

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（2022）

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

2022 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和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[2022]跟踪 2536 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

二零二二年六月二十九日

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控股股东系由上海市国资委监管的大型企业、公司房地产开发及建筑施工板块保持较大体量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 2021 年以来公司销售业绩持续下滑，公司流动性紧张，境外美元债展期，年内仍有较大规模的美元债到期压力，公司面临一定的存货去化压力、建筑施工板块管控压力及房建业务回款压力以及多家下属子公司被列入失信被执行人名单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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	11,469.54	13,998.46	14,726.46	14,081.75
所有者权益合计（亿元）	1,349.50	1,577.84	1,645.10	1,682.47
总负债（亿元）	10,120.03	12,420.62	13,081.36	12,399.29
总债务（亿元）	3,073.27	3,456.62	2,750.12	2,632.03
营业总收入（亿元）	4,280.83	4,560.62	5,447.56	960.51
净利润（亿元）	212.96	211.43	95.18	31.65
EBITDA（亿元）	384.80	398.54	302.31	-
经营活动净现金流（亿元）	193.08	447.22	622.33	26.22
营业毛利率（%）	15.46	14.41	11.67	12.74
净负债率（%）	161.86	153.50	116.91	117.40
总债务/EBITDA（X）	7.99	8.67	9.10	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.22	2.19	1.76	-

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，2019~2021 年及 2022 年 3 月末其他流动负债中短期应付债券和长期应付款中融资租赁款调整至总债务，2021 年末及 2022 年 3 月末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务。

正面

■ **控股股东系由上海市国资委监管的大型企业。**绿地集团控股股东绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地股份”）系上海市国资系统中的多元化混合所有制企业，绿地股份董事会席位中非独立董事有 7 席，其中 4 席来自上海市国资委，绿地股份系由上海市国资委监管的成员企业。

■ **房地产开发及建筑施工板块保持较大体量。**公司逐渐形成房地产开发与建筑施工并重的发展格局，跟踪期内公司房地产开发及销售仍保持较大规模，同时公司积极推进基建板块发展，建筑施工新签合同金额保持增长。

关注

■ **销售业绩持续下滑。**2021 年公司签约销售金额和签约销售面积同比分别下降 19.03% 和 20.01%；2022 年以来公司销售业绩下滑幅度加大，2022 年 1~3 月合同销售金额同比下滑 49.49%，销售业绩下滑使得公司流动性来源承压。

■ **存货去化压力。**截至 2021 年末，公司完工开发产品占当期末存货的比重较高，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。

■ **流动性紧张。**在行业景气度下降、监管资金受限比例提高的外部环境下，公司 2021 年以来销售回款出现较大幅度下滑，加之银行借款等债务的不断压降，公司逐渐出现流动性紧张的情况，其房地产项目开复工、工程款支付以及借款接续情况值得关注。

■ **境外美元债展期，年内仍有较大规模的美元债到期压力。**随着流动性紧张情况的加剧，2022 年 5 月公司提出对其担保的一只于 2022 年 6 月 25 日到期的本金为 5 亿美元的优先票据进行展期。目前该笔优先票据展期已获得同意，但公司于 2022 年内仍有本金合计 9.91 亿美元的优先票据面临到期压力。

■ **建筑施工板块管控压力及房建业务回款压力。**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对其整体资源整合及内部管理水平提出较大考验；同时 2021 年下半年以来房地产企业大幅弱化的流动性状况对房建企业的回款亦造成一定压力。

■ **多家下属子公司被列入失信被执行人名单。**自 2021 年下半年以来，绿地集团下属房地产开发板块多家项目公司因工程款纠纷、拖欠工程款等问题，被列入失信被执行人名单；此外，绿地集团下属部分建筑公司由于项目款、劳动仲裁等纠纷，被列入失信被执行人名单。

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	2021/6/29	10	10	2021/01/07~2024/01/07 (2+1)	回售,调整票面利率
21 绿地 02	AAA	AAA	2021/6/29	16	8.8	2021/01/07~2024/01/07 (1+1+1)	回售,调整票面利率

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。2022 年 1 月 7 日，“21 绿地 02”回售金额 7.20 亿元，剩余债券规模 8.80 亿元，票面利率仍为 6.50%。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:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，

社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和

专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

¹按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米¹，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去

化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

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，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较

第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016年10月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；

²4月11日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由5年改为3年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由3年内连续缴满24个月改为累计24个月；非苏州户口居民卖房后2年内无需社保或税单可直接购房；4月12日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日起，外地户籍购房者，可在南京市六合区

年内LPR下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

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，建筑业总产值仍将维持增长态势，但受房地产调控等因素影响，增速或将有所下降

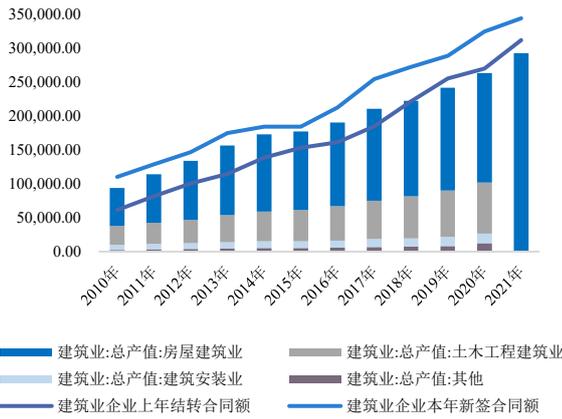
建筑业是国民经济的支柱产业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2016~2021）总产值实现了8.65%的复合增长。2021年，我国建筑业完成新签合同额34.46万亿元，同比增长5.96%；实现总产值29.31万亿元，同比增长11.04%，新订单保障系数³和总订单保障能力⁴指标较上年有所下降，但行业订单保障能力仍处于较好水平，项目储备整体较为丰富，能够为建筑业未来一段时间内的业务发展提供一定支撑。整体来看，我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图4：近年来我国建筑业整体发展情况（亿元）

限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

³新订单保障系数=当年新签合同/当年产值。

⁴总订单保障能力=本年度新签合同+上年结转合同/本年度完成产值。



注：2021 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

受供给侧结构改革、经济去杠杆、地方政府控制隐性债务和房地产调控等宏观政策等因素影响，近年来我国固定资产投资增速整体呈持续下降态势。2021 年以来，为对冲新冠肺炎疫情疫情影响，政府自年初以来出台了一系列稳增长政策，全年我国固定资产投资同比增加 4.9%，增速同比上升 2.3 个百分点。中诚信国际认为，在经济稳增长目标下，积极的财政政策、适度超前开展基础设施投资以及专项债额度提前发放等仍将对固定资产投资起到一定拉动作用。

中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头企业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“2021 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企业在内的 14 家中资企业进入前 20 强。此外，尽管疫情等因素使得中资建筑企业境外项目拓展受到一定影响，但随着“一带一路”倡议的不断落地，中资建筑企业国际工程承揽规模小幅扩大，在 ENR 发布的“2021 年度国际承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 78 家企业入围，比上一年度增加 4 家。整体来看，多年来中国建筑行业不断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，尽管房地产调控政策将对建筑业产值产生一定不利影响，但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，同时交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的发展提供支撑，预计未来一段时间内我国建筑业产值仍将保持增长态势，但在增速放缓的情况下，竞争将愈发激烈，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受益。

2022 年 5 月，公司为境外全资子公司担保的美元债征求展期方案

2022 年 5 月 27 日，绿地集团于联交所发布公告称，由于疫情封控影响，公司销售及资产处置进度落后，现金流入量低于公司的预期，拟对境外全资子公司发行的“GRNLGR 6.75 06/25/22”进行若干修订以及豁免发起同意征集，公司于 2022 年 6 月 20 日召开持有人会议，提议将美元债到期日延期一年，6 月 25 日先行支付 10% 的未偿本金，剩余部分在 2023 年 6 月 25 日偿还；此外，公司还提议为债券加入发行人赎回权，可以部分或者全部赎回债券，目前该笔优先票据展期已获得同意。

法人治理结构及内部控制制度体系未发生重大变化

截至 2022 年 5 月 20 日，公司注册资本为 226.49 亿元，绿地控股集团股份有限公司（证券代码 600606.SH，以下简称“绿地股份”）为公司唯一的股东。绿地股份的前三大股东上海格林兰投资企业（有限合伙）⁵持股 27.17%、上海地产（集团）有限公司持股（以下简称“上海地产”）25.82%、上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投”）持股

⁵上海格林兰投资企业（有限合伙）为持股型企业，系为吸收合并上海绿地（集团）有限公司职工持股会而设立的有限合伙企业。上海格林兰投资管理有限公司为上海格林兰投资企业（有限合

伙）的执行事务合伙人，自然人张玉良先生为执行事务合伙人委派代表。

20.55%⁶。上海地产和上海城投实际控制人均为上海市国资委，但两家公司持有绿地股份的股份比例合计未超过 50%，不能对绿地股份形成控制关系，同时根据上海市国资委出具的说明，两家公司不构成一致行动关系，故绿地股份无实际控制人及实际控制人，为上海市国资系统中的多元化混合所有制企业。

公司已按照《公司法》、《公司章程》以及其他有关法律法规的规定，建立了较为完善的公司治理结构和议事规则，制定了符合公司发展的各项规则和制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司设董事会，其成员为三名，由股东任免。董事会设董事长一名，董事长由股东委派。公司不设监事会，设监事一名，由股东任免。监事主要负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

尽管公司房地产开发业务仍保持较大体量，但自 2021 年以来其签约销售规模持续下降，同时新开工也明显放缓，但竣工面积仍保持在较高水平，需关注销售回款下滑趋势下公司所面临的项目开工及履约交付压力

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 2022 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 895.50 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。

签约销售方面，2021 年公司签约销售金额和签约销售面积同比分别下降 19.03% 和 20.01%。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，2021 年公司加大商办项目去化力度，当年商办项目销售金额同比增长 10.48%，销售金额占比同比上升 8.73 个百分点至 32.70%；2021 年 7 月至 2022 年 5 月，大宗商办类项目销售面积 219.42 万平方米，合同金额 287.18 亿元，回笼资金 118.10 亿元。2021 年住宅销售金额同比下降 28.30%，销售金额占比同比下降 8.71 个百分点至 67.30%。销售均价方面，2021 年公司销售均价同比小幅增长 1.22%。根据克而瑞房地产企业销售金额百强榜显示，2021 年公司位列全国房地产开发企业全口径第九名、权益口径第七名，处于行业领先地位。另 2022 年 1~3 月，公司分别实现签约销售金额及签约销售面积 307.97 亿元和 298.90 万平方米，同比分别下降 56.13% 和 49.49%。公司持续下滑的签约销售金额对其现金流平衡带来较大不利影响。

⁶2020 年 7 月 27 日绿地股份发布《关于国有股东拟通过公开征集受让方的方式协议转让公司部分股份暨复牌的提示性公告》，绿地股份股东上海地产及上海城投正在筹划绿地股份控制权结构有

关事项，上海地产及上海城投拟通过公开征集受让方的方式协议转让合计不超过绿地股份总股本 17.50% 的股份。目前该股份转让尚未完成，中诚信国际将对股份转让进度及其对公司的经营与财务等方面的影响保持关注。

表 1：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）

指标	2019	2020	2021	2022.3
签约销售面积	3,257	2,909	2,327	299
签约销售金额	3,880	3,584	2,902	308
其中：住宅	2,524	2,724	1,953	172
商办	1,356	859	949	136
签约销售均价	11,913	12,317	12,471	10,301

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司项目销售布局包括华东、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重达 57.99%，与上年基本持平。具

体来看，2021 年公司销售业绩贡献来自于全国 157 个城市及海外地区，其中前五大城市分别为上海、杭州、济南、武汉和西安，合计占其当期销售金额的 29.67%；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 45.18%，销售金额 50 亿以上的城市共 15 个，合计占比为 56.54%，区域布局较为分散。2022 年 1~3 月，公司华东地区签约销售金额合计 165.96 亿元，占当期销售金额的 53.89%，仍为各区域最高。分城市来看，前五大城市分别为上海、纽约⁷、济南、西安和西宁，合计占其当期销售金额的 37.25%；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 50.13%。

表 2：近年来公司房地产业务签约销售情况（万平方米、亿元）

区域	2019		2020		2021		2022.3	
	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	1,568.00	2,273.00	1,464.10	2,088.90	1,165.27	1,683.24	142.58	165.96
华中	444.00	369.00	364.00	405.40	294.72	332.40	31.44	26.20
华南	272.00	297.00	328.80	304.00	270.33	275.84	30.51	30.70
西南	311.00	273.00	281.00	261.40	264.48	211.34	39.20	23.34
西北	404.00	342.00	285.70	264.90	210.25	192.67	25.33	21.24
华北	166.00	221.00	105.70	168.40	63.25	97.55	12.41	12.69
海外	4.00	24.00	4.40	20.80	17.02	71.34	12.86	25.26
东北	88.00	81.00	75.60	69.70	41.45	38.07	4.59	2.55
合计	3,257.00	3,880.00	2,909.30	3,583.50	2,326.77	2,902.45	298.90	307.97

注：尾数差系四舍五入导致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目运营方面，2021 年公司调整开发节奏，新开工面积同比下降 51.26%，由于前期开发项目的陆续完工，公司房地产竣工面积同比上升 10.06%。2022 年 1~3 月，受现金流紧张及全国多地疫情反复的影响，公司新开工面积及竣工面积同比分别下降 89.05% 和 38.52%。需关注在公司销售回款下滑趋势情况下，其所面临的项目开复工及履约交付压力。

表 3：近年来公司房地产业务开竣工情况（万平方米）

指标	2019	2020	2021	2022.3
新开工面积	4,199	3,178	1,549	59
竣工面积	2,502	2,355	2,592	166

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年以来公司大幅控制新项目获取力度，并加大对存量项目的去化；仍需对公司期末土地储备中部分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，2021 年，公司减弱项目获取力度，新增土地储备金额同比下降 55.65%，新增土储计容面积同比下降 69.23%。从区域分布看，2021 年公司新增位于一二线城市⁸项目的计容面积占比为 45.39%，计容面积前五大的城市为苏州、盐城、广州、长沙和济南，合计占比 44.13%。2022 年 1~3

⁷2022 年 5 月美国纽约市布鲁克林太平洋公园项目交割，合同金额 4.65 亿美元

⁸ 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。

月，公司未获取新项目。

表 4：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元）

指标	2019	2020	2021
新拓展项目数量	108	90	45
新增土地储备规划计容面积	4,006	2,931	902
新增土地储备金额	977	929	412

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司土地储备⁹规划计容建筑面积 7,909.75 万平方米，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，合计占比为 50.91%；从具体城市分布情况来看，公司土地储备前十大城市分别为武汉、南昌、宁波、马来西亚新山、重庆、南宁、咸宁、昆明、西安和肇庆，合计占比为 32.99%；按城市等级来看，公司土地储备中一二线城市储备面积占比为 37.25%。商办类项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司商办类项目剩余未售货值约 3,300 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 个，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 895.50 万平方米，总可售面积为 686.98 万平方米，剩余未售面积 417.08 万平方米，剩余可售货值约 786 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 5：截至 2022 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	2,657.12	33.59%
华中	1,369.70	17.32%
华南	1,055.68	13.35%
西南	919.44	11.62%
西北	680.26	8.60%

⁹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。

¹⁰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。

¹¹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。

¹²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。

东北	592.96	7.50%
海外	334.22	4.23%
华北	300.36	3.80%
合计	7,909.75	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司大基建业务规模持续扩张，建筑施工新签合同金额进一步增长，同时得益于广西建工纳入合并范围内，2021 年大基建业务收入增长较快；公司建筑施工板块下属子公司数量不断增加且多为三元持股的混改管理架构，对公司在资源整合及内部管理方面提出了更高挑战；此外，房建业务的回款压力亦值得关注

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¹⁰（以下简称“贵州建工”）、江苏省建筑工程集团有限公司¹¹（以下简称“江苏省建”）、西安建工集团有限公司¹²（以下简称“西安建工”）、天津市建工集团（控股）有限公司¹³（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”）、广西建工集团有限责任公司¹⁴（以下简称“广西建工”）等主要主体。近年来公司基建业务规模扩张较快，主要得益于对贵州建工、江苏省建、西安建工、天津建工及广西建工等主体的外延式并购，上述并购均采用以绿地集团、原国资股东和管理层持股平台的三元持股的混改结构；2018 年 10 月，为加大对大基建板块各子公司的整合，公司成立全资子公司绿地大基建集团¹⁵，并已基本完成旗下基建公司股权统一向绿地大基建集团划转的工作。

¹³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。

¹⁴2020 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 2022 年 3 月末公司持有广西建工 51% 股权，广西建工于 2020 年 12 月纳入公司合并报表范围。

¹⁵除广西建工外，其余基建公司已完成股权转移。贵州建工、绿地城投、西安建工、天津建工、城建集团、江苏省建先后于 2019 年 7 月、9 月、10 月、11 月、12 月、2020 年 6 月完成股权划转至绿地大基建集团，并做工商变更。

2021年，公司大基建业务规模持续扩张，且广西建工全年纳入合并范围，公司建筑板块实现营业

收入 3,114.24 亿元，同比增长 33.41%。

表 6：截至 2022 年 3 月末及 2021 年建筑板块主要子公司业务及财务情况（亿元）

公司名称 业务及财务信息	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（2022 年 3 月末）	406.42	1,646.26	1,372.58	1,112.80	456.77	416.08	3,066.19
其中：房屋建设	371.89	1,118.43	800.99	895.65	349.04	-	2,247.61
基建工程	34.53	370.79	550.11	174.29	52.66	416.08	597.89
其他	-	157.04	21.48	42.86	55.07	-	220.69
总资产（2021 年末）	209,516	1,222.62	752.96	903.58	225.43	120.7	1,839.14
资产负债率（2021 年末）	87.45%	89.94%	88.72%	83.20%	87.81%	84.14%	88.85%
营业收入（2021 年）	175.89	757.21	500.48	404.31	124.2	83.12	1,317.51
净利润（2021 年）	1.08	8.07	0.91	9.627	1.46	3.62	18.59

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、房屋建筑施工、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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 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 17 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 3 项；具有施工总承包一级资质 97 项，涵盖建筑、市政、机电、冶金、公路、矿山、港口与航道、水利水电等 8 个工程领域；具有专业承包一级资质 376 项，涵盖钢结构、输变电、桥梁、隧道等 19 个工程领域。

公司建筑建设业务以房屋建设为主，2021 年房屋建设新签合同额同比增长 21.70%。截至 2022 年 3 月末，公司在手房屋建设合同金额约 6,241.04 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。2021 年公司基建工程新签合同额同比增长 17.24%，截至 2022 年 3 月末，公司在手基建工程合同金额约 2,801.48 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 7：近年来基建板块新签合同情况（亿元）

行业细分	2019	2020	2021	2022.3
房屋建设	2,620.97	3,964.29	4,824.73	874.51
基建工程	937.60	1,597.04	1,872.43	285.76
其他	207.04	541.88	457.8	92.39
合计	3,765.60	6,103.22	7,154.96	1,252.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2022 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	6,241.04
基建工程	2,801.48
其他	499.14
合计	9,541.65

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 2022 年 3 月末，绿地集团在建重点投资建设施工项目包括南京地铁五号线，明港至鸡公山高速公路 PPP 项目，沿太行高速公路安阳段，垣渑高速项目，焦作至唐城高速

公路汝州至方城段 RFSG-2 项目等，前十大项目总投资金额 720.42 亿元，其中公司投资金额 225.04 亿元。

中诚信国际关注到，公司房建业务收入占基建业务总收入的比重较高，而 2021 年下半年以来上游房地产企业大幅弱化的流动性状况对公司房建企业的回款造成一定压力。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股权投资、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，公司以绿地全球商品贸易港为核心平台，围绕引资源、扩进口、促消费，打造消费全产业链生态链。2021 年受疫情影响，公司商品销售及相关产业¹⁶实现营业收入 253.19 亿元，同比下降 21.22%。

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 2022 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 2022 年 3 月末，公司拥有 4S 店 43 家。2021 年公司汽车及相关产业实现营业收入 92.51 亿元，同比增长 3.98%。

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 2022 年 3 月末，公司拥有营运酒店 45 家，客房总数 12,554 间，其中自营酒店 31 家，海外 1 家。同时，公司加快自主品牌输出管理，公司投资和管理的酒店项目已遍布国内及亚洲、澳洲、美洲、欧洲等全球多国约 100 座城市。2021 年公司酒店及相关产业实现营业收入 28.93 亿元，同比小幅增长 22.22%。

大金融板块方面，2021 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，运营主体为绿地金创科技集团（以下简称“绿地金创”）。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 2022 年 3 月末，绿地金创在上海、北京、宁波和青岛共设立了四家小额贷款公司，投放规模达 26.18 亿元，房地产基金和融资租赁业务投放规模分别为 15.50 亿元和 6.63 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，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，2021 年无新增投资；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 2022 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。2021 年公司金融及相关产业¹⁷实现营业收入 15.95 亿元。

¹⁶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。

¹⁷绿地控股 2020 年审计报告披露绿地金创 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”收入仅体现绿地金创主营业务收入 2.73 亿元，利息收入

等其他收入未计入。2021 年审计报告将绿地金创利息收入等其他收入计入“金融及相关产业”收入中。

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 2019~2021 年度审计报告，以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。2019~2021 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。

2021 年公司收入水平稳步提升，在建筑板块收入占比提升及房地产板块毛利下降的影响下，综合毛利水平有所下滑；此外，投资收益、公允价值变动收益等非经常性损益对利润补充作用减弱，加之资产/信用减值对利润的侵蚀，公司盈利指标明显弱化

2021 年公司地产项目结转规模小幅增长，在建筑板块业绩增长的带动下，公司营业总收入同比增长 19.45%。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 5.52 个百分点，公司整体营业毛利率水平出现下滑。截至 2022 年 3 月末，公司预收账款 4,630.82 亿元，需对公司该部分项目未来的交付履约情况保持关注。

表 9：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.Q1
房地产及相关产业	1,943.26	1,947.83	2,049.54	339.31
建筑及相关产业	1,884.86	2,334.38	3,114.24	493.22
商品销售及相关产业	472.75	321.37	253.19	74.85
能源及相关产业	131.95	133.52	175.58	29.48
汽车及相关产业	75.90	88.97	92.51	26.9
酒店及相关产业	23.49	23.67	28.93	3.85
金融及相关产业	3.99	2.30	15.95	1.83
其他收入	64.06	45.47	42.58	22.41
合计	4,600.26	4,897.51	5,772.52	991.85
减：内部抵消数	364.73	393.54	367.55	37.7
主营业务收入	4,235.53	4,503.98	5,404.97	954.15
毛利率	2019	2020	2021	2022.3
房地产及相关产业	27.58	26.39	20.87	23.44
建筑及相关产业	4.31	4.56	4.87	5.21
商品销售及相关产业	3.48	3.83	8.41	8.35
能源及相关产业	2.11	2.87	6.78	6.24
汽车及相关产业	3.29	3.35	4.75	5.02
酒店及相关产业	77.29	56.87	58.38	83.38

金融及相关产业	100.00	100.00	100.00	98.91
其他	9.39	7.83	7.83	8.92
合计	14.50	13.46	11.30	12.27
减：内部抵消数	6.44	8.20	6.83	1.06
合计	15.20	13.92	11.60	12.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司销售费用同比增长 13.41%，主要系职工薪酬、广宣费及销售服务费、聘请中介机构及中介代理费用增长；随着业务的不断拓展，并且当年广西建工全年纳入合并范围内，管理费用同比增长 25.85%；由于房地产项目竣工量增长，贷款利息从资本化转为费用化，当年财务性利息支出同比增长 16.10%，在费用化利息支出增加及汇率变化影响下，公司财务费用同比增长 56.85%，公司整体期间费用把控能力有待提升。

在毛利率下降的影响下，公司经营性业务利润同比下降 22.31%；受公司持有的交易性金融资产市场价格波动的影响，2021 年公司公允价值变动收益同比下降 76.12%，其中交易性金融资产和其他非流动金融资产产生的公允价值变动收益分别为-11.02 亿元和 15.95 亿元；当期公司投资收益同比下降 13.88%，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 27.93 亿元、14.11 亿元和 2.91 亿元；资产及信用减值损失对公司利润形成一定侵蚀，其中 2021 年公司主要对广东、广西等地区商办项目计提存货跌价损失 42.71 亿元，对长期股权投资计提减值损失 5.21 亿元，2021 年资产减值损失同比增长 55.33%；同期公司计提信用减值损失 28.03 亿元，主要系对其他应收款、建筑板块主要子公司的应收账款等计提坏账损失 28.27 亿元；2021 年公司营业外损益净损失同比增长 46.62% 至 13.87 亿元，其中公司因疫情、水灾、项目进度不及合同约定等原因导致的延期交房产生的赔偿金、违约金及罚款支出 17.92 亿元，与日常活动无关的政府补助 3.95 亿元。2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润和净利润同比分别下降 41.08% 和 34.28%。

2021 年公司利润总额同比大幅下降 41.34%，EBITDA 同比下降 24.15%，盈利指标均有明显弱化。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	84.49	81.82	92.79	16.88
管理费用（含研发费用）	121.18	128.55	161.79	30.03
财务费用	50.86	44.66	70.05	12.50
期间费用率	5.99	5.59	5.96	6.19
经营性业务利润	262.73	292.07	226.92	38.06
资产减值损失	30.02	33.76	52.44	-0.49
信用减值损失	23.49	10.47	28.03	-0.93
公允价值变动收益	22.36	20.61	4.92	2.21
投资收益	88.64	47.73	41.11	0.57
营业外损益	-10.68	-9.46	-13.87	-1.33
利润总额	309.38	306.97	180.08	40.99
EBITDA	384.80	398.54	302.31	57.29
EBITDA 利润率	8.99	8.74	5.55	5.96
净利润	212.96	211.43	95.18	31.65
净资产收益率	17.14	14.45	5.91	7.61*

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小幅增长，同时公司债务规模压降幅度较大，但整体财务杠杆比例仍处于偏高水平

2021 年末公司资产总额同比增长 5.20%，年末流动资产占比 87.87%，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货（包含合同资产）构成。其中，公司货币资金规模同比下降 20.08%，年末银行承兑汇票保证金、房地产销售相关的销售监管资金、诉讼冻结资金等受限货币资金占比为 25.50%；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 15.07%；2021 年末公司应收非关联方往来款、保证金及押金有所下降，但应收集团外关联方往来款有所上升，其他应收款整体同比下降 2.25%；公司存货（包含合同资产）中开发成本、开发产品及合同资产期末账面价值占存货的比重分别为 59.94%、17.57%和 15.69%，在建房地产项目进度的不断推进使得存货（包含合同资产）规模同比增长 9.61%。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 23.25%；因部分固定资产转投资性房地产，2021 年末公司固定资产同比下降 7.90%；投资性房地产按成本法计量，受存货、固定资产等科目转入的影响，期末账面价值同比增长 42.20%。另 2022 年 3 月末，公司资产规模较年初下降 4.38%，货币资金较年初下降 20.58%，主要用于债务偿还，此外，2022 年一季度房地产销售下滑对资金回流亦有一定影响；存货（含合同资产）较年初下降 6.40%，主要由于房地产项目销售及处置，且公司于 2022 年一季度未新获取项目，新开工面积亦大幅下降。

公司负债总额增速与资产增速基本持平。其中，随着项目建设进程的推进，公司应付工程款等同比增长 26.97%；预收账款（含合同负债）主要为预收购房款，2021 年末同比增长 10.26%，其整体规模较高，在公司后续项目交付履约义务方面形成较大压力；其他应付款同比下降 1.47%，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，2021 年公司使用自有资金偿还到期债务，年末有息债务规模同比下降 20.44%。另 2022 年 3 月末公司负债总额较年初下降 5.21%，有息债务规模进一步下降。但值得关注的是，当期末公司尚有应付票据规模 302.99 亿元，需对该部分商业/银行承兑汇票的后续承兑情况保持关注。

所有者权益构成方面，受近年来非全资收购基建类公司影响，公司少数股东权益占比较大，2022 年 3 月末其占所有者权益的比重为 45.76%。

表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	11,469.54	13,998.46	14,726.46	14,081.75
货币资金	889.00	1,034.70	826.89	656.76
应收账款	899.29	1,017.31	1,170.58	1,187.70
其他应收款	867.15	982.37	960.23	888.16
存货（含合同资产）	6,699.12	8,365.84	9,169.79	8,583.33
长期股权投资	221.15	277.35	341.82	346.54
投资性房地产	157.63	146.27	207.99	196.87
固定资产	419.92	538.21	495.72	493.81
总负债	10,120.03	12,420.62	13,081.36	12,399.29

应付账款	1,996.24	3,027.16	3,843.43	3,281.03
其他应付款	752.30	795.88	784.20	771.50
预收账款（含合同负债）	3,811.46	4,215.31	4,647.98	4,630.82
短期债务	1,291.40	1,333.30	1,348.08	1,270.41
长期债务	1,781.87	2,123.32	1,402.04	1,361.61
总债务	3,073.27	3,456.62	2,750.12	2,632.03
所有者权益	1,349.50	1,577.84	1,645.10	1,682.47
未分配利润	453.93	499.78	507.27	532.90
少数股东权益	542.50	726.02	759.17	769.84
资产负债率	88.23	88.73	88.83	88.05
净负债率	161.86	153.50	116.91	117.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于债务规模的下降，公司财务杠杆水平有所回落，但由于公司前期业务规模的扩张对于杠杆使用过于依赖，目前其杠杆水平仍有较大改善空间。2021 年末公司净负债率分别较上年末下降 36.59 个百分点。2022 年 3 月末，由于偿还债务导致货币资金有较大幅度消耗，加之地产项目回款金额减少，期末净负债率较年初小幅回升。

公司流动资产主要由存货和货币资金构成，其中随着房地产及大基建业务的拓展，存货规模较大，且开发产品占比较高，需关注后续去化情况

公司流动资产规模同比提升 5.30%，流动资产占比与上年基本持平。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 12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	88.45	87.79	87.87	87.31
存货/流动资产	66.04	68.07	70.86	69.81
应收账款/流动资产	8.86	8.28	9.05	9.66
货币资产/流动资产	8.76	8.42	6.39	5.34
其他应收款/流动资产	8.55	7.99	7.42	7.22
（存货+货币资金）/流动资产	74.80	76.49	77.25	75.15
开发产品	1,556.08	1,619.49	1,611.45	-
开发产品/存货	23.23	19.36	17.57	-
开发成本	4,635.59	5,133.61	5,496.80	-
开发成本/存货	69.20	61.36	59.94	-

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（包含合同资产）

主要由开发成本、开发产品和合同资产构成。截至 2021 年末，公司开发产品为 1,611.45 亿元，占存货的比重为 17.57%，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。合同资产主要由房屋建设工程和基础设施建设工程组成，2021 年末账面价值分别为 602.42 亿元和 609.03 亿元。周转效率方面，2021 年由于公司结转收入增长，公司总资产周转率均有所上升。

表 13：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.57	0.52	0.55
总资产周转率（次/年）	0.39	0.36	0.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

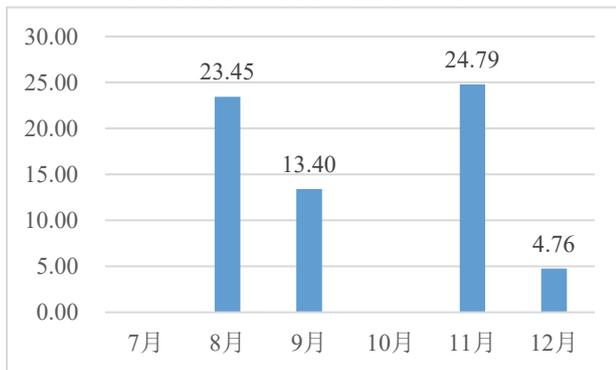
公司短期债务规模较大，货币资金对其覆盖能力很弱；同时由于盈利能力弱化，EBITDA 对债务本息的保障能力亦有所减弱；公司于 2022 年内仍有较大规模的美元债到期，整体面临较大的偿债压力

公司 2021 年经营活动净现金流保持净流入态势，受益于销售回款及收到往来款的增长及拿地支出减少，当年经营活动净现金流净流入规模延续增长态势。2021 年公司加大了销售回款力度，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 18.48%。2022 年 1~3 月公司未获取新项目，经营活动净现金流仍保持净流入趋势，但由于一季度销售同比大幅回落，经营活动净现金流同比下滑 77.91%。

2021 年末公司总债务规模同比下降 20.44% 至 2,750.12 亿元，从融资渠道来看，截至 2022 年 3 月末银行借款和信用债占比分别约为 74% 和 15%。2021 年绿地股份平均加权融资成本为 5.70%，较上年小幅上升 0.06 个百分点。债务期限构成方面，公司短期债务在总债务中占比上升 10.45 个百分点至 49.02%，年末手持货币资金对短期债务无法形成覆盖，考虑到货币资金中尚有一定比例的受限部分不可用于偿债，公司可动用货币资金对短期债务的保障能力很弱。公司债务规模虽有下降，但由于当年盈利能力减弱，EBITDA 对债务本息的保障能力有所下降。

存量债券方面，截至 2022 年 5 月 31 日，绿地集团合并范围境内外信用债于 2022 年 12 月底前到期（含行权到期）的本息应付金额约为 156 亿元¹⁸，其中年内到期的境内债券本息金额 37.89 亿元，年内到期的境外债券本息金额 118.48 亿元；年内到期的境内信用债均系广西建工发行，由广西建工自行筹集偿付资金，绿地集团本部年内无境内信用债到期，2022 年 7~12 月绿地集团本部担保的境外债券到期本金金额约为 66.40 亿元，年内公开市场偿债压力很大。此外，公司于 2023 年内、2024 年内及 2025 年（含）后到期的境内外信用债金额分别为 119.60 亿元、84.30 亿元和 24.79 亿元。

图 5：2022 年 7~12 月绿地集团本部发行/担保的公开市场债务本金到期分布情况（亿元）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	193.08	447.22	622.33	26.22
销售商品、提供劳务收到的现金	4,417.33	4,542.47	5,381.80	994.38
货币资金/短期债务	0.69	0.78	0.61	0.52
总债务	3,073.27	3,456.62	2,750.12	2,632.03
短期债务/总债务	42.02	38.57	49.02	48.27
总债务/EBITDA	7.99	8.67	9.10	-
经营活动净现金流/总债务	0.06	0.13	0.23	0.04*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.70	0.76	0.51	0.66*

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

公司多家下属公司被列入失信被执行人名单；需关

¹⁸美元兑人民币汇率按 1：6.7 汇率换算

¹⁹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

注在行业下行背景下，公司的或有负债风险

截至 2022 年 3 月末，公司合并口径取得主要贷款银行授信总额为 4,191 亿元，未使用的授信额度为 2,467 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 2,949.03 亿元，其中货币资金受限规模 210.89 亿元，存货受限规模 2,082.99 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 20.03%。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 143.86 亿元¹⁹，占当期末净资产的比重为 8.75%，主要担保对象为河南垣澠高速公路有限公司、绿地控股集团杭州双塔置业有限公司、宁波杭州湾新区绿地南湾基础设施开发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 50.97 亿元、31.00 亿元、17.65 亿元和 12.00 亿元，合计占对外担保金额的 77.59%。

此外，诉讼事项方面，自 2021 年下半年以来，由于流动性压力逐步加大，绿地集团下属房地产开发板块（如沈阳、徐州、天津、北京、河南、太原等区域）的多家项目公司因工程款纠纷、拖欠工程款等问题，被列入失信被执行人名单。此外，绿地集团下属部分建筑公司（北京门头沟城建建筑有限责任公司、广西建工集团有限责任公司、江苏省建筑工程集团、上海绿地建筑工程有限公司）因项目款、劳动仲裁等纠纷，被列入失信被执行人名单。截至 2021 年末，公司涉及 25 起未决诉讼及仲裁，其中作为被告的诉讼金额合计 26.37 亿元，货币资金中诉讼冻结资金余额 39.44 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：截至 2022 年 6 月 24 日，根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，公司本部各类借款未见异常。

外部支持

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。

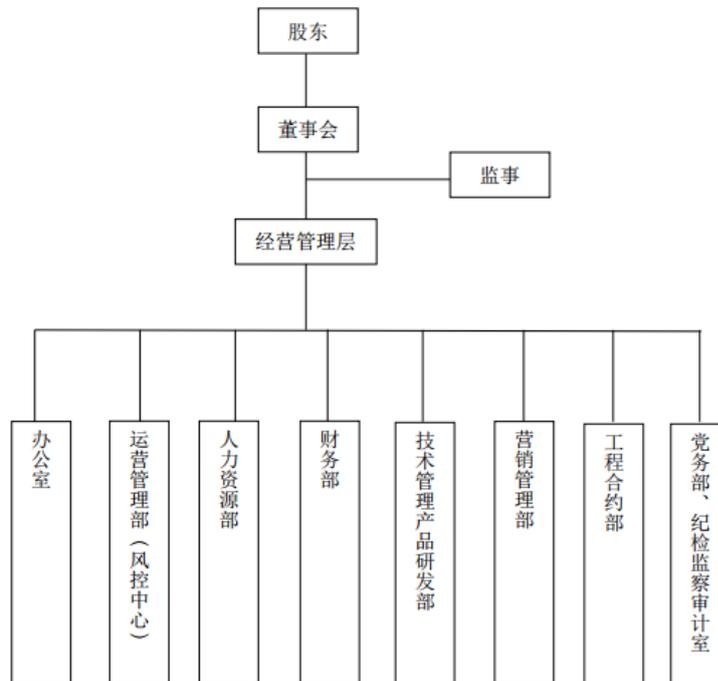
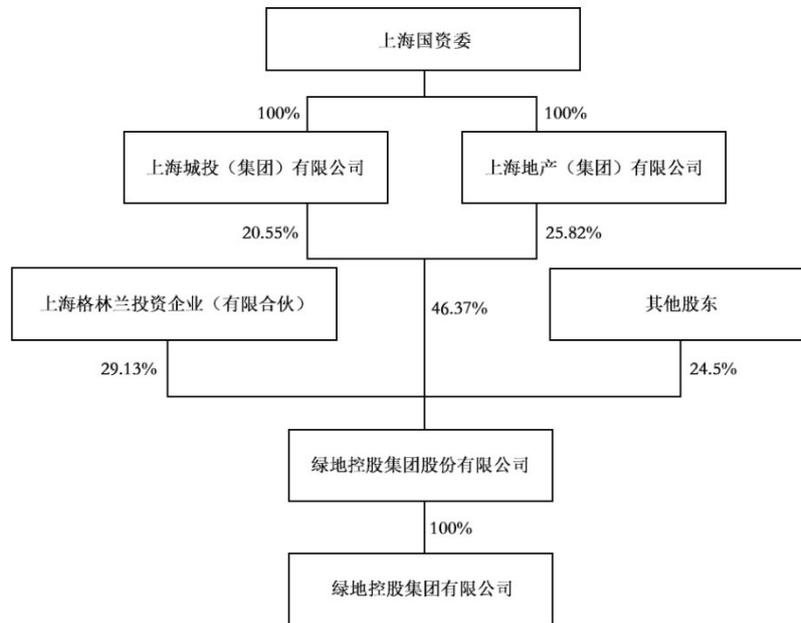
公司控股股东系上海市国资委监管的大型企业集团

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。作为上海市国资委监管下的成员企业之一，公司可获得上海市政府及相关主管部门的支持。

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**。

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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	8,890,010.47	10,347,021.44	8,268,938.69	6,567,577.08
其他应收款	8,671,530.01	9,823,715.09	9,602,277.24	8,881,605.82
存货净额	66,991,224.39	83,658,364.20	91,697,924.85	85,833,285.12
长期投资	3,495,314.54	4,178,810.20	5,302,617.12	5,466,088.95
固定资产	4,199,172.79	5,382,116.23	4,957,189.62	4,938,059.60
在建工程	175,396.87	324,257.06	220,069.44	239,752.07
无形资产	189,433.55	495,769.77	1,267,423.48	1,270,727.40
投资性房地产	1,576,257.06	1,462,666.47	2,079,856.98	1,968,679.57
总资产	114,695,354.12	139,984,607.97	147,264,602.83	140,817,526.93
预收款项	38,114,604.51	42,153,148.33	46,479,837.76	46,308,217.72
其他应付款	7,522,959.56	7,958,792.88	7,842,012.97	7,715,021.98
短期债务	12,914,005.99	13,333,011.19	13,480,794.66	12,704,123.05
长期债务	17,818,702.40	21,233,230.24	14,020,379.29	13,616,149.37
总债务	30,732,708.39	34,566,241.44	27,501,173.94	26,320,272.43
净债务	21,842,697.91	24,219,220.00	19,232,235.26	19,752,695.35
总负债	101,200,326.43	124,206,240.90	130,813,595.47	123,992,859.85
费用化利息支出	481,874.89	609,951.78	708,172.96	-
资本化利息支出	1,251,177.17	1,210,530.76	1,007,393.34	-
所有者权益合计（含非控股股东权益）	13,495,027.69	15,778,367.07	16,451,007.36	16,824,667.08
营业总收入	42,808,262.81	45,606,199.36	54,475,583.89	9,605,137.12
经营性业务利润	2,627,348.03	2,920,733.20	2,269,169.91	380,583.39
投资收益	886,382.07	477,317.40	411,054.61	5,715.02
净利润	2,129,564.30	2,114,335.56	951,815.78	316,487.58
EBIT	3,575,692.85	3,679,700.00	2,509,007.98	-
EBITDA	3,848,033.39	3,985,420.68	3,023,082.66	-
销售商品、提供劳务收到的现金	44,173,297.19	45,424,711.45	53,817,951.18	9,943,811.09
经营活动产生现金净流量	1,930,800.51	4,472,181.45	6,223,341.40	262,214.82
投资活动产生现金净流量	-1,551,944.34	-189,202.53	355,170.39	-246,840.12
筹资活动产生现金净流量	498,739.17	-3,491,915.76	-9,029,867.90	-1,224,186.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	15.46	14.41	11.67	12.74
期间费用率（%）	5.99	5.59	5.96	6.19
EBITDA 利润率（%）	8.99	8.74	5.55	-
净利润率（%）	4.97	4.64	1.75	3.29
净资产收益率（%）	17.14	14.45	5.91	7.61*
存货周转率(X)	0.57	0.52	0.55	-
资产负债率（%）	88.23	88.73	88.83	88.05
总资本化比率（%）	69.49	68.66	62.57	61.00
净负债率（%）	161.86	153.50	116.91	117.40
短期债务/总债务（%）	42.02	38.57	49.02	48.27
经营活动净现金流/总债务（X）	0.06	0.13	0.23	0.04*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.15	0.34	0.46	0.08
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.11	2.46	3.63	0.68
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.70	0.76	0.51	0.66*
总债务/EBITDA（X）	7.99	8.67	9.10	-
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.30	0.22	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.22	2.19	1.76	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	2.79	2.69	2.05	-

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 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末其他流动负债中短期应付债券和长期应付款中融资租赁款调整至总债务，2021 年末及 2022 年 3 月末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务；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	总资本化比率	=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
盈利能力	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	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
	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
现金流	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。