



中国绿发投资集团有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1567 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国绿发投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 绿发 01”、“23 绿发 01”、“23 绿发 02”、“23 绿发 03”、“24 绿发 01” AAA	
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”或“公司”）是国务院国资委直管企业，多元的股东背景能为公司各主业发展产生协同、新能源业务可较好的分散其经营风险、盈利表现较优等方面的优势。同时中诚信国际也关注到存量土地储备存在一定去化压力、新能源业务板块投资规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，中国绿发投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：股东支持力度明显减弱、盈利能力大幅下滑、现金流平衡能力严重弱化。	

正 面

- 公司是国务院国资委直管企业，多元的股东背景能为公司各主业发展产生协同
- 新能源业务已成为公司重要主业，能较好的分散其经营风险
- 公司土地储备成本较低，综合盈利表现较好

关 注

- 公司土地储备质量一般，存在较大比例非住宅类产品业态，带来了较大去化压力
- 公司新能源业务板块投资规模较大推动财务杠杆水平迅速攀升，亦对公司新能源业务的运营能力提出更高挑战

项目负责人：侯一甲 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：熊 攀 pxiong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

中国绿发（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,196.40	2,183.26	2,447.23	2,465.99
所有者权益合计（亿元）	971.78	993.54	992.77	1,000.64
负债合计（亿元）	1,224.62	1,189.72	1,454.46	1,465.35
总债务（亿元）	700.54	670.34	1,023.95	1,069.49
营业总收入（亿元）	345.23	283.18	364.62	49.12
净利润（亿元）	53.89	32.00	5.94	3.94
EBITDA（亿元）	53.32	45.57	85.22	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	41.82	43.32	57.24	-16.49
营业毛利率（%）	36.39	29.62	36.41	31.97
净负债率（%）	44.45	37.12	77.68	83.58
EBIT 利润率（%）	7.09	5.50	14.89	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.83	1.54	2.68	--

注：1、中诚信国际根据中国绿发提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	存货周转率（X）
金茂投资	1,412	3,473.58	62.00	1.81	1.27	640.66	-4.54	0.35
大悦城控股	461	1,980.61	97.24	1.36	1.92	367.83	0.82	0.29
中国绿发	241	2,447.23	77.68	1.39	3.39	364.62	14.89	0.26

中诚信国际认为，中国绿发规模适中，营业收入及房地产销售规模优势不显著，开发周转速度有待提升；但中国绿发整体盈利指标表现较好，且财务杠杆相对处于较低水平。

注：“金茂投资”为“上海金茂投资管理集团有限公司”；“大悦城控股”为“大悦城控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

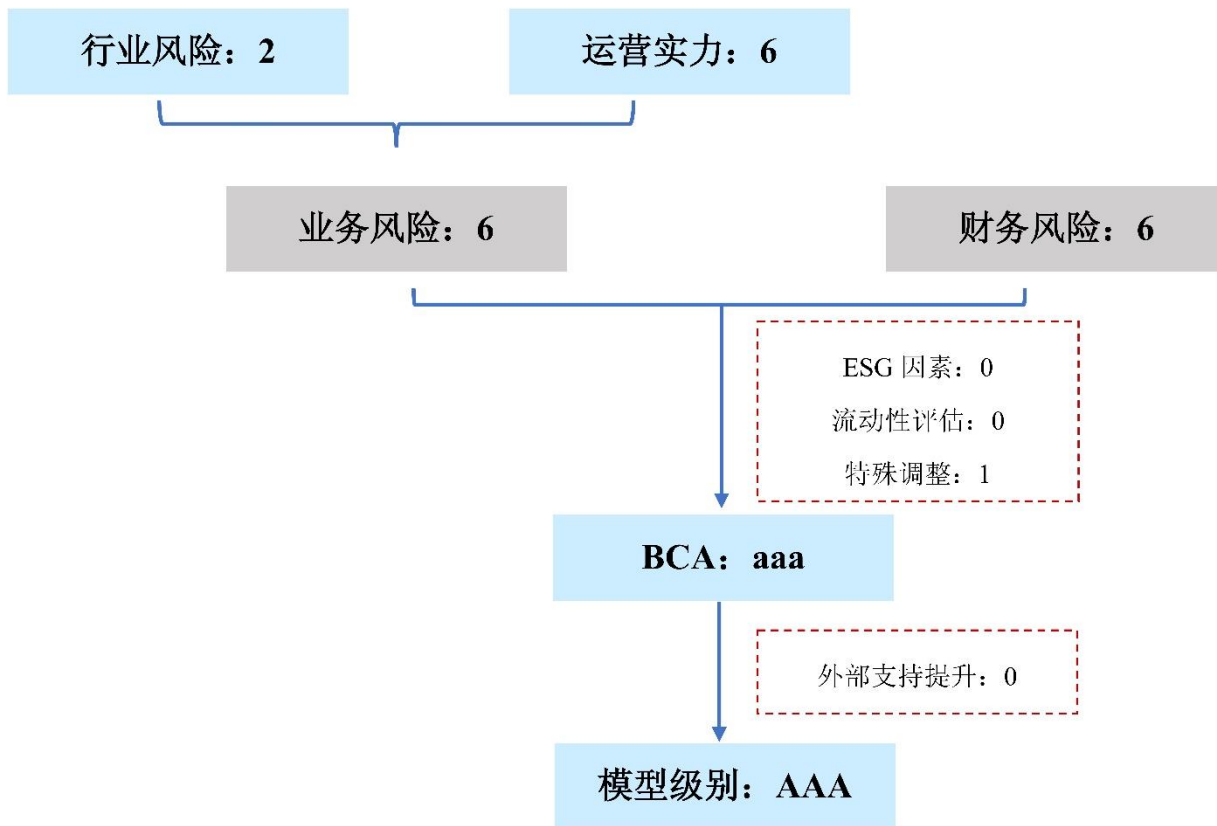
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 绿发 01	AAA	AAA	2023/6/27 至本报告出具日	20.00/20.00	2022/12/23~2027/12/23 (3+2)	回售，票面利率选择权
23 绿发 01	AAA	AAA	2023/6/27 至本报告出具日	30.00/30.00	2023/03/14~2026/03/14	--
23 绿发 02	AAA	AAA	2023/5/23 至本报告出具日	20.00/20.00	2023/06/09~2028/06/09 (3+2)	回售，票面利率选择权
23 绿发 03	AAA	AAA	2023/7/20 至本报告出具日	20.00/20.00	2023/08/18~2026/08/18	--
24 绿发 01	AAA	AAA	2023/12/27 至本报告出具日	13.20/13.20	2024/01/11~2027/01/11	--

注：债券余额为 2024 年 4 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
中国绿发	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/13 至本报告出具日

● 评级模型

中国绿发投资集团有限公司评级模型打分(C200100_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 公司新能源业务、商业物业运营等收入可为公司的收入及利润提供良好支撑，并可分散公司的经营风险。

外部支持: 公司是国务院国资委直管企业，中央政府实际控制能力和支持意愿极强。此外，公司三大股东综合实力雄厚，在项目获取、业务协同发展方面获得极强支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际房地产开发行业评级方法与模型 C200100_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业

发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望, 2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内公司开发业务规模持续下降，土储规模虽充沛但质量一般；新能源业务成为公司重要主业，投资及资金需求高涨，对公司运营能力提出更高挑战；商业及酒店业务明显回暖，提供一定业绩补充；融资成本持续优化，畅通的融资渠道亦为公司的各项业务开展提供了有利支持。

2023 年以来，公司产权结构及治理结构无较大变化。

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本仍为 449.96 亿元，实收资本为 449.96 亿元，中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”）、中国国新控股有限责任公司（以下简称“中国国新”）、国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）、济南文旅发展集团有限公司（以下简称“济南文旅”）分别持有公司 41.11%、27.78%、26.67%和 4.4%的股权。中国绿发无控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为实际控制人，由国务院国资委直接监管。2023 年以来公司董事、监事及高级管理人员未发生人事变动。

跟踪期内公司开发销售规模延续下降趋势，销售型物业投资聚焦高价值地块，通畅的融资渠道为公司业务开展提供了有力支持；公司土储虽较为充沛，但商办类资产及所属城市流速较慢的项目占比偏高，其短期内能提供的现金流支撑或较为有限。

跟踪期内，公司房开业务仍由其控股的鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”）和都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）负责，2023 年受市场环境持续低迷影响，公司销售规模延续下滑趋势，但降幅已缩窄且低于行业平均水平。销售区域方面，跟踪期内公司销售业绩主要来源于济南、京津、川渝等地区，2023 年上述城市销售占比达 63%，集中度较高。土地储备方面，2023 年公司土地投资支出大幅提升，主要系当年公司收购上海 2 个项目¹所致，项目区位优势，预计将于 2024 年下半年开盘销售，或可形成较好销售业绩补充；当期公司房开业务与新能源板块形成协同，在新疆共获取 4 宗土地，极具成本优势，主要为商办类项目。截至 2024 年 3 月末，公司土地储备面积为 1,299.49 万平方米，因公司合作开发项目较少，土储权益占比较高。但公司土地储备中大盘开发项目较多，且业态复杂，商业、商住、车位等非住宅业态占比偏高，其中公司重庆地区的商业、车位等产品去化周期较长，占比偏高；公司位于海阳、海口、澄迈、文昌等地的项目获取时间较早，仍存在大规模未动工土地。**中诚信国际认为**，公司土地储备中业态复杂、大盘项目占比高，短期内难以形成一定规模的现金流贡献，但公司土地获取成本较低，尽管该部分项目剩余面积占比较高，但实际形成的资金沉淀规模占比有限，资金压力可控。

¹ 公司以底价竞得上海黄浦城市更新建设发展有限公司挂牌转让的两家项目公司股权，即上海新乔东企业发展有限公司 90%股权及其持有的 71.94 亿元债权，转让底价 72.1 亿元，上海新淞原企业发展有限公司 100%股权及其持有的 60.64 亿元债权，转让底价 60.8 亿元。两个地块的转让起始价格合计约 132.9 亿元。

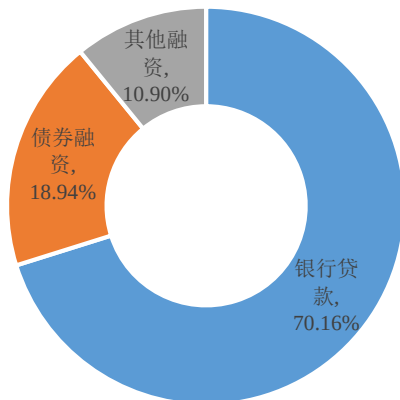
融资渠道方面，公司有息债务以银行贷款和债券为主，CMBS 及保债计划等其他融资渠道作为补充，债务结构较为合理。2023 年受新能源板块大幅增加项目贷款等因素影响，公司银行贷款渠道比重有所提升。2023 年公司综合融资成本进一步降低至 3.4%，公司融资成本维持较低水平并得以持续优化，极具融资成本优势。

表 1：近年来公司房地产业务全口径投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2021	2022	2023	2024.1~3
新开工面积（并表口径）	358.62	85.67	3.76	30.94
竣工面积（并表口径）	179.45	207.91	200.04	14.24
签约销售面积	165.45	150.42	132.55	24.64
签约销售金额	322.02	255.17	240.66	40.03
新拓展项目	5	3	6	0
新增项目储备购置支出（权益口径）	59.64	48.49	137.88	--
新增项目楼面均价	0.36	0.58	2.44	--

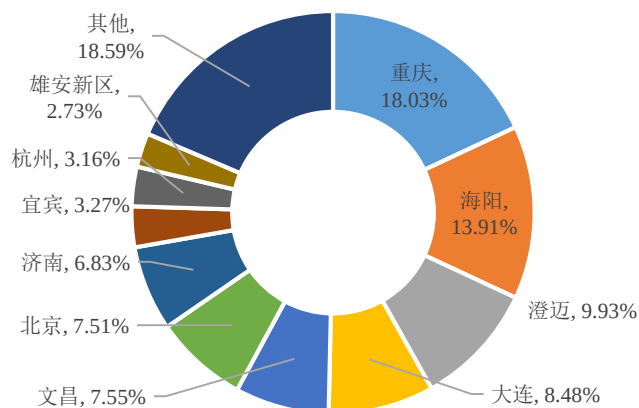
资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司全口径土地储备分布



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司装机规模不断扩大，新能源业务对公司业绩贡献度持续增长，已成为公司重要主业；随着项目建设步入投资高峰，资金需求高涨，公司后续的运营能力亦有待关注。

跟踪期内，天津中绿电投资股份有限公司（以下简称“中绿电投资”）仍为公司新能源发电业务的运营主体，业务范围以风力和光伏发电为主，已投资开发的风电项目主要位于青海、内蒙古、新疆、甘肃、河北、陕西等省份，区域布局多元，一定程度上可减轻单一区域来风变化对整体机组运营效率的影响。受益于装机规模及发电量增长，中绿电投资 2023 年收入及净利润分别为 36.91 亿元及 10.19 亿元，均延续增长态势。2023 年 7 月中绿电投资一次性获取新疆 1,300 万千瓦大基地项目并于当年全部开工，截至 2023 年末，中绿电投资在建项目计划新增装机容量为 1,532 万千瓦，将有较大比例于 2024 年完工，2024 年末中绿电投资装机规模预计将超 2000 万千瓦，接近其 2023 年末装机规模的 4 倍。但中诚信国际关注到，截至 2024 年 3 月末，中绿电投资在建、拟建项目总投资规模为 774.80 亿元，项目投入的自有资金与借款的比重基本为 2: 8，其中 2024 年计划投资规模 383.42 亿元，资金需求量极大，但中绿电投资于 2024 年 4 月已完成定向增发，募集总额 18 亿元，同时中绿电投资未使用公司债批复仍有一定尚未使用额度，目前在建、拟建项目已审批项目贷款额度为 1,097.35 亿元，均可为其提供一定资金补充；此外，因中绿电投资的装机规模迅速扩张，对其现有的运营能力亦提出了新的挑战。

表 2：近年来中绿电投资电力业务经营情况

	2021	2022	2023
控股装机规模（万千瓦）	402.65	429.65	561.65
其中：风电	318.70	333.70	383.70
光伏	73.95	85.95	167.95
发电量（亿千瓦时）	75.50	81.71	90.66
上网电量（亿千瓦时）	73.07	78.81	87.96
其中：风电	63.10	66.82	75.18
光伏	9.38	11.25	11.70
平均利用小时数（小时）	2,296	2,141	2,139
其中：风电	2,419	2,281	2,322
光伏	1,625	1,259	1,393

注：装机规模包含风电、光伏和光热储能装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司商业物业及酒店运营业务为公司业绩提供了有效补充，2023 年以来相关业务板块经营业绩随旅游、消费经济的复苏而实现明显回暖。

受市场回暖、旅游经济复苏等因素影响，2023 年公司商业旅游及物业板块营业收入分别同比增长 12.43%和 50.12%至 29.97 亿元和 8.27 亿元。其中商业物业运营方面，截至 2023 年末公司共持有 11 个商业物业，主要涉及购物中心、度假小镇等业态，可租赁面积合计为 38.18 万平方米，其中济南泉城路贵和购物中心²位于核心商业地段，可出租面积 5.71 万平方米，其坚持高中档定位，入驻品牌较为优质，是对公司收入贡献最高的自持物业；酒店业务方面，截至 2023 年末公司共持有运营 38 家酒店，基本为五星级酒店，整体规格较高且主要分布于旅游城市，2023 年除新开业酒店及三亚山海天雅诗阁服务公寓外，其余 33 家酒店的经营收入均实现不同程度增长，当期亦有 30 家酒店实现入住率的提升，整体经营状况实现较好改善。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司房开业务结转规模增加，其他各业务板块经营效率亦有明显提升，公司盈利能力整体表现较优；公司新能源业务大规模投资，资产负债规模大幅扩张，债务规模迅速攀升，各项偿债指标随之弱化，需关注未来持续大规模的新能源投资带来的债务规模及财务杠杆水平迅速攀升的影响。

盈利能力

跟踪期内，受房开业务板块结转规模上升、新能源业务上网电量增长、商业旅游板块行业经济复苏等因素影响，公司营业收入规模同比增长 28.76%，其中房开业务占营业收入的比重为 77.43%，仍为收入主要构成。各业务板块 2023 年的经营效率均有明显提升，且受前期存货减值计提较为充分及公司土地成本较低等因素影响，当期综合毛利率水平提升 6.79 个百分点至 36.41%，经营性业务利润亦有显著增长；公司持有的三峡能源股票近年来市值持续下跌产生公允价值变动损失对其利润水平造成侵蚀，但整体来看公司持有其股票期间仍为盈利状态；2022 年公司转让持有的国能锦界能源有限责任公司 30%股权³形成较大规模投资收益，同时因公司不再确认与其有关

² 该购物中心 2023 年起收入确认方法由总额法变更为净额法，并对前期财务报表进行追溯调整。

³ 受让方为中国神华能源股份有限公司，交易价格以 2022 年 8 月 31 日为基准日评估，转让价格为 99.65 亿元，交易完成后，都城伟业不再持有国能锦界能源有限责任公司股份。

的持有期间的投资收益，使得 2023 年投资收益同比大幅下降。整体看公司 EBIT 利润率仍处于行业内较优水平，综合盈利表现较优。

资产质量

跟踪期内受新能源业务板块增加大规模投资影响，公司资产负债规模整体呈大幅增长态势。资产方面，公司存货主要涉及房开板块投入，跟踪期内受上海高货值项目的获取影响，存货规模呈小幅增长趋势，但存货中开发产品占比仍处于高位，且未开发土储占比亦达到 24%，存货变现能力需保持持续关注；公司固定资产及在建工程主要为持有的酒店资产及新能源板块投入，跟踪期内伴随着新能源板块中新疆项目的陆续开工，公司在建工程规模呈现大幅增长态势，2024 年部分工程将会陆续实现竣工并将转入固定资产科目。负债方面，受 2023 年项目集中结转及其余项目流速放缓影响，公司预收账款规模大幅缩减，截至 2024 年 3 月末其余额为 2023 年房地产收入的 0.50 倍，保障程度较弱；新能源项目大规模投产等因素产生极大资金需求，跟踪期内公司有息债务随之大幅增长。所有者权益方面，近年来公司利润持续积累，但公司 2023 年合并口径分配 7.84 亿元现金股利，因此所有者权益规模整体变动不大。目前公司财务杠杆整体仍处于较优水平，但随着新能源项目的持续大规模投入，债务规模及财务杠杆水平将随之迅速上升。

现金流及偿债情况

跟踪期内公司房开业务销售规模下跌幅度缩窄，但其余业务板块经营成效均实现明显改善，公司经营回款规模整体因而实现增长，经营活动现金流净流入规模随之增加；同期公司房开业务中上海项目的收购以及新能源业务中新疆项目的开工建设均投入较大规模资金，投资活动现金流呈现大额净流出态势；为匹配大额投资支出的资金需求，2023 年公司加大借款力度，筹资活动现金流随之大额净流入。偿债能力方面，受债务的增长影响，公司经营回款对有息债务的保障程度有所减弱，在手资金量的减少亦使其对短期债务的覆盖能力出现下滑，但公司盈利能力得以改善，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所提升。此外，截至 2023 年末公司获得银行授信余额 2,496.02 亿元，尚未使用额度 1,791.77 亿元，备用流动性充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期间费用率	19.51	24.01	18.98	30.61
经营性业务利润	26.00	2.07	33.20	3.00
投资收益	21.44	88.38	1.44	0.62
资产减值损失	24.48	22.34	1.47	0.00
公允价值变动收益	54.43	-18.76	-12.55	3.05
利润总额	85.08	50.23	20.28	5.09
EBIT 利润率	7.09	5.50	14.89	--
货币资金	279.25	316.77	268.23	248.61
存货	935.92	882.07	923.01	929.03
开发产品/存货	33.38	40.21	40.88	--
存货周转率	0.23	0.23	0.26	0.14*
固定资产	339.51	348.10	367.35	361.88
在建工程	90.76	123.62	321.26	356.64
投资性房地产	98.40	92.43	83.04	82.03
总资产	2,196.40	2,183.26	2,447.23	2,465.99

预收款项（含合同负债）	221.03	213.78	123.90	140.12
其他应付款	36.86	34.01	43.38	26.69
总债务	700.54	670.34	1,023.95	1,069.49
短期债务/总债务	7.32	11.42	17.75	15.55
实收资本	449.96	449.96	449.96	449.96
资本公积	431.76	421.69	421.69	421.69
未分配利润	47.05	71.56	68.17	71.68
少数股东权益	42.32	48.24	50.43	54.63
所有者权益	971.78	993.54	992.77	1,000.64
净负债率	44.45	37.12	77.68	83.58
经营活动净现金流	41.82	43.32	57.24	-16.49
销售商品、提供劳务收到的现金	368.40	286.30	302.45	50.95
投资活动净现金流	-15.08	56.56	-418.06	-28.70
筹资活动净现金流	106.57	-66.93	312.08	29.16
非受限货币资金/短期债务	5.23	3.94	1.39	1.40
EBITDA 利息保障倍数	1.83	1.54	2.68	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.90	2.34	3.39	5.25*

注：带“*”指标已经年化处理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 273.69 亿元，占当期末总资产的 11.18%，其中受限货币资金、存货、固定资产、在建工程分别 15.46 亿元、110.79 亿元、69.90 亿元和 33.73 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司及下属子公司无对合并范围外担保情况。截至审计报告批准出具日，公司亦无重大诉讼及仲裁事项。

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，2021~2024 年 4 月末，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。

假设与预测⁴

假设

——2024 年，中国绿发房地产业务销售金额较上年实现小幅回升。

——2024 年，中国绿发土地投资规模占销售金额的比重在 40%以内，新能源项目保持一定投资规模。

——2024 年，中国绿发房地产项目结算规模较上年有所减少。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
------	----------	----------	----------

⁴中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

净负债率(%)	37.12	77.68	78~85
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	2.34	3.39	3.00~3.40

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁵表现方面，公司注重可持续发展，治理结构较为健全，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**流动性评估方面**，因土地储备质量有限，且新增项目减少，公司房地产业务板块销售回款规模或将维持在低位水平，但该板块的经营投资支出规模控制在合理水平，仍能实现较好的经营现金流平衡；公司新能源板块未来投资支出规模虽较大，现金流回正周期亦较长，但公司各类融资渠道保持畅通，融资成本亦较优，未使用银行授信额度充足，公司可在项目建设期间内利用各项融资工具对资金投入缺口提供较好补充。整体上来看，公司未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，公司新能源及商业物业运营等业务均可作为公司的收入利润及现金流水平提供良好支撑，并可有效分散公司的经营风险。

外部支持

公司系国资委直管企业，股东背景多元，公司在项目投资建设及技术发展上得到股东的大力支持。

中国绿发是由中国诚通、国家电网、中国国新和济南文旅参股投资的国有中央企业，国务院国资委为公司实际控制人，公司由国务院国资委直接监管。公司股东国家电网以建设和运营电网为核心业务，是关系国民经济命脉和国家能源安全的特大型国有重点骨干企业，中国诚通和中国国新是国务院国资委下属的资本投资运营公司，在推动央企改革与转型、实现国有资本优化配置方面积累了丰富的经验。公司与国家电网在新能源产业发展方面亦合作广泛，在项目投资建设、技术发展方面展现巨大的业务协同优势。

跟踪债券信用分析

“22 绿发 01”募集资金 20.00 亿元，“23 绿发 01”募集资金 30.00 亿元，“23 绿发 02”募集资金 20.00 亿元，“23 绿发 03”募集资金 20.00 亿元，“24 绿发 01”募集资金 13.20 亿元，截至目前上述公司债券均已按照募集说明书上列明的用途使用。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司融资渠道保持通畅，融资成本持续优化，可对债券偿还及接续形成有力支撑。目前公司的公开债规模不大，且到期时间主要在 2026 年及以后，短期内公司到期债务压力较小，债务偿付风险可控。

表 5：截至 2024 年 4 月末，公司公开债到期分布情况（亿元）

合并口径	2024 年 5~12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	0.00	20.00	103.20
其中：跟踪债券	0.00	20.00	83.20

注：到期情况包括回售部分。

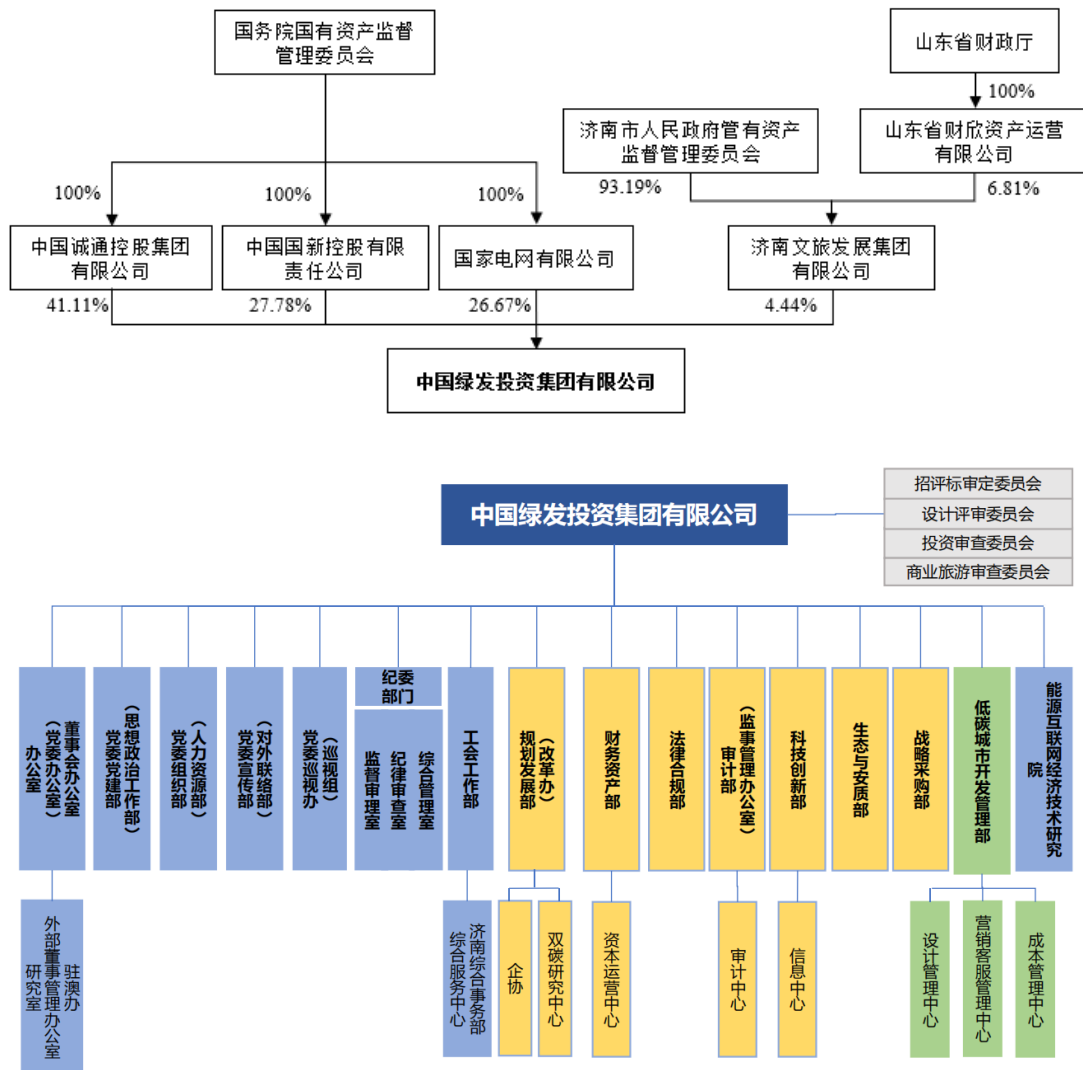
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

综上所述，中诚信国际维持中国绿发投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 绿发 01”、“23 绿发 01”、“23 绿发 02”、“23 绿发 03”、“24 绿发 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国绿发投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国绿发投资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：亿元）	2021	2022	2023	2024.1~3
货币资金	279.25	316.77	268.23	248.61
其他应收款	14.21	21.65	19.94	15.93
存货	935.92	882.07	923.01	929.03
长期投资	67.14	41.54	55.26	53.27
固定资产	339.51	348.10	367.35	361.88
投资性房地产	98.40	92.43	83.04	82.03
在建工程	90.76	123.62	321.26	356.64
无形资产	91.21	91.09	96.00	95.22
资产总计	2,196.40	2,183.26	2,447.23	2,465.99
预收款项	221.03	213.78	123.90	140.12
其他应付款	36.86	34.01	43.38	26.69
短期债务	51.31	76.52	181.71	166.32
长期债务	649.23	593.81	842.24	903.17
总债务	700.54	670.34	1,023.95	1,069.49
净债务	431.98	368.82	771.18	836.34
负债合计	1,224.62	1,189.72	1,454.46	1,465.35
所有者权益合计	971.78	993.54	992.77	1,000.64
利息支出	29.13	29.67	31.83	5.55
营业总收入	345.23	283.18	364.62	49.12
经营性业务利润	26.00	2.07	33.20	3.00
投资收益	21.44	88.38	1.44	0.62
净利润	53.89	32.00	5.94	3.94
EBIT	24.49	15.58	54.28	--
EBITDA	53.32	45.57	85.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金	368.40	286.30	302.45	50.95
经营活动产生的现金流量净额	41.82	43.32	57.24	-16.49
投资活动产生的现金流量净额	-15.08	56.56	-418.06	-28.70
筹资活动产生的现金流量净额	106.57	-66.93	312.08	29.16
财务指标	2021	2022	2023	2024.1~3
营业毛利率（%）	36.39	29.62	36.41	31.97
期间费用率（%）	19.51	24.01	18.98	30.61
EBITDA 利润率	15.44	16.09	23.37	--
EBIT 利润率（%）	7.09	5.50	14.89	--
净资产收益率（%）	5.55	3.26	0.60	--
存货周转率（X）	0.23	0.22	0.26	0.14*
资产负债率（%）	55.76	54.49	59.43	59.42
总资本化比率（%）	41.89	40.29	50.77	51.66
净负债率（%）	44.45	37.12	77.68	83.58
短期债务/总债务（%）	7.32	11.42	17.75	15.55
非受限货币资金/短期债务（X）	5.23	3.94	1.39	1.40
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.02	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.25	0.18	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.44	1.46	1.80	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.90	2.34	3.39	5.25*
总债务/EBITDA（X）	13.14	14.71	12.01	--
EBITDA/短期债务（X）	1.04	0.60	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.83	1.54	2.68	--

注：带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
净债务	总债务-非受限货币资金
资产负债率	负债总额/资产总额
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
净负债率	净债务/经调整的所有者权益
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
净利率	净利润/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn