

# 跟踪评级公告

联合评字[2016]482号

绿地控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**绿地控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**绿地控股集团有限公司发行的“15 绿地 01”、“15 绿地 02”、“16 绿地 01”、“16 绿地 02” 债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 又 月 八 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 绿地控股集团有限公司

## 公司债券 2016 年跟踪评级报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 绿地 01	20 亿元	5	AAA	AA+	2015 年 9 月 18 日
15 绿地 02	80 亿元	5	AAA	AA+	2015 年 9 月 18 日
16 绿地 01	90 亿元	5	AAA	AA+	2016 年 1 月 8 日
16 绿地 02	10 亿元	5	AAA	AA+	2016 年 1 月 8 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 8 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	5,089.59	6,004.36	6,399.29
所有者权益 (亿元)	612.31	673.33	690.82
长期债务 (亿元)	1,235.41	1,738.87	2,048.52
全部债务 (亿元)	1,919.45	2,406.27	2,731.66
营业收入 (亿元)	2,619.55	2,075.34	489.25
净利润 (亿元)	54.01	73.85	24.06
EBITDA (亿元)	131.70	146.51	31.86
经营性净现金流 (亿元)	-529.84	-242.39	-289.73
营业利润率 (%)	8.52	9.54	10.45
净资产收益率 (%)	10.48	11.49	--
资产负债率 (%)	87.97	88.79	89.20
全部债务资本化比率 (%)	75.81	78.14	79.82
流动比率 (倍)	1.43	1.52	1.60
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.21	1.02	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.66	0.73	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2016 年一季报财务数据未经审计, 相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

2015 年, 绿地控股集团有限公司 (以下简称“公司”或“绿地集团”) 受毛利率较低的能源板块收入规模大幅减少, 以及商品销售、汽车及金融业务收入及毛利率增长影响, 公司主营业务毛利率水平有所提升; 在巩固房地产开发核心主导业务的同时, 公司还积极发展“大基建、大金融、大消费”等板块, 以多元化经营适度分散经营风险。联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 同时也关注到公司房地产开发收入下滑、营业收入大幅减少、经营现金流持续大规模净流出、债务规模大幅增长、债务负担重、未来资本支出压力较大以及公司利润水平受权益类投资公允价值变动收益和投资收益影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售, 公司可售面积有望获得增长, 公司整体经营状况有望保持良好。

跟踪期内, 公司通过子公司上海绿地商业 (集团) 有限公司参股的上海云峰 (集团) 有限公司发生多起私募债违约, 对公司产生一定负面影响。

综上, 联合评级将公司主体长期信用等级由“AAA”调降为“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时将“15 绿地 01”、“15 绿地 02”、“16 绿地 01”和“16 绿地 02”的债项信用等级调降为“AA+”。

### 优势

1. 公司是国内房地产行业龙头企业之一, 在土地储备、开发及销售规模方面居于国内领先地位。跟踪期内, 公司房地产业务规模继续保持着较强的市场竞争力。

2. 公司业务多元化, 2015 年, 公司建筑、汽车及金融业务板块收入及毛利率均较

上年增加，在一定程度上提升了公司的抗风险能力。

3. 2015年8月，公司股东绿地控股集团股份有限公司在上海证券交易所上市，其直接融资渠道得到拓宽；公司通过控股绿地香港和润东汽车成功登陆香港资本市场，搭建海外融资平台，加速融入国际市场。

#### 关注

1. 公司能源板块业务大幅收缩，房地产开发收入下滑，营业收入大幅减少。公司利润总额受公允价值变动收益和投资收益影响较大。

2. 公司资产中存货规模大，存货主要以房地产开发项目和土地储备为主，且目前在售/在建项目规模大，存在一定的去化压力；公司资产中受限资产规模较大，资产流动性偏弱。

3. 公司经营现金流持续大规模净流出，同时，在建项目规模较大，未来资金支出的压力较大。

4. 公司长期债务规模增加，有息债务规模进一步扩大，债务负担加重。

5. 跟踪期内，公司通过子公司上海绿地商业（集团）有限公司参股的上海云峰（集团）有限公司发生多起私募债违约，对公司产生一定负面影响。

#### 分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

绿地控股集团有限公司（以下简称“公司”或“绿地集团”）原名“上海绿地（集团）有限公司”，前身为“上海市绿地开发总公司”，系1992年7月由上海市农口住宅建设办公室、上海市居住区综合开发中心、上海市农业投资总公司等共同出资组建，初始注册资本为2,000.00万元。后经多次增资、引资和股权转让，公司实收资本于2014年底增加至129.49亿元。

2015年6月，经中国证券监督管理委员会审核，上海金丰投资股份有限公司（以下简称“金丰投资”）重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易之重大资产重组事项获得有条件通过。金丰投资通过资产置换及发行股份的方式购买公司原股东持有的公司全部股权，公司类型变更为一人有限责任公司（法人独资），金丰投资为公司唯一股东。2015年8月12日，金丰投资召开临时股东大会审议决定将名称变更为“绿地控股股份有限公司”，证券简称于2015年8月18日变更为“绿地控股”。2016年2月19日，绿地控股股份有限公司2016年第一次临时股东大会决定将名称变更为“绿地控股集团股份有限公司”（以下简称“绿地股份”），并于2016年3月18日完成相关工商变更登记手续。截至2016年3月底，公司实收资本129.49亿元，绿地股份持有公司100%的股权，为公司控股股东；绿地股份各股东持股比例较为接近、且均不超过30%，未能单独对公司形成控制关系，因而公司无实际控制人。

表1 截至2015年底公司控股股东绿地股份股权结构图

名称	持股数	持股比例
上海格林兰投资企业（有限合伙）	3,515,804,109	28.89%
上海城投（集团）有限公司	2,500,837,581	20.55%
上海地产（集团）有限公司	2,214,352,319	18.20%
深圳市平安创新资本投资有限公司	1,206,037,043	9.91%
上海中星（集团）有限公司	927,812,451	7.62%
上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业（有限合伙）	517,205,241	4.25%
宁波汇盛聚智投资合伙企业（有限合伙）	465,112,627	3.82%
上海市天宸股份有限公司	278,343,754	2.29%
珠海普罗股权投资基金（有限合伙）	122,071,374	1.00%
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	116,278,156	0.96%
其他社会公众股东	304,299,730	2.51%
总股本	12,168,154,385	100.00%

资料来源：公司提供

公司经营范围：实业投资，绿化，仓储，房地产，出租汽车，日用百货，纺织品，物业管理，化工产品（除危险品），建材，五金交电，建筑施工。

跟踪期内，公司组织结构未发生变化。截至2015年底，公司纳入合并范围的一级子公司共128家。

截至2015年底，公司合并资产总额6,004.36亿元，负债合计5,331.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）673.33亿元，其中归属于母公司所有者权益485.76亿。2015年，公司实现合并营业总收入2,075.34亿元，净利润（含少数股东损益）73.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为68.86亿元；经营活动产生的现金流量净额-242.39亿元，现金及现金等价物净增加额为87.38亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 6,399.29 亿元，负债合计 5,708.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）690.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 502.34 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 489.25 亿元，净利润（含少数股东损益）24.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 22.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-289.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-45.67 亿元。

公司注册地址：上海市江苏路 502 号 7 楼；法定代表人：张玉良。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2658 号文核准批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 200 亿元的公司债券，采用分期发行方式。公司 2015 年公司债券（第一期）基础发行规模 50 亿元，可超额配售不超过 50 亿元。公司 2015 年公司债券（第一期）分为两个品种，品种一（15 绿地 01，136089）为 5 年期固定利率债券；品种二（15 绿地 02，136090）为 5 年期固定利率债券，附第 3 年设发行人调整票面利率选择权和投资者回售权，具体情况见表 1。公司 2015 年公司债券（第一期）于 2015 年 12 月 11 日发行结束，2016 年 2 月 4 日在上海证券交易所发行上市。

公司 2016 年公司债券（第一期）基础发行规模 40 亿元，可超额配售不超过 60 亿元。公司 2016 年公司债券（第一期）分为两个品种，品种一（16 绿地 01，136176）为 5 年期固定利率债券，附第 3 年设发行人调整利率选择权和投资者回售选择权；品种二（16 绿地 02，136179）为 5 年期固定利率债券，具体情况见下表。公司 2016 年公司债券（第一期）于 2016 年 1 月 22 日发行结束，2016 年 3 月 3 日在上海证券交易所发行上市。

公司 2015 年公司债券（第一期）和公司 2016 年公司债券（第一期）起息日分别为 2015 年 12 月 10 日和 2016 年 1 月 21 日。截至本报告出具日，均未到第一个付息日。

表 2 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
15 绿地 01	136089	20	5	3.90
15 绿地 02	136090	80	5	3.80
16 绿地 01	136176	90	5	3.48
16 绿地 02	136179	10	5	3.80

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司 2015 年公司债券（第一期）募集资金 100 亿元和公司 2016 年公司债券（第一期）募集资金 100 亿元扣除发行费用后已全部用于归还公司借款及划入公司本部及下属子公司日常账户，用于补充营运资金。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

2015 年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015 年全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，同比增长 1.00%，增速较上年同期下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比为 60%以上，仍

居各类房产之首；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房 2015 年增速下滑最为明显。2015 年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

2015 年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015 年全国 100 个大中城市成交土地面积 4.68 亿平方米，比上年下降 18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015 年工业用地供求量仍具各类之首，占比均超 50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地供应量继续下滑约 3 个百分点。土地价格方面，由于 2014 年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求，提高市场活力，但在整体去库存的背景下，土地供应缩减，导致 2015 年土地溢价率大幅上涨，2015 年土地溢价率达 29.97%，为市场高点。其中工业用地平均溢价率 0.74%，较上年下降 0.82%；住宅类用地平均溢价率 21.59%，较上年上升 8.35 个百分点；商办类用地平均溢价率 5.93%，较上年下降 3.74 个百分点。

2015 年，一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

开发资金来源方面，2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%，增速较上年增加 2.7 个百分点。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

综上，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定，预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

从商品房市场供求情况看，2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.50%，增速较上年提高 14.10 个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达 16.20%，增速较上年提高 29.20 个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市 2015 年销售增幅最大，同比增长 15.30%，二三线城市增速均在 10.00% 以下。

从销售价格来看，2015 年 5 月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12 月，住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增速为 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总的来看，在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

2015 年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.05% 和 23.06%，分别较上年上升 0.13 和 0.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.41% 和 14.75%，分别较上年提升 0.90 和 1.01 个百分点。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

## 2. 行业政策

2015 年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015 年 3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地

施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业在可预见的未来仍将受政策的影响体现出较明显的行业波动。

### 3. 行业关注

#### (1) 商品房待售面积依然较高，去化压力明显

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

#### (2) 行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法<sup>1</sup>计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体负债率较高。

#### (3) 市场格局持续分化，中小型房企市场竞争压力进一步加大

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

#### (4) 房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续，市场对房企的战略创新及管控能力提升的要求日渐明显。

### 4. 行业发展

#### (1) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产行业的现金融化趋势日渐明显。

#### (2) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，

<sup>1</sup> Wind行业内标的公司：(成分股\*总负债)/(成分股\*总资产)。

这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

#### 四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事无变化；高级管理人员中总裁及执行副总裁无变化，副总裁人员由 5 个增为 6 个，其中樊华再不担任公司副总裁，陆新畬于 2016 年 3 月开始担任公司副总裁，陈志华于 2016 年 4 月开始担任公司副总裁。

公司副总裁陆新畬先生，1966 年生，EMBA。曾任职于上海市中级人民法院、上海金叶纺织印染公司、上海豪城房地产公司、上海笙宝投资公司。1995 年至 2012 年期间在绿地集团工作并曾任公司副总裁。

公司副总裁陈志华先生，1966 年生，硕士研究生学历。曾任同济大学助教，上海核工程设计研究院工程师，上海新长宁（集团）有限公司总经理助理、副总经理，绿地集团京津房地产业部总经理、绿地集团总裁助理，复地（集团）股份有限公司常务副总裁、总裁、副董事长，复星国际有限公司总裁高级助理。

目前公司主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司高级管理人员变化不大，管理运行情况正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

跟踪期内，公司继续坚持多元化的产业发展战略，经营范围和主营业务未发生变化。2015 年 10 月，公司与上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）解除股权托管关系，云峰集团不再纳入公司合并范围，导致公司能源产业收入大幅收缩，同时公司房地产开发收入也因结转面积的下降而低于上年，受此影响，公司全年实现营业总收入 2,075.34 亿元，较上年减少 20.78%；主营业务收入 2,053.65 亿元，较上年减少 21.03%。公司实现净利润 73.85 亿元，较上年增加 36.74%，主要系 2015 年公司增加了权益类金融资产的投资以及对部分持有存量商业资产的公司股权进行了处置，导致公允价值变动收益和投资收益大幅增加所致。

2015 年，房地产开发、能源及相关产业、商品销售、房地产延伸产业和汽车销售仍是公司主营业务收入的主要来源。从主营业务构成来看，2015 年，房地产开发、能源及相关产业、商品销售和房地产延伸产业分别占主营业务收入（各板块间抵消后）的 48.49%、16.39%、16.64% 和 22.59%，其中房地产开发、商品销售和房地产延伸产业占比分别较上年上升了 5.36 个、5.10 个和 11.53 个百分点；能源及相关产业占比则较上年大幅下降 22.91 个百分点，各板块占比变化主要是系能源板块的大幅收缩导致主营业务收入降幅较大所致。同期，汽车及相关产业收入占比较上年提升 3.50 个百分点至 6.22%，主要系 2015 年公司收购了中国绿地润东汽车集团有限公司（以下简称“润东集团”）所致，汽车及相关产业已成为公司主营业务的第四大板块。2015

年，公司金融及相关产业的收入占比较上年提升 0.14 个百分点至 0.22%，主要是公司的顾问费收入大幅增加所致。

表3 2014~2015年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014			2015		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产及相关产业	1,121.77	43.13	24.80	995.77	48.49	24.27
建筑及相关产业	250.19	9.62	5.92	426.63	20.77	6.18
商品销售及相关产业	300.18	11.54	0.27	341.70	16.64	0.37
能源及相关产业	1,022.07	39.30	1.12	336.50	16.39	1.51
汽车及相关产业	70.63	2.72	4.29	127.78	6.22	6.37
绿化及相关产业	11.67	0.45	12.23	10.01	0.49	15.15
物业及相关产业	5.57	0.21	42.87	6.28	0.31	33.68
酒店及相关产业	14.84	0.57	74.02	15.58	0.76	80.31
金融及相关产业	2.08	0.08	82.99	4.57	0.22	99.99
租赁收入	5.37	0.21	21.42	5.50	0.27	-6.77
其他业务	9.68	0.37	37.64	4.22	0.21	-12.57
小计	2,814.05	108.20	11.71	2,274.54	110.76	13.29
减：内部抵消数	213.37	-8.20	0.96	220.90	-10.76	2.41
<b>合计</b>	<b>2,600.68</b>	<b>100.00</b>	<b>12.60</b>	<b>2,053.65</b>	<b>100.00</b>	<b>14.46</b>

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2015 年，公司房地产及相关产业毛利率为 24.27%，较上年变化不大；房地产延伸产业<sup>2</sup>毛利率为 9.08%，较上年下降 1.01 个百分点，主要系物业、酒店及租赁等房地产延伸产业毛利率下降所致；能源及相关产业、商品销售毛利率较 2015 年略有上升，分别为 1.51%和 0.37%；汽车及相关产业毛利率较上年增长 2.08 个百分点至 6.37%；金融及相关产业毛利率水平提升至 99.99%，为各类产业中最高，主要是因为 2015 年公司金融板块顾问费收入大幅增长所致。同期，公司租赁及其他业务收入毛利率由正转负，且下降幅度较大，主要是由于公司出租面积的增加导致成本的大幅增加所致，但由于该类收入占比较小，对公司整体毛利率水平影响不大。综上，2015 年公司主营业务毛利率为 14.46%，较上年提升 1.86 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 489.25 亿元，较上年同期增加 22.21%；公司实现净利润 24.06 亿元，较上年同期增加 29.61%，归属于母公司的净利润为 22.52 亿元，较上年同期增加 20.11%。

总体看，受能源产业板块和房地产开发板块收入规模下降的影响，公司 2015 年整体营业收入规模大幅下降。毛利率方面，2015 年公司房地产业务毛利率水平相对稳定，建筑、消费、能源及汽车板块毛利率均较上年有所提升，公司主营业务毛利率较上年增加。

## 2. 房地产开发

房地产开发是公司的核心主导产业，公司房地产项目区域已遍布全国 29 个省（直辖市、自治区）80 余个城市，同时，已进入美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、韩国等国家。2015 年，公司房地产开发业务实现营业收入 995.77 亿元，较上年下降 11.23%，主要系房地产结转面积减少所致。

<sup>2</sup> 房地产延伸产业包括建筑业、绿化及相关产业、物业及相关产业、酒店及相关业务和租赁收入共五个板块。

### (1) 项目开发

公司房地产板块仍采用公司-事业部-项目公司的管理模式，设江苏房地产业部、东北房地产业部等地产事业部，各事业部下设项目子公司负责具体项目运作；对于海外项目，公司通过投资控股境外子公司形式进行管理。开发模式方面，跟踪期内，公司加大合作开发项目量，合作双方按约定分别提供土地、资金、管理等，并按合同约定比例分享收益。合作开发模式对于充分利用各个开发商的优势、缓解公司资金压力有积极意义。

2015年，公司着力提高项目运营和成本管控水平，并根据市场需求变化，主动调控工程进度，着力加大适销产品供应力度，保障竣工交付。从项目运作情况来看，2015年，公司新开工建设面积1,785万平方米，较上年减少42.49%，主要是因为2014年底公司施工面积规模较大，为了控制开发速度，缓解融资压力，公司减少2015年度的新开工项目所致；公司竣工面积1,831万平方米，较上年增加18.74%；在建面积6,359万平方米，较上年减少22.76%，公司整体开发规模扩张放缓。2016年1~3月，公司新开工面积381万平方米，较上年同期减少47.50%；竣工面积134万平方米，较上年同期增长92.10%。截至2016年3月底，公司在建面积6,456万平方米，新增可售供应面积236万平方米。

表4 2014~2015年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2014年	2015年	同比变动
新开工面积	3,104	1,785	-42.49%
竣工面积	1,542	1,831	-18.74%
在建面积	8,233	6,359	-22.76%

资料来源：公司提供

公司房地产开发成本账面余额合计3,344.59亿元，其中在建项目累计已投入3,168.64亿元，拟建项目（含土地储备）累计已投入175.96亿元。根据公司2015年审计报告中披露数据，公司在建项目预计总投资8,366.98亿元，尚需投入5,198.34亿元；拟建项目预计总投资754.82亿元（不包括总投资额未定的项目），尚需投入578.87亿元。在不考虑新增土地储备的前提下，公司在建房地产项目未来仍需投入超过5,000亿元的资金，公司资金支出压力大。

总体看，2015年，公司房地产开发增速放缓，房地产新开工面积和施工面积也大幅下降，但竣工面积稳步增长；在建项目规模大，未来资金支出压力大。

### (2) 房屋销售

2015年，公司房地产开发销售模式仍采取以自有建设销售团队为主，以代理商销售为辅的模式。公司自有销售团队3,000多人，较上年变化不大，自有团队销售额占公司房地产销售总额的90%以上。2015年，公司实现协议销售面积2,175.70万平方米，较上年增长2.85%；实现协议销售金额2,301.00亿元，较上年减少4.44%，主要系销售均价下降所致。2015年，公司协议销售均价下降主要是因为当年住宅项目销售比率相对较高，而住宅项目销售价格相对商办项目价格较低。公司房地产项目业态仍主要以住宅和商办为主。2015年，在公司房地产协议销售金额中，住宅占比50.80%，商办占比49.20%；在协议销售面积中，住宅占比68.40%，商办占比31.60%。公司住宅项目开发完成后基本用于出售，商办项目除大部分出售外，也有部分保留用于出租及商业、酒店运营。

从公司总体销售情况来看，尽管近年来国内房地产市场出现分化，尤其是三四线城市房地

产市场冷清，去库存压力较大，虽然 2015 年公司房地产业继续保持了平稳的发展，抗风险能力相对较强，但受行业波动影响，公司在部分三线城市的项目销售仍面临较大去化压力。

截至 2015 年底，公司在售项目的可供出售面积 7,790.21 万平方米，主要以二、三线城市为主，一线城市项目可供出售面积仅占 5.15%，已预售面积为 5,647.46 万平方米，待售面积为 2,142.75 万平方米。从结转情况看，2015 年房地产结转收入较上年减少 11.23%，为 995.77 亿元，主要系结转面积减少所致。

表 5 2014~2015 年公司发展物业运营数据（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2014 年	2015 年	同比变动
协议销售面积	2,115.46	2,175.70	2.85%
协议销售金额	2,407.88	2,301.00	-4.44%
协议销售均价	1.14	1.06	-7.02%
结转销售收入	1,121.74	995.77	-11.23%

资料来源：公司提供

表 6 2014~2015 年公司房地产开发合同销售金额业态分布

项目	2014 年	2015 年
住宅	46.20%	50.80%
商办	53.80%	49.20%

资料来源：公司提供

2016 年一季度，公司房地产业务实现签约销售金额 496 亿元，占 2015 年全年销售水平的 21.56%；实现签约销售面积 370 万平方米，占 2015 年全年的 17.00%；回款 326 亿元。

总体看，公司 2015 年房屋结转收入受可结转面积萎缩的影响，较上年明显下降；受销售房产结构的变化影响，房屋销售均价及销售金额均较上年有所下降。跟踪期内，公司在建及在售房地产项目中，仍以二三线城市为主，去库存压力较大。

### （3）土地储备

2015 年，公司土地储备主要通过挂牌方式取得开发项目国有土地使用权，以单独开发为主。土地储备区域以省会和经济较为发达的二三线城市为主。

2015 年，公司先后在上海、北京、深圳、广州、苏州、南京等城市新增土地储备 69 个，权益土地面积约 538 万平方米，对应建筑面积约 1,174 万平方米，权益土地金额为 484 亿元，其中权益土地面积较上年增加 46.79%，而权益土地金额仅较上年增加 5.91%，主要是因为公司新增土地储备大部分为一二线城市优质刚需住宅项目，随着近年来这些地区地价的逐渐上涨，公司拿地成本也显著增加。公司新增土地储备中，住宅产品可建建筑面积占比约 70%。

2016 年 1~3 月，公司新增土地储备 16 个，权益土地面积 74 万平方米，权益建筑面积为 208 万平方米，权益土地金额 161 亿元。其中，一二线城市项目占比 94%，住宅项目占比 64%。

表 7 2014~2015 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

时间	权益土地面积	权益建筑面积	用途	权益土地金额
2014 年	1,011	2,079	住宅、商办、综合均有	457
2015 年	538	1,174	住宅、商办、综合均有	484

资料来源：公司提供

从土地储备的区域分布来看，截至 2015 年底，公司共在 64 个城市拥有土地储备 1,951.91 万平方米，较上年增加 43.03%；计划建筑面积 4,392.08 万平方米，较上年增加 18.98%。分城市来看，一、二、三线城市的土地面积占比分别为 5.15%、44.17%和 46.06%，境外城市土地面积占比为 4.62%，其中二线城市和境外城市的占比分别较上年增加了 3.10 个百分点和 4.16 个百分点，一线和三线城市占比分别下降了 2.05 个百分点和 5.22 个百分点。从计划建筑面积来看，一、二、三线城市计划建筑面积分别为 6.47%、51.33%和 36.53%，境外城市的计划建筑面积占比为 5.67%，其中一、二、三线城市计划建筑面积占比均较上年有所下降，境外城市计划建筑面积较上年增加 3.70 个百分点。

表8 截至2015年底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	境外城市	合计
城市数量	3	26	31	4	64
土地面积	100.57	862.08	899.08	90.17	1,951.91
面积占比	5.15	44.17	46.06	4.62	100.00
计划建筑面积	283.99	2,254.55	1,604.60	248.93	4,392.08
面积占比	6.47	51.33	36.53	5.67	100.00

资料来源：公司提供、联合评级整理

注：1、土地面积和建筑面积是经过权益调整后的面积；2、一线城市包括北京、上海、广州；二线城市包括苏州、宁波、杭州、南京、无锡、南昌、合肥、长春、哈尔滨、呼和浩特、西安、兰州、成都、重庆、贵阳、郑州、太原、天津、大连、沈阳、济南、青岛、武汉、长沙、佛山、东莞、无锡、常熟、昆明、宁波、海口、南宁、成都、长沙、济南等；其余城市均为三四线城市。

总体看，跟踪期内，公司通过提高一二线、住宅类土地储备比重以调整现有房地产业务结构，2015 年以来公司新增土地储备规模一般，能够满足公司未来几年的开发需求。

### 3. 房地产延伸产业

公司房地产延伸产业同时具有建筑建设、绿化园林、物业及酒店服务等相关业务。目前，公司在房地产延伸产业具有国家认定的建筑施工总承包特级资质 2 项，建筑施工总承包一级资质 11 项，市政公用工程等其他施工总承包一级资质 17 项，建筑行业工程设计甲级资质 3 项，及数百项专业承包一级资质。跟踪期内，公司房地产延伸产业各板块的业务模式均未发生变化。

#### (1) 建筑及相关产业

公司建筑业务运营主体为上海绿地建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）、上海绿地建筑工程有限公司（以下简称“绿地建筑”）、贵州建工集团有限公司（以下简称“贵州建工”）和江苏省建筑工程集团有限公司（以下简称“江苏建工”，2016 年 4 月份开始纳入合并报表）。为了更好地参与城市基础设施市场的竞争，公司于 2016 年 1 月成立绿地城市投资集团有限公司（以下简称“绿地城投”），并对下属建筑施工子公司进行整合。

2015 年公司建筑及相关产业实现营业收入 426.63 亿元，较上年增加 70.52%，主要是 2015 年公司收购了贵州建工集团有限公司所致。2016 年 1~3 月，建筑及相关产业实现营业收入 198 亿元，同比增长 113%，为 2015 年全年的 46.41%。

公司建筑建设业务以从事房屋建设为主，承包方式以施工总承包为主，分承包、独立承包、联合承包、直接承包为辅。跟踪期内，公司建筑板块正依托公司的整体品牌、资金、资源等优势，通过 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。

2015年，公司建筑建设业务竣工验收项目总计952个，均为国内项目，项目总金额共计284.12亿元，其中房屋建设金额占比77.43%，建设工程占比6.00%，专业工程占比4.23%，建筑装饰占比2.89%，其他项目占比9.46%。

2015年，公司建筑建设业务在建项目2,281个，项目总金额共计1,000.07亿元，其中房屋建设金额808.08亿元，占比80.80%，建设工程占比6.96%，专业工程占比3.51%，建筑装饰占比1.58%，其他项目占比7.14%。在建项目金额中，国内项目占比98.87%，国外项目分布在安哥拉和马来西亚，项目总金额11.30亿元，所占比重较小。

截至2015年底，公司建筑建设业务在建的重大项目包括贵黄大道道路改造工程、成都市凤凰山三期安置房等9个项目，其中除了贵黄大道道路改造项目的项目金额按实结算外，其余项目的项目金额合计100.05亿元。截至2015年底，重大在建项目已累计投入成本74.98亿元，累计确认收入79.52亿元，根据项目金额与累计投入及收入差额来看，公司重大在建项目的项目资金结算情况较好，未来资金需求约为20.53亿元，资金需求规模尚可。

表9 截至2015年底公司建筑业务重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	项目金额	工程进度	累计确认收入	累计成本投入
贵黄大道道路改造工程	施工合同模式	按实结算	100.00%	15.66	14.65
成都市凤凰山三期安置房	施工合同模式	5.83	84.00%	4.18	4.15
重庆朝天门国际商贸城一组团一期工程	施工合同模式	14.52	34.54%	5.01	5.31
毕节双山职教城项目	施工合同模式	18.00	86.30%	15.53	15.01
贵阳铁路枢纽（南明段）拆迁安置房赖头冲	施工合同模式	5.17	58.00%	2.35	2.27
都匀马鞍山城市棚户区改造项目	施工合同模式	7.84	40.00%	0.60	0.58
昆明滇池国际会展中心9号地块I项目工程施工（第二标段）	施工合同模式	6.64	14.99%	0.50	0.47
银川滨河黄河大桥管理有限责任公司	BT	36.37	90.00%	32.78	29.25
赵巷G1-04地块	施工合同模式	5.67	60.00%	2.91	3.30
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>100.05</b>	<b>--</b>	<b>79.52</b>	<b>74.98</b>

资料来源：公司提供

2016年1~3月，公司建筑建设业务新增项目458个，均为国内项目，项目总金额73.18亿元，较上年同期增加109.19%，主要系公司合并范围增加了贵州建工集团有限公司所致。其中房屋建设项目金额52.89亿元，较上年同期增加101.45%；建设工程项目金额5.25亿元，较上年同期增加222.56%；专业工程项目金额5.68亿元，较上年同期增加51.82%；建筑装饰0.30亿元，较上年同期减少40.62%；其他项目8.07亿元，较上年同期增加586.09%。

## （2）酒店板块

公司酒店板块主要由上海绿地酒店投资发展有限公司（以下简称“酒店投资公司”）和绿地国际酒店管理集团有限公司（以下简称“国际酒店管理公司”）负责。

酒店及相关产业经营已成为公司房地产延伸产业中的第二大业务板块。截至2015年底，公司拥有酒店物业25家（其中自营酒店10家），客房总数7,144间，在建酒店47家，公司酒店已遍及北京、上海、南京、郑州、南昌等全国20个省市，以及美国洛杉矶、澳大利亚悉尼、德

国法兰克福等海外城市，全面覆盖高端、中端和会务市场。2015年，酒店及相关产业实现营业收入15.58亿元，较上年增加5.02%。2015年，公司旗下酒店集团再度蝉联“酒店业最具影响力品牌”和“中国饭店集团60强”两项行业大奖，荣获十二届“中国酒店“金枕头”奖。

2016年3月12日，公司与AMARE INVESTMENT MANAGEMENT GROUP PTE. LTD.就发起设立酒店业投资信托（拟在新加坡证券交易所主板上市）签订协议。该酒店业投资信托计划收购19家公司位于中国境内的酒店物业，总计价值约为人民币210亿元。该酒店业投资信托首批计划收购上海绿地梅陇智选假日酒店、南京绿地洲际酒店、济南绿地美利亚酒店、西安绿地假日酒店、郑州郑东新区雅乐轩酒店、扬州绿地福朋喜来登酒店等六家酒店（包括物业和部分酒店运营资产），总收购价款暂定为人民币62亿元。

### （3）绿化园林及其他

2015年，公司绿化及相关产业实现营业收入10.01亿元，较上年减少14.21%；物业及相关产业实现营业收入6.28亿元，较上年增加12.61%。

2015年，公司拥有119个可供出租的商业物业，主要分布于安徽、江苏、上海、四川、重庆等地，出租房地产建筑面积共计160.55万平方米，公司出租的商业地产均采用成本法计量入账。2015年，公司租赁收入5.50亿元，较上年增加2.40%。截至2016年3月底，公司可供出租物业面积为157.10万平方米，出租率为81.58%。

总体看，跟踪期内，公司通过投资控股扩大建筑产业规模，建筑及相关产业收入规模明显增加；受此影响，2015年公司房地产延伸产业收入整体规模大幅增长，对公司整体收入规模的支持作用明显。

## 4. 能源及相关产业

2015年，公司主动调整能源板块业务，收缩高风险业务规模，导致公司2015年的能源及相关产业收入大幅收缩67.08%至336.50亿元。2015年，公司能源及相关产业的经营主体主要为绿地能源集团有限公司（以下简称“绿地能源集团”），绿地能源集团主要从事能源商品贸易（包括油化商品、煤炭商品和能源综合商品）、运输和煤炭开采业务。

公司能源及相关产业主要从事煤炭、油化工产品的贸易业务，经营模式主要以批发及订单制的销售为主，通过购销价差获取利润。由于市场恶化、商品价格走低，跟踪期内，公司主动调整能源板块业务模式，收缩高风险业务规模，基本停止了化工品贸易，保留了部分稳定和低风险的煤炭贸易，油品业务转向发展零售业务和加油站开发为主。预计能源板块未来在公司主营业务中所占比重将逐步缩小，在公司发展规划中的重要性也逐渐降低。

总体看，跟踪期内，公司收缩风险高、毛利率水平低的能源板块业务，能源及相关产业收入在主营业务收入中所占比重大幅下降。

## 5. 商品销售

公司商品销售及相关产业板块主要包括：绿地建筑、建设集团等公司发生的建筑材料贸易、汽车集团等发生的汽车配件等贸易和商品直销收入等，涉及相关建筑材料（混凝土、钢材）、汽车配件和日常消费品的销售。2015年，公司商品销售及相关产业实现营业收入341.70亿元，较上年增加13.83%。

近年，公司把握中国经济“新常态”下商品消费升级的阶段性特征，坚持“嫁接全球资源、

服务中国市场”的理念，积极发展进口商品直销业务。在采购方面，公司先后在美国、英国、澳洲、韩国、加拿大设立了多个海外商品采购中心，建立了商品货源直采渠道；与美国、澳大利亚、加拿大、新西兰、匈牙利、智利等多国政府机构及行业协会达成合作意向，锁定了优质商品资源。在销售方面，公司快速布局线下门店，已成功开业 9 家实体精品超市，凭借多样化的商品品类，超高性价比的全球直采商品，以及个性化的消费体验，迅速集聚了客流。同时，公司积极推进线上业务，G-Super 微信商城、绿地生鲜 App 相继投入运营，两大线上平台囊括了时下热门的跨境商品，与线下门店实现优势互补。

总体看，跟踪期内，公司商品销售收入上涨明显，在业务布局上，公司近年积极发展进口商品直销业务。

## 6. 汽车销售及相关产业

2015 年，公司收购了润东集团，公司汽车销售业务板块经营主体由绿地汽车服务（集团）有限公司（以下简称“绿地汽车”）和上海云峰集团汽车产业发展有限公司（简称“云峰汽车”）变为绿地汽车和润东集团，主要经营豪华和中高端乘用车。公司汽车服务业务立足于传统 4S 服务，目前业务运营状况良好。2015 年，公司汽车及相关产业实现营业收入 127.78 亿元，较上年增加 80.92%，主要是 2015 年公司收购了润东集团有限公司所致。

截至 2015 年底，公司拥有 4S 店近百家，其中绿地汽车 27 家，润东汽车 70 家。汽车品牌组合包括莎拉蒂、法拉利、宝马、MINI、捷豹、路虎、奥迪、雷克萨斯、凯迪拉克、克莱斯勒、沃尔沃等豪华品牌，及别克、现代、福特、雪弗兰、马自达、大众、起亚、本田、丰田、日产、三菱、标致、斯柯达、DS、菲亚特、一汽大众及北汽新能源等中高端品牌。

2015 年入围中国汽车流通协会发布的中国汽车经销百强排行榜前 20 强，并获得了“2015 年中国汽车流通行业卓越贡献奖”、“全国十佳汽车营销集团”等奖项。

总体看，2015 年公司收购润东集团，以致汽车及相关产业收入规模大幅增加；公司汽车下属高端品牌居多，汽车板块盈利能力增强。

## 7. 金融及其他业务

公司金融板块的实施主体是绿地金融控股投资集团有限公司（以下简称“绿地金控”）。金融业务对公司利润总额的贡献主要包括：投资收益、公允价值变动损益，以及相关业务所带来的营业收入（金融及相关板块营业收入、利息净收入（主要是小额贷款收入）及手续费和佣金净收入。2015 年，公司依托自身品牌优势，积极推动债券投资、股权投资、资产管理和资本运作四大业务齐头并进，业绩实现了快速增长，全年金融相关产业实现营业收入 4.57 亿元，较上年增加 119.30%，主要是顾问费收入大幅增加所致。

2015 年，扣除润东汽车收入贡献后（下同）<sup>3</sup>，绿地金控实现营业收入 13.70 亿元，较 2014 年增长 41.09%，主要为债权类业务、资产管理和运作业务所获得的相关收入。绿地金控 2015 年实现投资收益 24.91 亿元，较 2014 年大幅增加，主要为股权类投资业务所实现的收益，如对上海东方明珠新媒体股份有限公司、锦州银行等多家机构的投资退出后所获收益。2015 年绿地金控实现净利润 30.04 亿元，较 2014 年度净利润增长 862.82%。

股权投资方面，公司主要对具备良好盈利能力的金融行业及新兴产业领域进行投资，同时

<sup>3</sup> 2015 年下半年，绿地金控收购润东汽车，润东汽车纳入绿地金控合并报表范围。2015 年绿地金融营业收入合计 66 亿元，其中润东汽车所实现的营业收入 52.30 亿元。润东汽车 2015 年实现的并入绿地金控的净利润为 6,407.36 万元。

也高度关注国企混改等所带来的股权投资机会；目前公司已投资参股了包括上海东方明珠新媒体股份有限公司、锦州银行等多家机构。

债券投资业务方面，主要包括小额贷款和房地产基金投资业务。截至 2015 年底，公司已先后在上海、重庆、宁波、青岛等地设立 4 家小额贷款公司，房地产基金投资业务规模也超过 70 亿元。

资产管理业务方面，截至 2015 年底，公司旗下共有 1 家财富管理公司和 2 家金融资产交易中心。资本运作方面，公司积极通过收购项目和大宗资产交易实现收益。

此外，公司还积极致力于获取核心金融牌照并发展创新型金融业务。2015 年内完成了对杭州工商信托股权的受让及增资工作，已合计持有杭州工商信托 19.9% 股份，成为其第二大股东。2015 年，公司积极进军互联网金融业务，推出了国内首款互联网房地产金融产品“绿地地产宝”，并启动线上线下一站式互联网金融平台“吉客网”。

总体看，金融是公司重点发展的板块之一，2015 年该板块收入大幅增长；公司在债券投资、资产管理及获取核心金融资产方面取得较大进展。

## 8. 重大事项

### (1) 云峰集团私募债违约

上海云峰（集团）有限公司（以下简称“云峰集团”）原系上海警备区所属企业，1999 年移交地方，2002 年实施股份制改革，并逐步形成以下股权结构：第一大股东云峰集团职工持股会持股 45.5%，上海市农委及建委按 50%：50% 比例出资设立的上海绿地资产控股有限公司（以下简称“绿地资产控股”）持股 34%，公司子公司上海绿地商业（集团）有限公司持股 20.5%。2009 年 12 月，绿地资产控股与公司签署《股权委托管理协议》，将其所持云峰集团 34% 股权委托给公司无偿进行管理，由公司代行股东权利。协议约定托管自 2010 年 1 月 1 日起生效，未约定托管终止期限（以上内容摘自绿地股份澄清公告，编号：临 2016-027）。

2015 年 10 月 27 日，绿地股份发布董事会决议公告：由于能源业务已不再是公司重点发展的产业，决定与绿地资产控股解除针对云峰集团的股权委托管理协议；协议解除后，云峰集团将不再纳入公司合并报表范围；同时，为保证云峰集团正常运营，同意在一年内为其提供最高不超过现有 20 亿元规模的周转资金，资金成本按照银行同期贷款利率计算。同时，云峰集团董事长李权先生因为工作变动不再担任公司副总裁。

2016 年 1 月起，云峰集团发行的多期私募债陆续发生违约。针对云峰集团私募债兑付及相关报道，绿地股份于 2016 年 3 月 1 日发布澄清公告称：云峰集团作为独立的公司法人，发债融资等各项经营管理事务均系独立运作，其发债所得资金也均全部用于自身发展，绿地控股集团有限公司在《公司法》的框架下行使股东权利，未对云峰集团发行的债券提供担保，也不对债券的偿付承担责任；但考虑到云峰集团目前处于困境，作为间接参股股东，将在遵守法律法规的前提下，积极协助云峰集团妥善处理好相关事宜。

针对云峰集团私募债违约及相关事件后续进展，联合评级认为云峰集团主营业务涉及能源、物流、汽车服务和房产建筑等领域，能源贸易收入为主要收入来源。以公司提供的 2014 年审计报告数据为基准，云峰集团资产总额和能源贸易收入分别为 343.46 亿元、476.07 亿元。云峰集团划出对公司资产规模影响较小，但对公司能源及相关板块收入规模影响大。联合评级将持续关注云峰集团私募债违约后续进展及相关事件对公司融资能力、信用水平等方面可能产生的不利影响。

## (2) 非公开发行 A 股

根据 2015 年 5 月 26 日，公司控股股东绿地股份发布的《绿地控股股份有限公司非公开发行 A 股股票预案（二次修订）》：本次非公开发行计划募集资金总额不超过 157.00 亿元，扣除发行费用后募集资金净额拟全部用于以下项目：①房地产投资项目拟使用募集资金金额为 110.00 亿元，具体见下表；②偿还银行贷款拟使用金额为 47.00 亿元。

表 10 绿地股份非公开发行 A 股募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
武汉绿地国际金融城建设项目	117.97	70.00
合肥新都会项目	35.97	20.00
合肥紫峰绿地中央广场项目一期	28.81	20.00
<b>合计</b>	<b>182.75</b>	<b>110.00</b>

资料来源：绿地股份公告

根据预案，本次非公开发行将不会导致公司控制权发生变化，但还需获得中国证监会的核准，联合评级将密切关注本次非公开发行后续进展。

## (3) 股权收购

2015 年 5 月 18 日，金丰投资发布公告称：绿地集团境外全资附属公司拟认购中国润东汽车集团有限公司（以下简称“润东集团”，香港联交所股票编号：01365）有条件配发及发行的股份（详见金丰投资于 2015 年 5 月 18 日发布的《上海金丰投资股份有限公司关于绿地集团全资子公司认购中国润东汽车集团有限公司股份的公告》）。润东汽车于 2015 年 8 月 31 日纳入公司合并范围，股权取得成本为 13.11 亿元人民币，持股比例为 33.60%，公司获得资本溢价 45.35 万元。

2015 年 6 月 18 日，绿地股份公告：全资子公司绿地集团拟与贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）签署增资扩股协议，以战略投资者身份参与贵州建工增资扩股。贵州建工于 2015 年 7 月 1 日纳入公司合并范围，股权取得成本为 12.09 亿元人民币，公司持股比例为 70%。贵州建工是贵州省唯一的国有独资大型建筑施工特级企业、贵州省建筑业领军企业。贵州建工拥有 2 项房屋建筑施工总承包特级资质、9 项一级资质、152 项总承包和专业承包资质。

2016 年 2 月 19 日，绿地股份公告：绿地集团拟与江苏华远投资集团有限公司、陈正华及江苏建工签订协议，通过股权转让及增资方式控股江苏建工，股权转让及增资金额为 9.63 亿元。江苏建工成立于 1987 年 5 月，拥有房建总承包特级资质、6 项施工总承包资质、12 项专业承包资质，已形成建筑安装、地产开发、海外业务和资本经营四大板块。江苏建工施工资质高，且在其所属区域已形成较高的市场占有率。

## 9. 经营关注

### (1) 政策风险

近年来，房地产市场出现“政策宽松、总体拐点、局部分化”的结构性行情，房地产项目受政策及市场形势影响较大，公司所开发的项目也在所难免，存在一定程度的政策及市场风险

### (2) 融资风险

公司土地储备规模较大，在建项目未来投资需求较大，对公司资金流形成一定压力，存在一定的经营和财务风险。

### (3) 去化风险

跟踪期内，公司房地产业务扩张有所放缓，但公司现有土地储备及库存规模依然较大，且公司房地产项目多分布在二三线城市，面临一定的去化压力。

### (4) 能源产业收缩风险

2015年，公司能源产业大幅收缩，但该板块收入在公司主营业务收入占比中依然较大，若继续收缩，可能会对公司未来的营业收入及毛利率水平带来不利影响。

## 10. 未来发展

未来，公司将积极顺应全球经济发展的趋势，牢牢把握中国经济结构调整和转型升级的历史性契机，以“公众化、资本化、国际化”为立意，不断提升房地产主业的核心竞争力，不断提升“大基建、大金融、大消费”等多元产业的能级，不断拓展投资并购与资本经营的内涵，从而将绿地打造成一家主业突出、多元发展、全球经营、产业融合，并在房地产、金融、基建、消费等多个行业具有领先优势的本土跨国公司，努力从“中国的绿地”转变为“世界的绿地”。2016年，公司全年的业绩目标是：实现合同销售收入3,200亿元，经营收入2,400亿元。公司将着力做好以下重点工作：

房地产业务方面，公司将加快房地产主业结构性调整，提升核心竞争力。一是优化投资结构，增强发展后劲。公司将抓住国内房地产市场的结构性变化，进一步调整投资策略和节奏，着力将资源向重点区域和重点产品集中。二是创新营销手段，提高营销质量，公司将强化品牌营销体系标准化，同时加大“去库存”力度。三是建立创新体系，加强产品创新。四是加强成本管控，提升经营效益。

多元化业务方面，公司将加强多元产业转型发展力度，提升业绩增长动力。第一，多措并举，继续加快金融产业发展，同时，优化产业布局，着重发展互联网金融、一、二级市场联动投资等创新型业务。第二，优化资源配置，加快基建产业发展步伐。一方面，公司将整合资源，组建绿地城投集团，并以此为平台，提高基建产业等级；另一方面，公司将创新经营模式、增强市场拓展能力、扩大业务规模。第三，加大工作力度，提高消费产业发展能级。

国际业务方面，公司将加快调整创新，提升国际化经营水平。一是优化海外投资布局；二是提升海外项目运营质量；三是创新海外项目开发模式；四是提升海外综合经营能力。

资本运营方面，公司将加快企业公众化运作，加强资本化运营。一是加快推进企业公众化转型；二是不断提升投资并购能级。

总体看，公司2016年经营目标较上年大幅提升，未来公司将坚持“绿地”核心品牌战略，在加快房地产主业结构性调整的同时，进一步加强多元产业转型发展力度，加快调整创新和资本运作。

## 六、财务分析

公司2015年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2016年一季度财务报表未经审计。2015年，公司新增合并企业8家，其中3家新设子公司，减少合并单位3家，公司合并范围的变化可能对公司财务数据的可比性产生一定影响；但公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，上述企业合并范围的变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 6,004.36 亿元，负债合计 5,331.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）673.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 485.76 亿。2015 年，公司实现合并营业总收入 2,075.34 亿元，净利润（含少数股东损益）73.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 68.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额-242.39 亿元，现金及现金等价物净增加额为 87.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 6,399.29 亿元，负债合计 5,708.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）690.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 502.34 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 489.25 亿元，净利润（含少数股东损益）24.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 22.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-289.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-45.67 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 6,004.36 亿元，较年初增加 17.97%，主要系流动资产增加所致。资产总额中，流动资产占 90.32%，非流动资产占 9.68%，非流动资产占比略有上升。

#### 流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 5,423.37 亿元，较年初增加 17.88%，主要系存货增加所致。公司流动资产构成主要以货币资金（占比 8.08%）、其他应收款（占比 8.06%）和存货（占比 73.21%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金余额为 438.09 亿元，较年初增加 20.05%，主要系发行债券和银行借款增加所致。其中，银行存款占比 94.38%，其他货币资金占比 5.58%，库存现金占比 0.03%。公司银行存款中受限资金为 30.70 亿元，其他货币资金中受限资金为 11.21 亿元，公司货币资金的受限比例为 9.57%。

截至 2015 年底，公司交易性金融资产余额为 41.14 亿元，较年初大幅增加 268.67%，主要系权益工具投资增加所致。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 437.36 亿元，较年初大幅增加 51.39%，主要是因为与联营、合营企业及子公司合作方股东往来款增加所致。公司其他应收款账面余额为 452.59 亿元，共计提坏账准备 15.23 亿元，整体计提比例为 3.37%，在账龄结构方面，截至 2015 年底，公司其他应收款账龄处于 1 年以内占比 72.89%、1~2 年占比 13.74%、2~3 年占比 4.85%、3 年以上占比 8.52%。从其他应收款项性质看，公司其他应收款账面余额中，保证金占比 48.65%，应收非关联方款项占比 29.44%，应收关联方款项占比 21.91%。公司竞拍土地保证金随着土地成交而转化为土地出让金价款，综合回收率高；而为合作开发房地产项目所需投入的资金、合营及联营公司往来款、与合作方往来款等款项，因房产开发项目开发周期长，投入资金短期内的回收率较低，但该等其他应收款将随着房地产合作项目的退出而逐步回收，其最终的可回收性较好，发生坏账的可能性较低，公司其他应收款坏账准备计提较为充分。从集中度看，公司其他应收款前五名余额合计 94.10 亿元，占比 20.79%，集中度尚可。

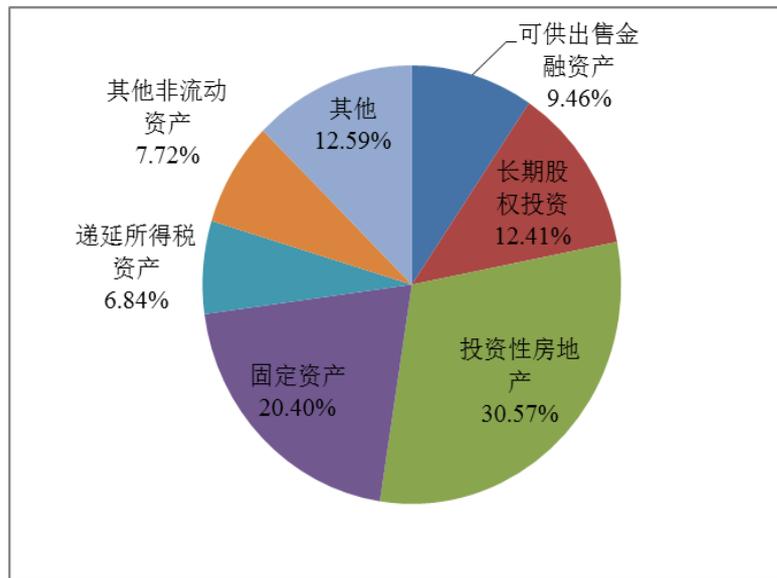
截至 2015 年底，公司存货账面价值为 3,970.61 亿元，其中主要以开发成本和开发产品为主，分别占比 84.34%和 12.34%。截至 2015 年底，公司存货规模较年初增长 18.18%，主要系开发成本和开发产品增加所致。截至 2015 年底，公司累计计提存货跌价准备 16.99 亿元，其中开发成本和开发产品存货跌价准备合计是 12.05 亿元，公司对于房价下跌较快的三、四线城市地产项目进行了减值准备的计提，减值计提较为充分；其他存货跌价准备 4.94 亿元，是公司的能源、

商品业务的存货跌价准备，上述业务存货周转较快，存货余额较少。公司存货跌价准备计提较为充分。此外，公司所有权受限制的存货价值合计 1,700.20 亿元（占比 42.82%），主要用于银行借款抵押。

### 非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 580.99 亿元，较年初增长 18.85%，主要系投资性房地产和固定资产规模的增长所致。公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占比 9.46%）、长期股权投资（占比 12.41%）、固定资产（占比 20.40%）、投资性房地产（占比 30.57%）、递延所得税资产（占比 6.84%）及其他非流动资产（占比 7.72%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 54.96 亿元，较年初增长 97.97%，主要系公司加大了权益类金融资产投资所致。其中按成本计量的长期投资 24.48 亿元，按公允价值计量的可供出售权益工具 30.49 亿元，分别占比 44.53%、55.47%。其中所有权受限制的可供出售金融资产合计 3.96 亿元，占比 14.27%。截至 2015 年底，可供出售金融资产减值准备 0.83 亿元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 72.13 亿元，较上年底增加 62.40%，主要系对联营、合营企业的投资增加及确认的投资收益增加所致。2015 年，公司新增重要股权投资如下表，该股权投资均未超过公司 2015 年度末合并口径下净资产的 20%，故不属于重大非股权投资。

表 11 2015 年公司新增重要股权投资情况

被投资公司名称	注册资本	主要业务	投资金额	期末持股比例
博大绿泽国际有限公司	6,560.20 万元人民币	园林景观设计建设服务	12,779.60 万港元	12.90%
中国绿地润东汽车集团有限公司	80.00 美元	汽车经销	154,982.25 万港元	33.6%
贵州建工集团有限公司	167,941.00 万元人民币	房屋建筑工程施工总承包、机电安装工程专业承包等	120,940.00 万元人民币	70.00%
杭州工商信托股份有限公司	150,000.00 万元人民币	信托业务	95,165.00 万元人民币	19.90%

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 118.55 亿元，较年初增长 27.55%，其中房屋及建筑物（占比 83.03%）、机器设备（占比 5.77%）、运输设备（占比 7.38%）、办公设备及其他（占比 3.82%）构成；公司固定资产计提折旧年末余额 29.15 亿元，固定资产成新率 80.18%，成新率较高。截至 2015 年底，所有权受限制的固定资产合计 56.41 亿元，占比 47.59%，系取得银行贷款抵押所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产总额为 177.60 亿元，较年初增长 18.09%，主要系部分存货与固定资产转入所致。截至 2015 年底，所有权受限制的投资性房地产合计 55.54 亿元，占比 31.27%，系取得银行贷款抵押所致。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产 39.73 亿元，较年初增长 26.27%，主要是资产减值准备、预收房款按税法核定利润、计提未缴土地增值税和预提成本增加所致，

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 44.85 亿元，较年初增长 45.39%，主要系项目投资款增加 10.56 亿元所致。

截至 2015 年底，公司受限资产总额为 1,858.02 亿元，占公司资产总额的 30.94%，占比较大。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总计 6,399.29 亿元，较年初增长 6.58%，其中流动资产 5,816.31 亿元，较年初增长 7.25%，主要系公司对其投资的联营公司、合营公司前期资金支持增加导致其他应收款增加较大，以及公司着力保障新增供应和竣工房屋交付而加快工程进度导致公司存货规模增加所致；公司非流动资产 582.98 亿元，较年初增加 0.34%，主要系公司对合营、联营公司的投资增加导致长期股权投资增加、公司自持物业规模扩大导致投资性房地产增加以及固定资产增加所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动资产占比 90.89%，非流动资产占比 9.11%，流动资产占比较年初略有提升。

总体看，公司资产规模进一步扩大，仍以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较大且持续增长；非流动资产仍以长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主。公司受限资产占比较大。公司整体资产结构变化不大，资产质量尚可。

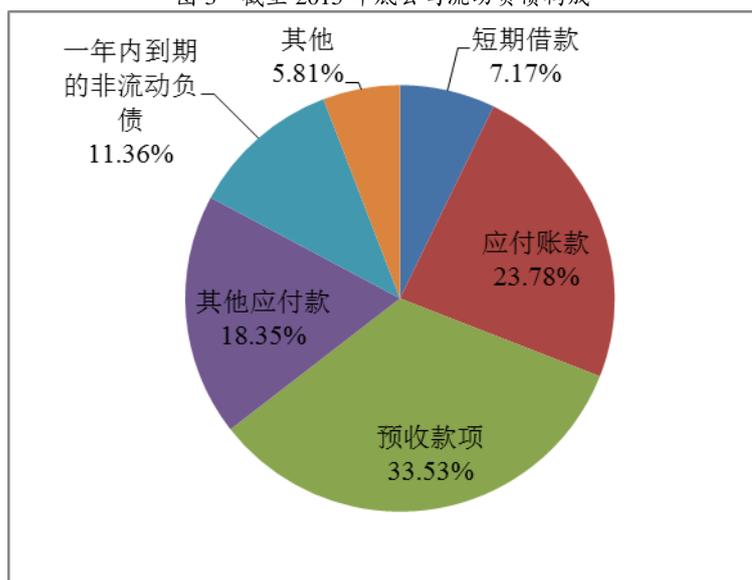
## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 5,331.03 亿元，较年初增加 19.07%，主要系非流动负债增长较快所致。其中流动负债与非流动负债分别占比 66.78%和 33.22%，流动负债占比略有增加。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 3,559.95 亿元，较年初增加 10.40%，其构成以短期借款（占比 7.17%）、应付账款（占比 23.78%）、预收款项（占比 33.53%）、其他应付款（占比 18.35%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.36%）为主。

图3 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，短期借款为255.35亿元，较年初减少3.57%，其中保证借款和信用借款所占比重较大，分别占比49.81%和28.79%。

截至2015年底，应付账款余额为846.62亿元，较年初增长17.58%，主要系应付及预提工程款增加所致，公司应付账款主要以应付及预提工程款（占比92.13%）和应付货款为主。随着公司房地产主业的发展，应付及预提工程款占比较高。

截至2015年底，公司预收款项合计1,193.58亿元，较年初增长5.28%，主要系房地产业务规模增长导致房屋预售收入增长所致。由于预收房款届时将结转为收入，不存在实际偿付压力。

截至2015年底，公司其他应付款合计653.16亿元，较年初增长26.31%，主要系公司逐步增加合作开发房地产项目的数量，与合作方按约定比例支付项目前期资金，造成应付其他公司款项增长幅度较大。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债404.54亿元，基本保持稳定，主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至2015年底，公司非流动负债为1,771.08亿元，较年初增加41.39%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债构成以长期借款（占比80.16%）和应付债券（占比18.02%）为主。

截至2015年底，公司长期借款1,419.73亿元，较年初增长44.03%，主要系随着国内利率水平的下降，公司扩大了中长期融资借款规模所致。其中质押借款占比6.94%、抵押借款占比69.45%、保证借款（占比33.44%）和信用借款（占比14.77%）。

受公司发行公司债券、非定向债务融资工具及在香港发行债券影响，截至2015年底，公司应付债券319.14亿元，较年初增长27.81%。

截至2015年底，公司全部债务合计2,406.27亿元，较年初增长25.36%。其中，短期债务为667.40亿元，较年初减少2.43%，均为1年以内到期；长期债务为1,738.87亿元，较年初增长40.75%。从长期债务的期限结构来看，1~2年（含2年）到期的金额为669.59亿元，占比38.51%；2~3年（含3年）到期的金额为635.36亿元，占比36.54%；3~4年（含4年）到期的金额为92.82亿元，占比5.34%；4~5年（含5年）到期的金额242.07亿元，占比13.92%；5

年以上到期的金额为 99.03 亿元，占比 5.70%。公司全部债务中 1~2 年(含 2 年)到期的金额占比较高，存在一定的集中偿付风险。

公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 88.79%、78.14% 和 72.09%，分别较年初增加 0.82、2.31 和 5.23 个百分点，债务水平进一步增加，整体债务负担重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总计 5,708.46 亿元，较年初增长 7.08%，其中流动负债 3,626.03 亿元，较年初增长 1.86%，主要系公司应付账款和预收款项大幅增加所致；公司非流动负债 2,082.44 亿元，较年初增长 17.58%，主要系为满足公司发展对资金的需求而增加长期借款与应付债券所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债占比 63.52%，非流动负债占比 36.48%，流动负债占比有所降低，但对负债结构的改善作用有限。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.53%、80.93% 和 76.50%，债务负担较年初有所增加。

总体看，公司负债结构仍以流动负债为主，债务规模较大，长期借款与应付债券快速增长，公司长期债务占比逐年增加，债务负担较重。

### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 673.33 亿元，较年初增长 9.97%。其中归属于母公司所有者权益占比 72.14%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 26.66%、资本公积占比 17.00%、其他综合收益占比-1.30%、盈余公积占比 6.70%、未分配利润占比 48.83%，未分配利润占比较高，权益的稳定性较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 690.82 亿元，受公司资本公积和未分配利润增加影响，所有者权益规模较年初增长 2.60%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比仍较高，权益稳定性较弱。

### 3. 盈利能力

公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入构成，其中，营业收入主要来源于房产开发、房地产延伸产业、能源相关产业和商品销售业务等主营业务，2015 年，公司的营业总收入为 2,075.34 亿元，较上年减少 20.78%，主要系能源行业低迷，公司主动收缩能源相关业务导致能源及相关产业收入大幅下降所致。2015 年，公司实现利润总额 105.75 亿元，较上年增长 14.07%，主要是公司增加了权益类金融资产的投资，以及对部分持有存量商业资产的公司股权进行了处置，导致公司 2015 年实现的公允价值变动收益及投资收益均大幅增加所致；实现净利润 73.85 亿元，较上年增长 36.74%，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 68.86 亿元，较上年增长 23.64%。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用总额为 138.68 亿元，较上年增加 12.13%，主要系销售及管理费用增幅较大所致，2015 年公司费用收入比为 6.68%，公司费用控制能力较强。2015 年公司销售费用为 49.51 亿元，较上年增加 0.90%，变化不大；2015 年公司管理费用为 57.49 亿元，较上年增加 18.81%，主要系随着公司规模扩大导致工资、办公费和税金增加较快所致；2015 年公司财务费用为 31.68 亿元，较上年增加 20.80%，主要系公司有息债务规模增加所致。

从资产减值损失看，2015 年公司资产减值损失为 18.64 亿元，较上年增加 76.35%，主要系坏账损失、贷款减值准备、长期股权投资及固定资产减值损失增加所致。

2015 年，公司实现公允价值变动收益 16.67 亿元，较上年增加 15.63 亿元，主要系公司增加了对权益类金融资产的投资所致；从投资收益看，公司投资收益主要系其投资合营及联营公司取得的投资回报、处置长期股权投资和可供出售金融资产取得的收益，2015 年公司实现投资

收益 44.73 亿元，主要系公司对部分持有存量商业资产的公司股权进行了处置所致。公司公允价值变动收益和投资收益分别占利润总额的 15.76% 和 42.30%，对利润总额贡献较大。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为政府补助和非流动资产处置利得，2015 年公司营业外收入总额为 8.43 亿元，其中获得的政府补助为 4.22 亿元，；非流动资产处置利得 1.20 亿元。公司营业外收入占利润总额的 7.97%，规模较小，对利润总额贡献较小。公司收到的政府补助近年来变化不大，具备一定的可持续性。

从各项盈利指标来看，2015 年公司主营业务毛利率为 14.46%，较上年提升 1.87 个百分点，经营业务盈利能力有所提高，系毛利较低的能源板块营业收入占比下降所致。2015 年，公司总资本收益率和总资产报酬率分别为 3.66% 和 2.43%，分别较上年下降 0.23 和 0.33 个百分点。2015 年，公司净资产收益率为 11.49%，较上年小幅提升 1.01 个百分点。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司总资产报酬率，净资产收益率和销售毛利率均处于较低水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 489.25 亿元，较上年同期增加 28.55%；营业收入 488.62 亿元，较上年同期增加 28.63%，主要系房地产、建筑等收入大幅增长所致；实现净利润 24.06 亿元，较上年同期增加 42.06%。

总体看，2015 年公司营业总收入大幅下滑，但是主营业务毛利率出现小幅提升。公司权益类金融资产的公允价值变动收益及投资收益对公司利润影响较大。公司整体盈利指标较上年变化不大，与同业上市公司比较，公司各项盈利指标处在较低水平，公司整体盈利能力有待提升。

#### 4. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动现金流入量为 2,997.83 亿元，较上年下降 19.32%，主要系公司销售商品提供劳务收到的现金及收到关联单位的往来款、押金及保证金等其他与经营活动有关的现金减少所致。同期，公司经营活动现金流出量为 3,240.22 亿元，较上年下降 23.68%，主要系购买商品接受劳务支付的现金及支付的关联单位往来款、押金及保证金等其他与经营活动有关的现金减少所致。由于房地产开发周期较长，项目结转利润滞后于投入，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，净额为-242.39 亿元，净流出额较上年减少 54.25%；现金收入比率为 106.74%，较上年略有下降，但总体仍处于较高水平。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净流出金额为-167.02 亿元，净流出量较上年大幅增加 649.81%，主要系公司对权益类金融资产的投资等增加所致，当年投资活动现金流入量和流出量分别为 303.27 亿元和 470.29 亿元。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 496.03 亿元，较上年减少 19.53%，其中，筹资活动现金流入金额为 1,667.58 亿元，较上年增加 21.79%，主要系取得借款所收到的现金增加所致；筹资活动现金流出金额为 1,171.55 亿元，较上年增加 55.63%，主要系偿还债务所支付的现金增加所致。

2016 年 1~3 月，受公司购买商品、接受劳务支付的现金持续处于较低水平，公司经营活动产生的现金流量净流出-289.73 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-44.13 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 288.18 亿元，主要源自取得借款所收到的现金。

总体来看，公司经营活动产生的现金流无法满足业务规模扩大和投资活动增多的需求，融资压力较大。

## 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司流动比率和速动比率分别为 1.52 倍和 0.41 倍，较上年相比基本保持稳定，分别小幅增长 0.10 个百分点和 0.02 个百分点。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 0.73 倍，较上年增加 0.16 倍，主要系货币资金及交易性金融资产增加所致，公司现金类资产对其短期债务的覆盖能力仍较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 146.51 亿元，较上年增加 11.25%，主要系利润总额增加所致，其中，折旧占比 6.74%，摊销占比 1.37%，计入财务费用的利息支出占比 19.71%，利润总额占比 72.18%。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.02 倍，较上年下降 0.19 倍，主要系公司利息支出增加较快所致；EBITDA 全部债务比较上年略有下降，为 0.06 倍，主要系公司对外借款和发行债券规模大幅增加所致。综合看，EBITDA 对债务利息和全部债务的保障程度较低。考虑到公司拥有一定规模的土地储备和在建项目规模较大，一定程度上可以增强公司对全部债务的保障能力。

截至 2015 年底，公司在中国建设银行、兴业银行等多家银行获得综合授信额度合计 2,462 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,616 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司外担保担保金额 4.05 亿元。其中对中国华源集团有限公司的 0.5 亿元担保已逾期但公司未进行担保代偿。总体看，对外担保余额金额较小，被担保企业大多是国有控股公司，对外担保风险较小。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2016 年 1 月 4 日，公司未结清贷款 28 笔，保函 10 笔，无关注类、不良类贷款，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司没有正在进行的或未决的会对公司的财务状况和运营业绩产生重大不利影响的任何诉讼、仲裁或行政程序。

总体看，公司土地储备和在建项目的规模较大，或有风险较小，金融机构对其信贷支持较大，公司积极开拓境内外直接融资工具，融资能力强，整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 487.21 亿元，约为“15 绿地 01”、“15 绿地 02”、“16 绿地 01”、“16 绿地 02” 本金合计（200 亿元）的 2.45 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 690.82 亿元，约为债券本金合计（200 亿元）的 3.45 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 绿地 01”、“15 绿地 02”、“16 绿地 01”、“16 绿地 02” 的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 146.51 亿元，约为债券本金合计（200 亿元）的 0.73 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 2,997.83 亿元，约为债券本金合计（200 亿元）的 14.99 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国知名的房地产开发企业，在行业经验、资产规模、市场品牌等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15 绿地 01”、“15 绿地 02”、“16 绿地 01”、“16 绿地 02” 的偿还能力很强。

## 八、综合评价

公司作为全国房地产行业龙头企业，在综合实力、开发及销售规模、品牌声誉、土地储备及多元化等方面具有较强的行业竞争优势。2015年，受毛利率较低的能源板块收入规模大幅减少，以及商品销售、汽车及金融业务收入及毛利率增长影响，公司主营业务毛利率水平有所提升；在巩固房地产开发核心主导业务的同时，公司还积极发展“大基建、大金融、大消费”等板块，以多元化经营适度分散经营风险。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到公司房地产开发收入下滑、营业收入大幅减少、经营现金流持续大规模净流出、债务规模大幅增长、债务负担重、未来资本支出压力较大以及公司利润水平受权益类投资公允价值变动收益和投资收益影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司可售面积有望获得增长，公司整体经营状况有望保持良好。

跟踪期内，公司通过子公司上海绿地商业（集团）有限公司参股的上海云峰（集团）有限公司发生多起私募债违约，对公司产生一定负面影响。

综上，联合评级将公司主体长期信用等级由“AAA”调降为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时将“15绿地01”、“15绿地02”、“16绿地01”、“16绿地02”的债项信用等级调降为“AA+”。

## 附件1 绿地控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	5,089.59	6,004.36	6,399.29
所有者权益(亿元)	612.31	673.33	690.82
短期债务(亿元)	684.04	667.40	683.13
长期债务(亿元)	1,235.41	1,738.87	2,048.52
全部债务(亿元)	1,919.45	2,406.27	2,731.66
营业收入(亿元)	2,619.55	2,075.34	489.25
净利润(亿元)	54.01	73.85	24.06
EBITDA(亿元)	131.70	146.51	31.86
经营性净现金流(亿元)	-529.84	-242.39	-289.73
应收账款周转次数(次)	17.94	1.99	2.79
存货周转次数(次)	0.78	0.48	0.11
总资产周转次数(次)	0.59	0.37	0.09
现金收入比率(%)	107.89	106.74	122.41
总资本收益率(%)	3.89	3.66	--
总资产报酬率(%)	2.76	2.43	--
净资产收益率(%)	10.48	11.49	--
营业利润率(%)	8.52	9.54	10.45
费用收入比(%)	4.72	6.68	6.26
资产负债率(%)	87.97	88.79	89.20
全部债务资本化比率(%)	75.81	78.14	79.82
长期债务资本化比率(%)	66.86	72.09	74.78
EBITDA利息倍数(倍)	1.21	1.02	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.07	0.06	--
流动比率(倍)	1.43	1.52	1.60
速动比率(倍)	0.38	0.41	0.45
现金短期债务比(倍)	0.57	0.73	0.71
经营现金流动负债比率(%)	-16.43	-6.81	-7.99
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.66	0.73	--

注：2016年一季度数据未审计，相应指标未年化；EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。