与上年基本持平，EBITDA 同比增长 3.57%，但 EBITDA 利润率和所有者权益收益率小幅回落。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	73.98	84.49	81.82	21.40
管理费用	94.52	121.18	128.55	41.26
财务费用	36.32	50.86	44.66	15.87
期间费用率	5.87	5.99	5.59	5.92
经营性业务利润	237.20	262.73	292.07	64.59
资产减值损失	12.57	30.02	33.76	-0.52
信用减值损失	0.00	23.49	10.47	-0.35
公允价值变动收益	-2.78	22.36	20.61	7.07
投资收益	29.83	88.64	47.73	0.39
营业外损益	-4.11	-10.68	-9.46	-2.09
利润总额	246.70	309.38	306.97	70.84
EBITDA	294.96	384.80	398.54	109.47
EBITDA 利润率	8.46	8.99	8.74	8.25
净利润	164.24	212.96	211.43	48.15
净资产收益率	15.56	17.14	14.45	11.86*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总资产和总负债规模不断增长，财务杠杆比例仍处于较高水平；同时，随着收购非全资基建类公司的增多，公司其他往来款、少数股东权益规模提升较快

2020 年在经营规模持续扩大的带动下，公司资产总额同比增加 22.05%，且受公司存货规模的提升及大基建业务垫资较多影响，流动资产规模同比提升 21.15%，流动资产主要由货币资金、应收账款、

其他应收款和存货构成。其中，公司货币资金规模同比增加 16.39%，主要为银行存款和保证金，年末保证金等受限货币资金占比为 16.66%；随着大基建板块的快速发展，公司应收工程款上升明显，应收账款同比增长 13.12%；2020 年末公司应收关联方往来款下降明显，但其他应收款整体同比增长 13.29%，主要系应收保证金及押金增长；公司存货主要由开发成本构成，在建房地产项目进度的不断推进使得存货规模同比增长 24.88%。非流动资产方面，随着合作项目的增多以及大金融板块的拓展，公司对合营联营企业的投资稳步增加，长期股权投资期末余额同比增长 25.41%；因部分投资性房地产转固，2020 年末公司固定资产上升较快。另 2021 年 3 月末，公司资产规模进一步增长，其中公司其他应收款增长较多。

公司负债总额亦呈扩张态势，其增速与资产增速基本持平。其中，随着项目建设进程的推进，公司应付工程款等大幅增长；预收账款主要为预收购房款，2020 年末同比增长 10.60%，且相对于当年房地产业务结转收入其整体规模较高；其他应付款同比增长 5.79%，主要由应付合营联营公司等关联方款项、购房意向金、应付其他公司款项及其他款项等构成；此外，随着业务规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，有息债务规模同比增长 12.47%。另 2021 年 3 月末公司负债总额小幅增长，但有息债务规模有所下降。

所有者权益构成方面，得益于利润积累，公司自有资本不断夯实；此外，受收购非全资基建类公司以及合作项目增多等因素影响，公司少数股东权益占比稳步提升，2020 年末同比上升 5.81 个百分点至 46.01%，2021 年 3 月末为 44.48%。

表 13：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	10,380.57	11,469.54	13,998.46	14,212.37
货币资金	810.18	889.00	1,034.70	899.31
应收账款	614.10	899.29	1,017.31	962.73
其他应收款	982.78	867.15	982.37	1,418.05
存货	5,954.97	6,699.12	8,365.84	8,108.78
长期股权投资	186.24	221.15	277.35	334.52

投资性房地产	222.84	157.63	146.27	167.52
固定资产	254.09	419.92	538.21	546.56
总负债	9,245.69	10,120.03	12,420.62	12,542.81
应付账款	1,655.50	1,996.24	3,027.16	2,500.80
其他应付款	1,065.72	752.30	795.88	1,250.24
预收账款	3,382.30	3,811.46	4,215.31	4,439.30
所有者权益	1,134.88	1,349.50	1,577.84	1,669.56
未分配利润	388.67	453.93	499.78	562.31
少数股东权益	397.25	542.50	726.02	742.70
资产负债率	89.07	88.23	88.73	88.25
净负债率	177.57	161.86	153.50	149.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升，公司财务杠杆水平小幅回落，但由于公司业务规模的扩大对高杠杆较为依赖，公司财务杠杆比率仍处于较高水平。2020年末公司资产负债率和净负债率分别较上年末上升0.49个百分点和下降8.36个百分点。2021年3月末，公司主动压降有息债务规模，使得财务杠杆水平较上年末进一步下降。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中随着房地产及大基建业务的拓展，存货规模持续攀升；开发产品占比较高，需关注后续去化情况

由于房地产、大基建业务持续较快拓展，公司流动资产规模同比提升21.15%。公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款构成。

表14：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
流动资产/总资产	89.49	88.45	87.79	87.80
存货/流动资产	64.10	66.04	68.07	64.99
应收账款/流动资产	6.61	8.86	8.28	7.72
货币资产/流动资产	8.72	8.76	8.42	7.21
其他应收款/流动资产	10.58	8.55	7.99	11.36
（存货+货币资金）/流动资产	72.82	74.80	76.49	72.19
开发产品	1,251.55	1,556.08	1,619.49	-
开发产品/存货	21.02	23.23	19.36	-
开发成本	4,387.48	4,635.59	5,133.61	-
开发成本/存货	73.68	69.20	61.36	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和

开发产品构成。截至2020年末，公司开发产品为1,619.49亿元，占存货的比重为19.36%，由于完工产品中商办项目占比约三成以上，未来需持续关注其去化情况。资产周转效率方面，2020年由于公司存货规模快速增长，公司存货周转效率和总资产周转率均有所下降。

表15：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.53	0.57	0.52
总资产周转率（次/年）	0.37	0.39	0.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司经营活动净现金流入规模有所回升，经营所得对债务的覆盖能力有所增强。但公司短期债务规模较大，手持货币资金对其覆盖能力较弱

公司经营活动净现金流表现较好，2020年保持净流入态势，受益于销售回款及收到往来款的增长，公司经营活动净现金流净流入规模随之增长。2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长2.93%。因疫情影响，2021年1~3月，公司经营活动净现金流仍保持净流入趋势。

随着业务的较快扩张，公司总债务规模同比增长12.47%。其中银行借款的占比较高，融资渠道结构良好。从债务期限看，2020年末公司短期债务在总债务中占比有所下降，2021年3月末公司短期债务占总债务的比重进一步下降至31.15%，但公司手持货币资金对短期债务的覆盖能力仍显偏弱。2020年绿地股份平均加权融资成本为5.64%，较上年小幅上升0.04个百分点。

受债务水平增长较快的影响，公司EBITDA对债务本息的保障能力有所减弱；同时，由于经营活动净现金流净流入规模的回升，其对债务本息的覆盖程度有所加强。

表16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	386.36	193.08	447.22	118.69
销售商品、提供劳务收到的现金	4,190.25	4,417.33	4,542.47	1,631.02
货币资金/短期债务	0.76	0.69	0.78	0.85
总债务	2,825.42	3,073.27	3,456.62	3,388.37

短期债务/总债务	37.91	42.02	38.57	31.15
总债务/EBITDA	9.58	7.99	8.67	7.74*
经营活动净现金流/总债务	0.14	0.06	0.13	0.14*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.67	0.70	0.76	0.52*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较为充足的外部授信以及顺畅的融资渠道能够对其偿债能力提供支持

截至 2021 年 3 月末，公司与金融机构保持良好的合作关系，公司合并口径取得主要贷款银行授信总额为 4,237 亿元，未使用的授信额度为 2,400 亿元，备用流动性充足。此外，公司股东为 A 股上市公司，加之旗下拥有港交所上市控股子公司绿地香港控股有限公司（0337.HK），亦能对其资本市场融资形成较好补充。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 3,375.25 亿元，其中货币资金受限规模 160.37 亿元，存货受限规模 2,630.29 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 23.75%。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 59.37 亿元¹³，占当期末净资产的比重为 3.56%，主要担保对象为绿地控股集团杭州双塔置业有限公司和中民外滩房地产开发有限公司，担保金额分别为 16.06 亿元和 12.00 亿元，合计占对外担保金额的 47.26%。此外，重大诉讼方面，截至 2020 年末，公司涉及 19 起尚未了结的重大诉讼及仲裁，其中公司作为被告的诉讼金额合计 27.82 亿元，中诚信国际将对上述未决诉讼保持关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

¹³ 公司对中国华源集团有限公司（以下简称“华源集团”）5,000 万元的担保已处于逾期状态，由于华源集团破产程序尚在进行

公司在其业务发展及融资等方面能够获得上海市国资委及股东的有力支持

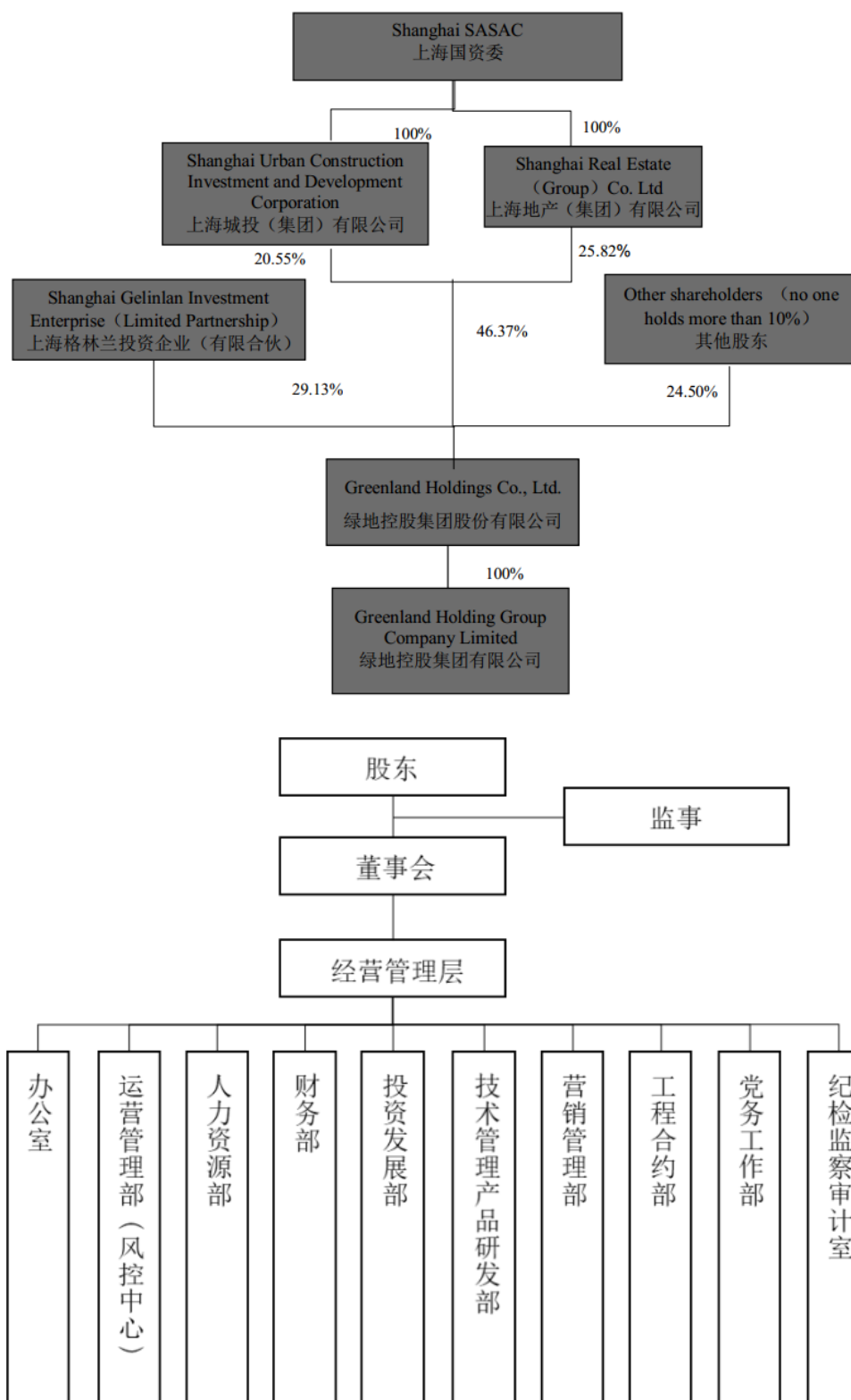
绿地集团控股股东绿地股份系上海市国资系统中的多元化混合所有制企业，董事会席位中非独立董事有 7 席，其中有 4 席来自上海市国资委。作为上海市政府重点扶持的大型企业集团之一，公司一直获得上海市政府及相关主管部门的支持。近年来，公司在业务获取以及融资等方面得到上海市国资委及控股股东的有力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿地控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 绿地 01”、“21 绿地 02”的债项信用等级为 **AAA**。

中，故公司无法履行担保责任，公司已对此笔对外担保全额计提预计负债。

附一：绿地控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：绿地控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	8,101,810.38	8,890,010.47	10,347,021.44	8,993,067.53
其他应收款	9,827,827.84	8,671,530.01	9,823,715.09	14,180,532.80
存货净额	59,549,677.15	66,991,224.39	83,658,364.20	81,087,792.11
长期投资	2,758,181.46	3,495,314.54	4,178,810.20	4,785,645.54
固定资产	2,540,916.25	4,199,172.79	5,382,116.23	5,465,628.61
在建工程	160,366.18	175,396.87	324,257.06	303,885.31
无形资产	156,471.55	189,433.55	495,769.77	498,270.89
投资性房地产	2,228,377.51	1,576,257.06	1,462,666.47	1,675,216.86
总资产	103,805,733.87	114,695,354.12	139,984,607.97	142,123,667.76
预收款项	33,823,003.04	38,114,604.51	42,153,148.33	44,392,986.43
其他应付款	10,657,200.28	7,522,959.56	7,958,792.88	12,502,365.75
短期债务	10,711,933.45	12,914,005.99	13,333,011.19	10,553,426.72
长期债务	17,542,248.08	17,818,702.40	21,233,230.24	23,330,309.85
总债务	28,254,181.54	30,732,708.39	34,566,241.44	33,883,736.57
净债务	20,152,371.16	21,842,697.91	24,219,220.00	24,890,669.04
总负债	92,456,949.07	101,200,326.43	124,206,240.90	125,428,106.83
费用化利息支出	290,601.56	481,874.89	609,951.78	158,397.44
资本化利息支出	1,167,259.19	1,251,177.17	1,210,530.76	302,632.69
所有者权益合计（含非控股股东权益）	11,348,784.80	13,495,027.69	15,778,367.07	16,695,560.93
营业总收入	34,873,240.42	42,808,262.81	45,606,199.36	13,269,589.61
经营性业务利润	2,372,043.49	2,627,348.03	2,920,733.20	645,878.28
投资收益	298,274.77	886,382.07	477,317.40	3,896.93
净利润	1,642,367.75	2,129,564.30	2,114,335.56	481,546.88
EBIT	2,757,576.88	3,575,692.85	3,679,700.00	866,825.88
EBITDA	2,949,613.77	3,848,033.39	3,985,420.68	1,094,657.31
销售商品、提供劳务收到的现金	41,902,516.89	44,173,297.19	45,424,711.45	16,310,216.12
经营活动产生现金净流量	3,863,574.72	1,930,800.51	4,472,181.45	1,186,895.97
投资活动产生现金净流量	-1,077,455.27	-1,551,944.34	-189,202.53	-463,937.66
筹资活动产生现金净流量	-2,336,242.57	498,739.17	-3,491,915.76	-1,956,552.44
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	15.35	15.46	14.41	12.87
期间费用率（%）	5.87	5.99	5.59	5.92
EBITDA 利润率（%）	8.46	8.99	8.74	8.25
净利润率（%）	4.71	4.97	4.64	3.63
净资产收益率（%）	15.56	17.14	14.45	11.86*
存货周转率(X)	0.53	0.57	0.52	-
资产负债率（%）	89.07	88.23	88.73	88.25
总资本化比率（%）	71.34	69.49	68.66	66.99
净负债率（%）	177.57	161.86	153.50	149.09
短期债务/总债务（%）	37.91	42.02	38.57	31.15
经营活动净现金流/总债务（X）	0.14	0.06	0.13	0.14*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.36	0.15	0.34	0.45*
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.65	1.11	2.46	2.57
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.67	0.70	0.76	0.52*
总债务/EBITDA（X）	9.58	7.99	8.67	7.74*
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.30	0.30	0.41*
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.02	2.22	2.19	2.37
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	2.69	2.79	2.69	2.54

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、中诚信国际分析时将 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末其他流动负债中短期融资券和长期应付款中融资租赁款调整至总债务；3、带“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资产化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
现金流	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。