



绿城房地产集团有限公司 公司债 2025 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[2025]跟踪 0372 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

2025 年 6 月 5 日

| 本次跟踪发行人及评级结果 | 绿城房地产集团有限公司 | AAA/稳定 |
|--|--|------------|
| 本次跟踪债项及评级结果 | “20 绿城 04”、“21 绿城 05”、“22 绿城 01”、“23 绿城 03” | 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，主要基于绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”或“公司”）作为绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）房地产开发运营的主要平台，得到绿城中国第一大股东中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）的有力支持，公司很强的品牌影响力及产品力优势，短期内供货仍集中在市场表现较好的主力销售城市等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到房地产行业风险，合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大、高效运营开发模式对投资运营能力提出更高要求、绿城中国董事会构成变动可能对公司经营产生的影响有待观察等因素可能对公司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，绿城房地产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 | <p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：股东背景及支持力度发生显著不利变化，土地储备激进带来杠杆水平大幅上升，盈利能力及现金流平衡能力大幅弱化。</p> | |
| 正 面 | | |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 作为绿城中国房地产开发运营的主要平台，在经营管理融资等方面得到中交集团的有力支持 ■ 很强的品牌影响力及产品力优势 ■ 短期内供货仍集中在市场表现较好的主力销售城市 | | |
| 关 注 | | |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 房地产行业供求关系发生重大变化，部分区域存量项目存在一定去化压力 ■ 合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大，合作项目及关联方经营情况或对其信用状况产生影响 ■ 高效运营开发模式对投资运营能力提出更高要求 ■ 绿城中国董事会构成变动可能对公司经营产生的影响有待观察 | | |

项目负责人：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

项目组成员：黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

● 财务概况

| 绿城集团（合并口径） | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.1~3/2025.3 |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 5,344.32 | 5,368.51 | 4,852.01 | 4,952.56 |
| 所有者权益合计（亿元） | 1,116.28 | 1,163.90 | 1,170.66 | 1,117.02 |
| 负债合计（亿元） | 4,228.03 | 4,204.61 | 3,681.35 | 3,835.55 |
| 总债务（亿元） | 1,182.84 | 1,213.94 | 1,137.45 | 1,156.74 |
| 营业总收入（亿元） | 1,197.30 | 1,309.88 | 1,752.90 | 72.51 |
| 净利润（亿元） | 97.60 | 77.98 | 55.05 | 5.53 |
| EBITDA（亿元） | 154.33 | 118.23 | 98.85 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 164.14 | 225.79 | 281.86 | -60.63 |
| 营业毛利率（%） | 18.52 | 12.16 | 12.48 | 19.82 |
| 净负债率（%） | 49.39 | 46.96 | 40.12 | 55.80 |
| EBIT 利润率（%） | 12.17 | 8.30 | 11.51 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.23 | 1.86 | 1.78 | -- |

注：1、中诚信国际根据公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据为 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2024 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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际将“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务，“租赁负债”调整至长期债务，“永续债”调整至长期债务。

● 同行业比较（2024 年数据）

| 部分房地产开发企业主要指标对比表 | | | | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|-------------|-------------|----------------------|
| 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） | 营业收入（亿元） | EBIT 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） |
| 金茂投资 | 982.55 | 3,634.42 | 52.73 | 2.53 | 530.83 | 6.53 | 0.30 | 1.39 |
| 绿城集团 | 1,710.74 | 4,852.01 | 40.12 | 2.91 | 1,752.90 | 5.05 | 0.56 | 0.78 |

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，绿城集团资产规模、销售业绩及存货周转率均处于很高水平，偿债能力和财务杠杆水平表现较好；EBIT 利润率低于对比企业，整体盈利能力处于行业内一般水平。

注：“金茂投资”为“上海金茂投资管理集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

● 本次跟踪情况

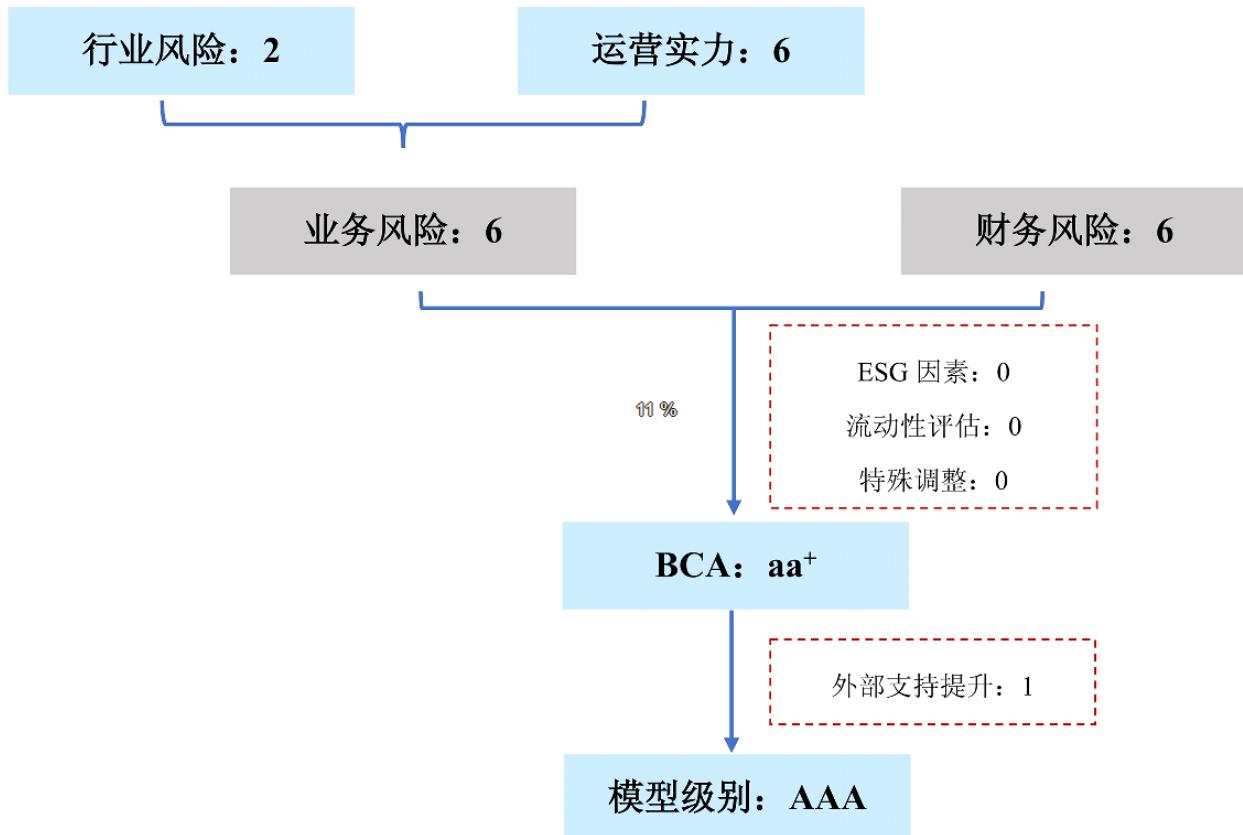
| 债项简称 | 本次债项评级结果 | 上次债项评级结果 | 上次评级有效期 | 发行金额/债项余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|----------|----------|------------------|---------------|---------------------|-----------------------|
| 20 绿城 04 | AAA | AAA | 2024/6/6 至本报告出具日 | 5/5 | 2020/3/31~2027/3/31 | 发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权 |
| 21 绿城 05 | AAA | AAA | 2024/6/6 至本报告出具日 | 10/10 | 2021/8/19~2026/8/19 | 发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权 |
| 22 绿城 01 | AAA | AAA | 2024/6/6 至本报告出具日 | 10/10 | 2022/2/21~2027/2/21 | 发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权 |
| 23 绿城 03 | AAA | AAA | 2024/6/6 至本报告出具日 | 15/15 | 2023/7/13~2026/7/13 | -- |

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据。

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期 |
|------|--------|--------|-------------------|
| 绿城集团 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/7/26 至本报告出具日 |

● 评级模型

绿城房地产集团有限公司评级模型打分(C200100_2024_06_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司第一大股东中交集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，实力雄厚，公司在融资安排及经营管理等方面获得中交集团较大力度支持，跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际房地产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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步推进的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，绿城集团具有很强的品牌知名度及产品打造能力，规模优势显著，整体经营稳健度较高，且短期内供货仍集中在市场表现较好的主力销售城市，但公司高效运营开发模式对其投资运营能力提出更高要求；跟踪期内，受市场下行影响，公司销售规模有所下滑，但得益于深耕区域市场韧性较好，其业绩表现仍好于行业平均水平，市场地位稳步提升。

跟踪期内，公司董事长及股东董事会构成有所变更，对公司经营产生的影响有待观察；战略层面仍以房地产开发业务为主业，继续坚持“核心城市，核心地块”的投资战略，不断提升品牌形象及产品打造能力。

截至 2025 年 3 月末，公司注册资本为 100 亿元，中交集团、九龙仓集团有限公司和宋卫平分别持有绿城中国 28.89%、22.90% 和 7.36% 的股份，绿城中国通过子公司才智控股间接持有公司 100% 的股份。2025 年 3 月 27 日，公司控股股东绿城中国公告张亚东因工作安排辞任绿城中国执行董事及董事会主席，周长江因工作安排辞任绿城中国执行董事以及薪酬委员会及提名委员会成员，周长江将继续担任绿城中国执行总裁，同时，绿城中国董事会决议，自 2025 年 3 月 26 日起，刘成云获委任为绿城中国董事会主席、非执行董事以及薪酬委员会及提名委员会成员。2025 年 4 月 3 日，公司公告张亚东卸任公司法定代表人、董事长等职务，并由郭佳峰接任董事长及法定代表人。

人职务。中诚信国际认为，本次绿城中国董事会变动后，执行董事由 6 名减少为 4 名¹，其中与中交集团相关的董事占 3 名，新任董事会主席刘成云现任中交集团党委常委、副总经理，或将强化大股东中交集团对于绿城中国及公司的影响力，上述绿城中国董事会构成变动可能对公司经营产生的影响有待观察。跟踪期内，公司仍以房地产开发业务为主业，继续坚持“核心城市，核心地块”的投资战略，实现产品多元化，专注塑造“绿城”品牌，增加品牌的影响力，在当前改善型产品需求增加的背景下，其优质品牌形象和产品力优势愈发凸显。

跟踪期内公司销售业绩有所下滑，但得益于深耕区域市场韧性较好，同时部分新拿地项目于当年开盘，其业绩表现仍好于行业平均水平，市场地位持续提升，同时公司融资渠道畅通，可为业务发展提供较好支撑，但公司高效运营开发模式对其投资拿地的能力提出更高要求，且部分区域的项目去化情况仍值得关注。

跟踪期内，由于拿地面积减少，公司项目开发节奏总体有所放缓，新开工面积及竣工面积均有所减少。公司销售业绩受市场环境影响有所下滑，但得益于深耕区域市场韧性较好，同时部分新拿地项目于当年开盘，其业绩表现好于行业平均水平，根据克而瑞销售排行榜，2024 年绿城中国自投项目全口径签约销售金额排名进一步上升至第六位。公司坚持“做一成一”，强化投资兑现度，2024 年公司拿地力度有所放缓，但投资仍聚焦核心战略城市，新增土储主要分布于杭州、西安、上海、宁波、北京等核心战略城市，新增土地储备建筑面积中一二线城市占比达 89.71%，较上年进一步提升，土地投资策略较稳健；2025 年 1~3 月，公司投资力度同比显著提升，拿地项目主要位于杭州、苏州、上海和宁波等一二线城市。截至 2025 年 3 月末，公司项目储备²全口径总建筑面积为 2,733.47 万平方米，项目储备全口径总可售面积³为 1,820.31 万平方米，权益口径总可售面积为 1,177.84 万平方米⁴，总可售面积超六成位于一二线城市⁵，且短期内供货仍集中在市场表现较好的主力销售城市。中诚信国际认为，公司在市场下行背景下保持“一年两熟⁶”的高效运营开发模式，对其投资运营能力提出更高要求，此外，公司布局的天津、沈阳及南通、盐城等三、四线城市项目销售进度偏慢，未来去化情况有待关注。

融资渠道方面，公司以银行借款及债券融资为主，其中 2025 年 3 月末债券融资占比为 19.70%。2024 年绿城中国加权平均融资成本为 3.9%，较去年同期下降 40 个基点。中诚信国际认为，虽然公司销售业绩下滑对其流动性来源产生一定不利影响，但得益于中交集团的授信支持以及和银行机构良好的关系，融资渠道较为畅通。

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

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.1~3 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 新开工面积 | 828.18 | 516.22 | 442.36 | 132.40 |
| 竣工面积 | 1,241.14 | 1,732.27 | 1,192.66 | 145.06 |
| 销售面积（全口径） | 786.11 | 673.41 | 589.18 | 106.52 |
| 销售金额（全口径） | 2,118.57 | 1,907.02 | 1,710.74 | 362.06 |

¹ 本次绿城中国董事会变动前，执行董事包括张亚东、郭佳峰、周长江、耿志强、李骏和洪蕾共 6 名；董事会变动后，张亚东、周长江辞任执行董事，执行董事包括郭佳峰、耿志强、李骏和洪蕾共 4 名。

² 项目储备总建筑面积口径为总规划建筑面积+已竣工备案面积，含地上地下。

³ 项目储备总可售面积口径为项目储备总建筑面积中总可售部分，不含地下车位。

⁴ 截至 2024 年末，公司项目储备权益口径总可售面积为 1,134.61 万平方米。

⁵ 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；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

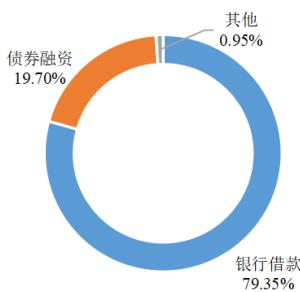
⁶ 即同一笔资金在 12 个月之内滚动两次，需要合理地加快开工、开盘及资金回笼，促进再投资。

| | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 新拓展项目数量 | 27 | 38 | 42 | 20 |
| 新增土地储备金额（全口径） | 596.05 | 792.76 | 601.21 | 326.54 |
| 新增土储平均楼面地价（全口径） | 14,620 | 14,231 | 14,383 | 16,442 |

注：上表中销售面积不含车位，销售金额包含车位。

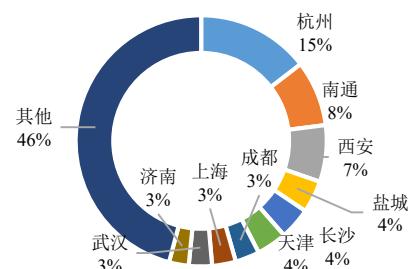
资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2025 年 3 月末公司总债务构成（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2025 年 3 末公司全口径项目储备分布（总建筑面积）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，绿城集团营业收入持续增长，营业毛利率企稳回升，但资产/信用减值损失对利润造成较大侵蚀，整体盈利表现承压；合作项目较多使得关联方往来款项和少数股东权益保持较大规模，财务杠杆较为可控；此外，公司盈利获现对债务本息保障程度一般，但非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

盈利能力

2024 年得益于结转规模提升，加之毛利较高的上海前滩百合园及西安全运村项目结转带来销售毛利率企稳回升，同时公司保持了较好的期间费用把控能力，经营性业务利润同比大幅增加；受市场下行的影响，部分合联营项目确认经营亏损导致投资收益录得负值；年内对位于武汉、盐城、泰州、福州等地的项目计提了 36.54 亿元存货跌价准备，同时对部分合作项目的应收往来款计提减值 11.61 亿元，导致盈利表现小幅弱化。2025 年一季度，公司营业收入同比微降，杭州及海南区域高毛利项目的结转推动营业毛利率同比提升。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

| 项目 | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025.1~3 | |
|-------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 商品房销售 | 1,117.69 | 18.23 | 1,235.31 | 11.68 | 1,670.75 | 12.19 | 61.92 | 20.29 |
| 建造合同 | 42.76 | 4.56 | 45.07 | 5.16 | 46.75 | 4.74 | 3.42 | 5.65 |
| 商品销售 | 4.27 | 6.65 | 2.39 | 2.45 | 2.51 | 6.71 | 0.86 | 1.27 |
| 其他 | 22.47 | 32.91 | 23.69 | 40.68 | 32.89 | 38.25 | 6.30 | 25.52 |
| 合计 | 1,187.19 | 17.97 | 1,306.45 | 11.96 | 1,752.90 | 12.48 | 72.51 | 19.82 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

2024 年，公司项目结转规模较大，同时拿地力度减弱，并对部分项目计提减值拨备，年末存货账面价值有所下降，存货周转速度加快，开发产品比重有所上升，部分位于低能级城市项目的去化情况仍值得关注，截至 2024 年末公司计提存货跌价准备余额 47.83 亿元，占同期末存货账面余额的 1.96%；由于拿地支出减少，年末货币资金余额小幅增加；随着公司加大合作项目股本投入且尚未大规模结算，其他应收款保持增长，对公司的资金统筹能力提出更高要求，受行业下行影

响，其他应收款 2024 年计提了 11.61 亿元坏账准备，主要系对应收合联营公司往来款计提的减值，年末坏账准备余额达 37.76 亿元，占期末其他应收款余额的 4.33%；由于公司拿地权益比提升及部分合联营项目并表转出，年末长期股权投资略有下降。2025 年一季度，公司保持适度土地投资强度，期末存货规模有所回升，同时销售回款减少使得期末货币资金有所减少。负债方面，2025 年 3 月末公司预收款项为上年营业收入的 0.93 倍，对未来收入结转保障程度减弱；由于合作项目暂借款减少，年末公司其他应付款规模有所下降；随着新项目陆续进入开发状态，公司应付工程款和材料款保持较大规模。2024 年，随着到期债务的偿还，公司债务规模有所下降，短期债务占比降低；2025 年 3 月末，由于房地产项目开发贷款增加，总债务规模小幅提升，短期债务占比进一步下降，期限结构保持良好。杠杆方面，2025 年 3 月末，由于当年一季度拿地支出较多及销售回款减少，净负债率较期初有所提高，但整体财务杠杆较为可控。

现金流及偿债情况

2024 年，得益于并表销售回款增加，销售商品、提供劳务收到的现金增加，对总债务的覆盖情况较好，同时随着公司拿地力度的放缓，拿地支出减少，经营活动现金净流入额逐年增加；公司非并表合作项目获取量减少，投资活动净现金净流出额有所缩窄；年内公司债务的净偿还额较大，筹资活动净现金转为大幅净流出状态。2025 年一季度，由于并表销售回款减少，经营活动现金转为净流出状态。2024 年，公司债务规模有所下降，但盈利规模减少使得 EBITDA 对债务本息的覆盖程度一般。截至 2025 年 3 月末，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1-3 |
|--------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 期间费用率 | 5.48 | 4.57 | 3.51 | 11.11 |
| 经营性业务利润 | 128.81 | 79.84 | 130.12 | 4.91 |
| 投资收益 | 15.60 | 32.69 | -2.28 | -1.02 |
| 资产减值损失 | 15.95 | 14.79 | 39.49 | -0.08 |
| 信用减值损失 | 2.28 | 1.93 | 12.29 | 0.11 |
| 公允价值变动收益 | -- | -- | 3.62 | -- |
| 利润总额 | 126.33 | 96.07 | 79.29 | 4.06 |
| EBIT 利润率 | 12.17 | 8.22 | 5.05 | -- |
| 货币资金 | 678.11 | 701.43 | 704.88 | 585.06 |
| 其他应收款 | 763.77 | 798.19 | 872.04 | 910.79 |
| 存货 | 3,019.41 | 3,001.00 | 2,438.16 | 2,589.02 |
| 开发产品/存货 | 7.72 | 11.14 | 16.69 | -- |
| 存货周转率 | 0.32 | 0.38 | 0.56 | -- |
| 长期股权投资 | 402.27 | 371.84 | 334.13 | 359.43 |
| 总资产 | 5,344.32 | 5,371.22 | 4,852.01 | 4,952.56 |
| 其他应付款 | 539.87 | 406.96 | 367.90 | 392.68 |
| 预收款项（含合同负债） | 1,758.55 | 1,825.82 | 1,461.30 | 1,636.05 |
| 总债务 | 1,182.84 | 1,213.94 | 1,137.45 | 1,156.74 |
| 短期债务/总债务 | 18.66 | 22.95 | 20.18 | 14.94 |
| 实收资本 | 84.03 | 84.03 | 92.05 | 92.05 |
| 资本公积 | 6.54 | 1.30 | 0.00 | 0.00 |
| 未分配利润 | 292.93 | 319.65 | 305.25 | 292.55 |
| 少数股东权益 | 703.51 | 760.88 | 767.25 | 728.65 |
| 所有者权益 | 1,116.28 | 1,168.88 | 1,170.66 | 1,117.02 |
| 净负债率 | 49.39 | 46.76 | 40.12 | 55.80 |
| 经营活动净现金流 | 164.14 | 225.57 | 281.86 | -60.63 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 1,316.41 | 1,445.67 | 1,456.61 | 286.67 |
| 投资活动净现金流 | -216.38 | -200.89 | -40.40 | -54.38 |
| 筹资活动净现金流 | 39.40 | 3.88 | -241.33 | -19.20 |
| 非受限货币资金/短期债务 | 2.89 | 2.40 | 2.91 | 3.09 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.23 | 1.84 | 1.78 | -- |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 | 0.90 | 0.84 | 0.78 | -- |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,285.74 亿元，其中受限的存货、货币资金、固定资产和投资性房地产分别为 1,157.62 亿元、51.56 亿元、37.26 亿元和 32.07 亿元，受限资产合计占期末总资产的 25.96%。或有负债方面，截至 2025 年 3 月末，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司对外担保的信用风险敞口为 119.70 亿元，均为对关联方提供的担保，占所有者权益的比重为 10.72%，存在一定或有负债风险。截至 2025 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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，截至 2025 年 5 月 6 日，公司本部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⁷

假设

- 2025 年，绿城集团全年销售规模较上年小幅减少。
- 2025 年，绿城集团全年拿地支出基本持平。
- 2025 年，绿城集团收入规模有一定减少，全年毛利率接近上年水平。

预测

表 4：预测情况表

| 重要指标 | 2023 年实际 | 2024 年实际 | 2025 年预测 |
|----------------------|----------|----------|-----------|
| 净负债率(%) | 46.76 | 40.12 | 41.8~51.1 |
| 总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X) | 0.84 | 0.78 | 0.69~0.85 |

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁸表现方面，绿城集团坚持绿色健康的发展理念，多个项目完成绿色建筑认证，积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，绿城集团销售回款情况较好，同时作为绿城中国旗下房地产业务板块的境内主要运营主体，可在工商银行、建设银行、中国银行、农业银行等银行与绿城中国共享其第一大股东中交集团银行授信等金融资源支持，未使用授信额度充足。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，其中公开市场债务接续易受外部环境的影响，2022 年 11 月以来，公司通过关联方持续在二级市场购买其发行的债务融资工具、公司债券及资产支持证券⁹，考虑到公司当前与银行机构关系维系良好，因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出；预计

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁸ 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。

⁹ 2022 年 11 月，公司公告将通过关联方在二级市场购买本公司发行的公司债券及资产支持证券，首期规模 5~20 亿元，截至 2024 年 5 月 22 日，已累计购买约 9.49 亿元；2022 年 11 月，公司公告将通过关联方在二级市场购买本公司在银行间市场发行的债券，首期规模 5~20 亿元，截至 2025 年 5 月 27 日，已累计购买约 20.88 亿元。

2025 年公司土地投资力度保持 2024 年的水平，工程建设支出主要依靠销售回款和开发贷款。综上，公司未来一年流动性来源能够对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围，公司及绿城中国可在银行授信、经营管理等方面得到中交集团的有力支持。

截至 2025 年 3 月末，中交集团持有绿城中国 28.89% 的股权，系绿城中国最大股东。中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围进行财务管理及日常运营的把控。绿城中国及公司可在融资安排及资源整合方面获得中交集团较大力度支持。受益于中交集团的资信支持，绿城集团融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平。

跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“20 绿城 04”、“21 绿城 05”、“22 绿城 01”、“23 绿城 03”募集资金使用与约定的募集资金使用用途一致。

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。截至 2025 年 5 月末，2025 年内“22 绿城地产 MTN005”和“22 绿城地产 MTN006”将到期，合计到期金额为 35 亿元，目前公司销售回款状况良好，加之公司已通过关联方购买部分年内到期的债券，同时得益于中交集团的资信支持，公司融资渠道较为畅通，对债券偿还形成有力支撑。

表 5：截至 2025 年 5 月末，公司信用债到期（含到回售期）分布情况（亿元）

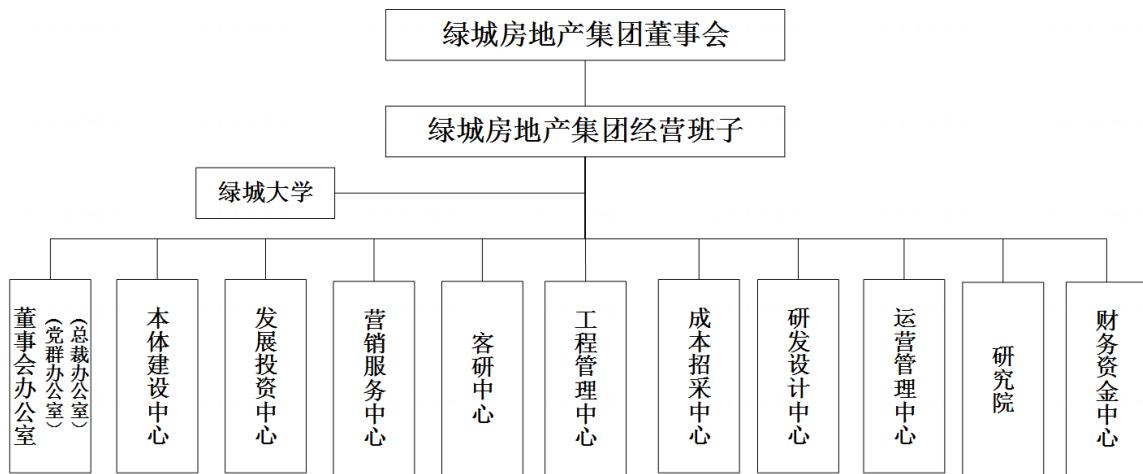
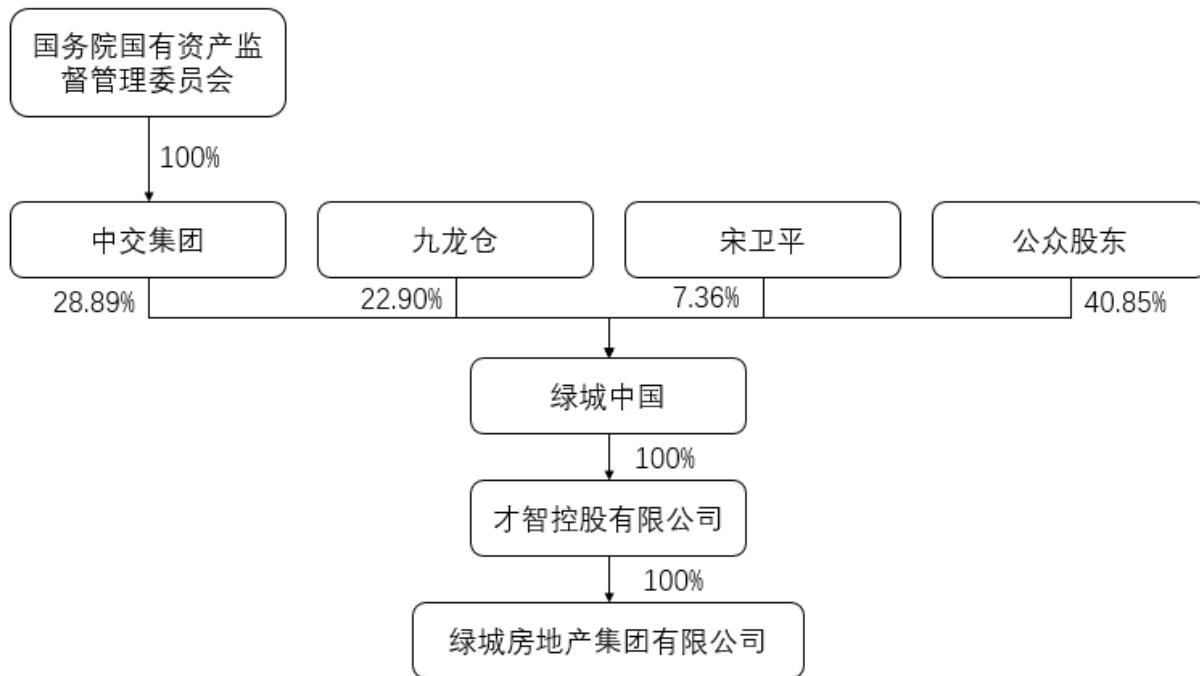
| 合并口径 | 2025 年 6~12 月 | 2026 年 | 2027 年及以后 |
|---------|---------------|--------|-----------|
| 信用债 | 35.00 | 98.00 | 95.00 |
| 其中：跟踪债券 | 0.00 | 25.00 | 15.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 绿城 04”、“21 绿城 05”、“22 绿城 01”、“23 绿城 03”的信用等级为 **AAA**。

附一：绿城房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：绿城房地产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) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1~3 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金 | 6,781,099.14 | 7,014,271.72 | 7,048,814.49 | 5,850,617.03 |
| 其他应收款 | 7,637,734.71 | 7,981,948.57 | 8,720,359.42 | 9,107,877.66 |
| 存货 | 30,194,051.12 | 30,009,953.63 | 24,381,594.86 | 25,890,162.86 |
| 长期投资 | 4,105,948.34 | 3,784,614.60 | 3,387,867.21 | 3,629,868.73 |
| 固定资产 | 564,980.99 | 665,155.64 | 648,317.36 | 645,596.14 |
| 在建工程 | 81,551.05 | 13,807.40 | 24,034.07 | 27,558.29 |
| 无形资产 | 63,083.29 | 92,813.78 | 100,461.27 | 99,163.07 |
| 投资性房地产 | 739,090.68 | 793,042.12 | 793,377.13 | 799,631.43 |
| 资产总计 | 53,443,161.73 | 53,712,178.46 | 48,520,104.37 | 49,525,647.05 |
| 预收款项 | 17,585,461.25 | 18,258,157.38 | 14,612,974.20 | 16,360,540.64 |
| 其他应付款 | 5,398,656.33 | 4,069,556.81 | 3,678,957.63 | 3,926,826.55 |
| 短期债务 | 2,206,692.46 | 2,785,975.30 | 2,294,894.86 | 1,728,225.51 |
| 长期债务 | 9,621,746.71 | 9,353,379.70 | 9,079,557.88 | 9,839,214.13 |
| 总债务 | 11,828,439.17 | 12,139,355.00 | 11,374,452.73 | 11,567,439.64 |
| 净债务 | 5,440,143.01 | 5,465,290.21 | 4,697,268.75 | 6,232,443.32 |
| 负债合计 | 42,280,347.98 | 42,023,396.23 | 36,813,512.05 | 38,355,484.18 |
| 所有者权益合计 | 11,162,813.75 | 11,688,782.24 | 11,706,592.32 | 11,170,162.87 |
| 利息支出 | 691,891.50 | 637,043.58 | 555,551.19 | -- |
| 营业总收入 | 11,973,031.10 | 13,100,251.36 | 17,529,002.63 | 725,080.32 |
| 经营性业务利润 | 1,288,070.68 | 798,368.32 | 1,301,217.56 | 49,076.05 |
| 投资收益 | 155,964.51 | 326,858.96 | -22,825.53 | -10,158.85 |
| 净利润 | 976,019.92 | 777,844.48 | 550,517.47 | 55,346.15 |
| EBIT | 1,456,796.18 | 1,076,973.12 | 885,863.50 | -- |
| EBITDA | 1,543,340.07 | 1,171,723.73 | 988,495.32 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 13,164,123.85 | 14,456,680.28 | 14,566,126.42 | 2,866,669.35 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1,641,379.66 | 2,255,736.70 | 2,818,575.68 | -606,310.99 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2,163,836.20 | -2,008,875.15 | -404,001.54 | -543,849.33 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 394,026.16 | 38,810.76 | -2,413,272.38 | -192,025.35 |
| 财务指标 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1~3 |
| 营业毛利率 (%) | 18.52 | 12.15 | 12.48 | 19.82 |
| 期间费用率 (%) | 5.48 | 4.57 | 3.51 | 11.11 |
| EBITDA 利润率 (%) | 12.89 | 8.94 | 5.64 | -- |
| EBIT 利润率 (%) | 12.17 | 8.22 | 5.05 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 9.13 | 6.81 | 4.71 | -- |
| 存货周转率 (X) | 0.32 | 0.38 | 0.56 | -- |
| 资产负债率 (%) | 79.11 | 78.24 | 75.87 | 77.45 |
| 总资本化比率 (%) | 51.78 | 50.95 | 49.28 | 50.87 |
| 净负债率 (%) | 49.39 | 46.76 | 40.12 | 55.80 |
| 短期债务/总债务 (%) | 18.66 | 22.95 | 20.18 | 14.94 |
| 非受限货币资金/短期债务 (X) | 2.89 | 2.40 | 2.91 | 3.09 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X) | 0.08 | 0.13 | 0.20 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X) | 0.43 | 0.58 | 0.99 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X) | 2.37 | 3.54 | 5.07 | -- |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (X) | 0.90 | 0.84 | 0.78 | -- |
| 总债务/EBITDA (X) | 7.66 | 10.36 | 11.51 | -- |
| EBITDA/短期债务 (X) | 0.70 | 0.42 | 0.43 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 2.23 | 1.84 | 1.78 | -- |

注：1、2025 年一季度财务报告未经审计；2、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用。

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 | |
| 资本结构 | 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 |
| 经营效率 | 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 |
| 盈利能力 | 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | 营业收入-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 |
| 现金流 | 净利润率 | 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 |
| 偿债能力 | 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，影响报表使用者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）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address:Building5, GalaxySOHO, No.2NanzhuganLane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

PostalCode: 100010

Tel:+86（10）66428877

Fax:+86（10）66426100

Web:www.ccxi.com.cn