

保利房地产(集团)股份有限公司公开发行 2016年公司债券(第一期)信用评级报告

大公报 CYD【2016】1592 号

公司债券信用等级: AAA

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

发债主体: 保利房地产(集团)股份有限公司

发行规模: 本次债券发行总额不超过 150 亿元(含 150 亿元), 本期债券发行不超过 50 亿元(含 50 亿元), 基础发行规模 30 亿元, 可超额配售不超过 20 亿元(含 20 亿元)

债券期限: 品种一, 5 年, 附第 3 年末调整利率选择权及回售选择权
品种二, 7 年, 附第 5 年末调整利率选择权及回售选择权

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 补充流动资金

主要财务数据和指标(人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	3,958	3,658	3,139	2,512
所有者权益	879	809	692	548
营业收入	634	1,091	924	689
利润总额	112.34	190.32	161.02	135.32
经营性净现金流	196.93	-104.58	-97.54	30.93
资产负债率(%)	77.80	77.89	77.97	78.19
债务资本比率(%)	57.36	60.95	58.90	59.81
毛利率(%)	35.09	32.03	32.16	36.19
总资产报酬率(%)	3.27	5.63	5.46	5.70
净资产收益率(%)	9.17	17.60	17.16	18.22
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	3.14	-1.20	-1.49	0.58
经营性净现金流/总负债(%)	6.64	-3.95	-4.42	1.77

注: 2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 胡 聪

评级小组成员: 孙 瑞

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 010-84583355

Email: rating@dagongcredit.com

评级观点

保利房地产(集团)股份有限公司(以下简称“保利地产”或“公司”)主要从事房地产开发等业务。评级结果反映了公司是我国房地产行业龙头企业之一、具有很高的品牌知名度和竞争实力、规模优势明显、土地储备充足、能够得到股东资金支持以及融资能力较强等优势;同时也反映了房地产企业利润空间普遍收窄,公司债务规模较大以及有一定资金支出压力等不利因素。综合分析,公司偿还债务的能力极强,本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年,公司经营业务将保持发展,大公对保利地产的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是我国房地产行业龙头企业之一,品牌知名度很高,2012 年以来历年签约金额均突破千亿元,规模优势明显,具有很强竞争力;
- 公司土地储备持续增长,获取成本较低,区域布局较完善;
- 公司稳步推进房地产相关产业,有利于形成协同效应,增强综合竞争力;
- 公司能够得到股东资金支持,同时拥有丰富的融资渠道,融资能力较强。

主要风险/挑战

- 在经济新常态下,我国房地产企业利润空间普遍收窄,公司利润率承受下行压力;
- 2012~2014 年,公司资产负债率保持在较高水平,有息债务规模较大;
- 公司在建拟建项目较多,保持较大投资量,有一定资金支出压力。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年一月十一日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

公司前身是成立于1992年9月的广州保利房地产开发公司，是由保利集团全资子公司保利南方集团有限公司（以下简称“保利南方”）出资设立；2002年，经中国国家经济贸易委员会以国经贸企改【2002】616号文批准，由保利南方作为主发起人，联合广东华美国际投资集团有限公司和张克强等16位自然人，公司改制为股份有限公司，名称变更为“保利房地产股份有限公司”；2006年3月，公司更名为现名。

2006年7月，公司在上海证券交易所上市（代码600048）。经过多次增资扩股，截至2015年9月末，公司注册资本为107.55亿元，保利南方持有公司41.95%的股权，保利集团直接持有公司1.98%的股权。由于保利南方为保利集团全资子公司，因此保利集团是公司实际控制人，公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。2015年3月17日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过100亿元（含100亿元），本次非公开发行的对象为包括公司实际控制人保利集团在内的不超过十家特定对象。2015年12月16日，本次非公开发行股票申请已通过中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会审核，尚须获得中国证监会的核准后方可实施。

公司拥有国家一级房地产开发资质，截至2015年9月末，公司已完成以广州、北京、上海、武汉、成都为中心，覆盖60个城市的全面化战略布局。2014年，公司获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选的“2014中国房地产百强企业”第二名。截至2015年9月末，公司共有子公司329家。

发债情况

本次债券概况

本次债券是保利地产面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过150亿元（含150亿元），分期发行，首期已于2015年12月11日完成发行，发行规模为50亿元。本期债券为第二期（2016年第一期），分为两个品种，品种一为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为7年期，附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券发行金额不超过50亿元（含50亿元），基础发行规模为人民币30亿元，可超额配售不超过人民币20亿元（含20亿元）。其中品种一基础发行规模20亿元，品种二基础发行规模10亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和联席簿记管理人将根据本期债券申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），经协商一致决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，



每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，经济回稳基础还需进一步巩固；长期来看，我国经济仍然具有保持中高速增长的动力和潜力

2014 年，我国实现国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 58,332 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。2015 年 1~9 月，我国实现国内生产总值 487,774 亿元，同比增长 6.9%，增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 39,195 亿元，比上年增长 3.8%；第二产业增加值 197,799 亿元，增长 6.0%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.2%；第三产业增加值 250,779 亿元，增长 8.4%，占国内生产总值的比重为 51.4%，比上年提高 2.3 个百分点，高于第二产业 10.8 个百分点，产业结构更趋优化。总的来看，2015 年 1~9 月，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于在合理区间，在一系列政策措施作用下，国民经济出现积极变化，产业结构更趋优化，经济发展活力动力增强。

经济景气度方面，2015 年 11 月份中国制造业 PMI 终值为 49.6%，比上月回落 0.2 个百分点，继续处于临界点下，制造业增长动力不足。分企业规模方面，大型企业 PMI 为 51.2%，比上月回升 0.2 个百分点，继续位于临界点以上；中型企业 PMI 为 48.3%，比上月回落 0.4 个百分点，继续低于临界点；小型企业 PMI 为 44.8%，比上月下降 1.8 个百分点，继续位于收缩区间，收缩幅度有所增加。PMI 小幅回落的同时一些积极因素继续显现，高技术制造业 PMI 为 53.1%，消费品相关行业 PMI 为 53.4%，均高于制造业总体水平，保持扩张态势。国内外市场需求有所降低，新订单指数为 49.8%，比上月回落 0.5 个百分点，跌回临界点以下；新出口订单指数为 46.4%，比上月回落 1.0 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月回升 0.5 个百分点，非制造业继续保持景气扩张态势，对稳定经济增长的作用不断增强。

从国际形势来看，2015 年 1~11 月，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济增长的



预期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，而且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体处于温和复苏进程，美国制造业有向下调整趋势。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧，全球贸易增长延续今年以来的低迷走势；在金融市场方面，2015 年 12 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点到 0.25%~0.50% 的水平，此次加息之后美元汇率将会继续走强，以原油为首的大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015 年以来，央行延续去年货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构；银监会积极推动民营银行试点工作，鼓励和引导民间资本进入银行业，为实体经济特别是中小微企业、“三农”和社区，以及大众创业、万众创新提供更有针对性、更加便利的金融服务。同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五规划”建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五规划”建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力；我国正处在消费结构升级的关键阶段，解决了深层问题以后，发展型和享受型消费仍将会有长足发展；中西部地区差距比较大，后发优势比较明显。所以我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长潜力。

行业及区域环境

城镇化建设是我国房地产发展的长期驱动力，为房地产行业提供发展空间；在宏观经济增速下滑和持续调控的背景下，国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整阶段

1991 年，我国启动住房制度改革，加之我国城镇化建设的推进，国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程推进了人



口结构的转换，房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。1991~2014年，我国城镇化率从26.9%提升至54.8%，年均提升1.2个百分点；同期，我国商品房销售面积从0.3亿平方米上升至12.1亿平方米，年均增长率为17.4%。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续推进和质量的提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。

2005~2013年为房地产市场持续快速发展阶段，房价上涨过快、民众住房难、市场投机等问题愈加突出，行业“过热”迹象逐步显现。在此时期，政府开始加强对房地产市场的宏观调控，包括加快建立房地产市场发展的长效机制，推进市场配置与政府保障相结合的住房制度等。2010~2013年，房地产调控政策更趋于严厉，“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“国八条”等政策相继出台。2014年上半年，随着宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。2014年，全年完成房地产开发投资9,503.6亿元，同比增长10.5%，增速同比下滑9.3个百分点。国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整期。

2014年以来，房地产调控政策思路出现重大调整，市场化和去行政化的政策陆续出台；购房政策的放松，在短期内有效释放了市场需求；货币政策的宽松，有效降低了购房者和房地产企业的资金成本

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2014年，政府工作报告提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性；2015年，政府工作报告再次提出，我国房地产行业政策面将延续市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

在购房政策方面，2014年6月，呼和浩特率先取消限购政策，各地方政府相继取消“限购令”，目前仅有北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市仍继续执行限购。2014年9月，央行、银监会下发通知，下调首套房首付比例、贷款利率下限，放宽首套房认定，放开外地人限贷等。2015年以来，更多的购房支持政策陆续出台，包括降低首付比例，进一步放松“限购”政策，调整税收政策等。购房政策的变化，短期内有效地释放了市场需求，促进了房地产市场的回暖。

表 1 2014 年 9 月以来国内房地产政策

时间	政策	主要内容
2015.09	公积金政策调整	实施多项举措，切实提高住房公积金使用效率，全面推行异地贷款业务
	首付比例调整	对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
	首付比例调整	对拥有 1 住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由 30%降低至 20%
2015.08	“限外令”调整	放开境外个人在中国购房的时限、数量要求，降低了外商投资房地产企业的门槛
2015.03	税收政策调	个人住房转让营业税免征年限由 5 年恢复至 2 年
	“3.30”新政	使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为 20%；拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的，再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%
2014.10	公积金政策调整	职工申请公积金贷款由连续缴存 12 个月调整为 6 个月
2014.09	“9.30”新政	首套房首付最低 30%；放宽“首套房”概念、放开 3 套房限贷令；放开外地人限贷政策

资料来源：根据相关网站整理

在货币政策方面，为支持实体经济的发展，我国采用了适度宽松的货币政策，对房地产市场构成了实质性的支持。2014 年 11 月以来，央行通过下调准贷款利率、存款准备金率，以及 SLO 和 MLF 等流动性调节工具释放流动性。适度宽松的货币政策为市场提供了较为充足的流动性，购房者和房地产企业的资金成本有所下降，有效支持了需求的增长和投资的恢复。此外，国内债券市场的政策变化拓展了房地产企业的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，房地产企业的资金成本压力在一定程度上得到了缓解。

表 2 2014 年 11 月以来我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.10	2015.08	2015.06	2015.05	2015.02	2014.11
≤1 年	4.35	4.60	4.85	5.10	5.35	5.60
(1,5] 年	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	6.00
>5 年	4.90	5.15	5.40	5.65	5.90	6.15

数据来源：中国人民银行

总体而言，未来市场化和去行政化理念将进一步得到贯彻，宽松货币政策在需求和供给两个方面对房地产市场形成较强的支持。

政策的转变有效地促进了房地产市场的回暖，销售规模 and 价格逐步企稳回升，但短期内投资仍处于探底阶段

2014 年，商品房销售呈现先抑后扬的走势：1~5 月，房地产销售面积增速同比大幅下降至负区间；6~12 月，在新出台房地产政策的刺激下，房地产市场销售量增速快速下降趋势有所改观，并逐步完成筑底。2014 年，国内完成商品房销售面积 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%；商品房销售额 76,292.4 亿元，同比下降 6.3%。在严峻的销售形势下，房地产开发商普遍通过价格优惠等方式着力降低库存，商品房价格出现调整。根据一手房价格 288 指数，2014 年上半年商品房价格环比增速快速回落，而下半年持续低位运行。从综合指数来看，2014 年 1 月国房景气度指数为 96.9，随后逐月下降至 12 月的 93.9，累计降低 3.0。

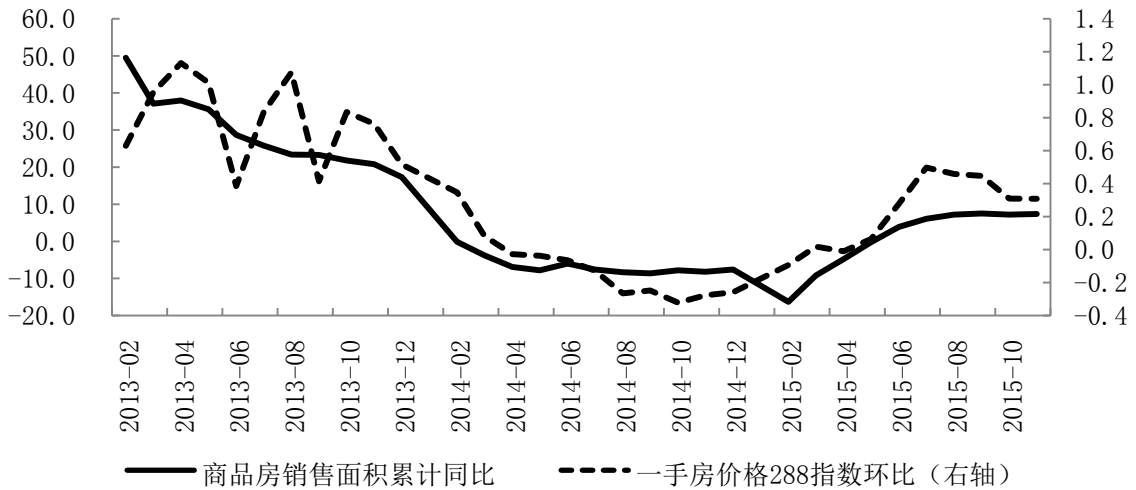


图 1 2013 年以来我国房地产市场销售及价格变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

2015 年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但政策宽松效果逐步显现，商品房销售主要指标有所回升。销售量方面，经过春节时期的交易低迷之后，商品房销售规模增速明显加快。2015 年 1~11 月，国内商品房销售面积为 10.9 亿平方米，同比增长 7.4%；销售额为 74,522.2 亿元，同比增长 15.6%；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数 6 月起出现小幅回升，由 2015 年 5 月的 92.4 增至 11 月的 93.4。

投资方面，房地产企业仍以库存为主要目标，开工意愿不高，2015 年 1~11 月，土地成交价款同比大幅下降 26.0%，新开工面积同比下降 14.7%，房地产开发投资增速继续下降至 1.3%，增速同比减少 10.6 个百分点。但在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，预计房地产开发投资将温和回升。

目前来看，在房地产调控政策的陆续退出，以及宽松的货币政策支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升；但目前房地产企业以去库存为主要目标，开发投资仍处于短期内探底阶段。

市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显；一、二线城市市场的向好带动了市场的回暖，但三线及以下城市库存问题仍然突出

2015年4月以来，新政策使得销售规模出现明显回升，房地产市场供需两端的调整使得库存压力得到了一定释放，基本实现动态平衡，待售商品房面积环比增速均低于1%。但由于前期基数较大，且三线及以下城市去库存较为困难，国内商品房库存仍处于高位。

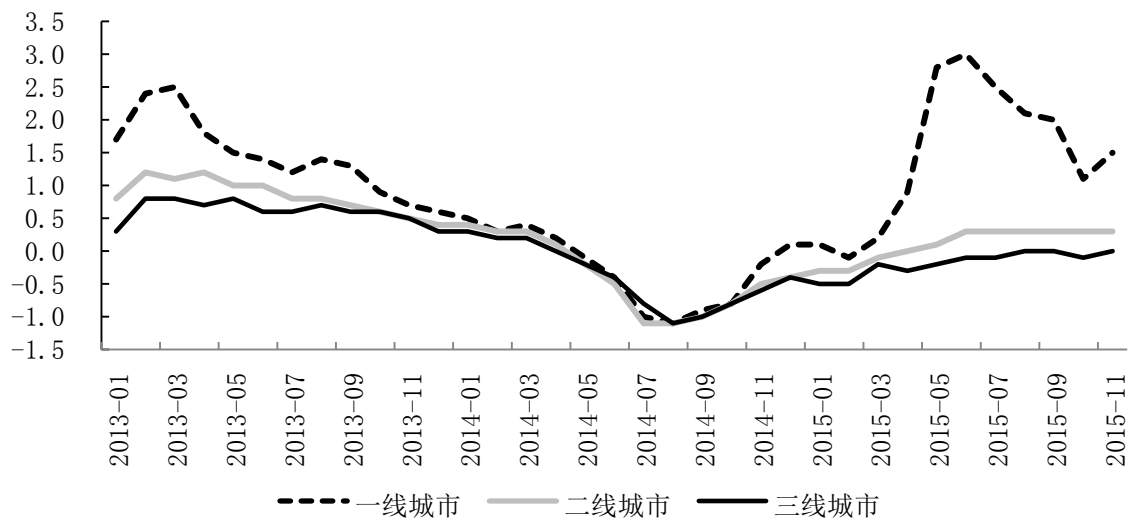


图2 2013年以来我国70个大中城市新建住宅价格指数环比情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果不甚理想。2013年以来，长期的调控政策使得一、二线城市商品房价格增速快速回落，而房地产支持政策的出台释放了较大的需求，一、二线城市，尤其是一线城市商品房价格快速回升。2015年3月以来，一线城市商品房销售量明显增长，价格环比增速均高于2%，随着大型房地产企业积极进入，一线房地产市场将呈现量价齐升的态势；二线城市价格小幅上升，库存压力亦得到有效释放；而三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，仍面临较大的去库存压力。根据易居研究院发布数据，截至2015年9月末，国内一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为10.0个月、12.4个月和19.5个月，一线城市已经连续9个月存销比低于12个月，已出现库存不足的情况。

因此，本轮房地产市场的回暖主要缘于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2011年以来销售金额集中度明显高于销售面积集中度，大型房地产企业总体上拥有较强的议价能力；2014年，销售金额集中度的上升幅度明显高于销售面积上升幅度，首先是大型房地产企业凭借其自身雄厚的资金实力和运营能力，项目开发明显向一二线城市等发展前景较好的区域倾斜，销售单价有所提升；其次是大型房地产企业拥有优质的客户资源和品牌溢价能力，为其销售金额的较快提升提供了一定的支撑。2011年以来，万科企业股份有限公司、绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司、中海地产集团有限公司、大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司先后跻身年签约金额千亿元企业行列。2015年，恒大地产集团有限公司成为万科企业股份有限公司和绿地控股集团有限公司之后第3家销售额突破2,000亿元的企业；前十名企业销售金额在725亿元以上，行业前十名销售金额集中度达到16.87%，组成国内房地产市场的领军集团。

级别	2015年	2014年	2013年	2012年
房地产企业销售金额集中度				
TOP10企业	16.87	16.92	13.72	12.76
TOP20企业	22.82	22.79	18.88	17.98
TOP50企业	31.74	31.15	26.23	24.57
TOP100企业	39.64	37.78	-	-
房地产企业销售面积集中度				
TOP10企业	11.31	10.44	8.62	7.72
TOP20企业	14.62	13.65	11.46	10.38
TOP50企业	19.94	18.72	15.88	14.21
TOP100企业	24.65	22.30	-	-

数据来源：中国房产信息集团（CRIC）、克而瑞研究中心

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来3~5年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度。

¹ 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额；面积集中度=企业销售面积/统计局公布的全国商品房销售面积。2015年度全国商品房销售金额是根据前11月累计同比增幅推算12月同比增幅所得。

经营与竞争

房地产销售业务是公司收入和利润的最主要来源；2012~2014年，公司营业收入和毛利润逐年稳定增长，随着房地产行业步入调整期，公司毛利率水平逐年小幅下降

公司主营房地产开发销售业务，经过多年经营，已成为国内房地产销售排名前列的专业化房地产开发企业。2012~2014年，公司营业收入及毛利润均逐年稳定增长，年均复合增长率分别为 25.81%和 18.37%；受房地产行业步入调整期影响，毛利率逐年小幅下降，但仍高于 30%。房地产销售业务是公司收入和利润的最重要来源，占收入和毛利润的比重始终在 90%以上。其中，住宅地产是公司房地产业务的主要构成，收入占营业收入比重高于 80%，毛利润占比高于 70%。公司的产品主要为刚需产品，90%左右的住宅产品是 144 平方米以下的中小户型，市场消费需求较好。公司其他业务主要是建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览和服务费等，毛利率较高，但对收入和毛利润的贡献较小。

表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	634.00	100.00	1,090.56	100.00	923.56	100.00	689.06	100.00
房地产销售	601.74	94.91	1,055.87	96.82	892.90	96.68	663.14	96.24
其他业务	32.26	5.09	34.69	3.18	30.66	3.32	25.91	3.76
毛利润	222.48	100.00	349.34	100.00	297.00	100.00	249.34	100.00
房地产销售	204.97	92.13	330.77	94.68	279.04	93.95	233.72	93.74
其他业务	17.51	7.87	18.57	5.32	17.96	6.05	15.61	6.26
综合毛利率	35.09		32.03		32.16		36.19	
房地产销售	34.06		31.33		31.25		35.24	
其他业务	54.27		53.53		58.58		60.24	

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 1~9 月，公司营业收入为 634.00 亿元，同比增长 21.42%，毛利润为 222.48 亿元，同比增长 26.68%，毛利率为 35.09%，同比增长 1.46 个百分点，随着结转的房地产项目面积增加，公司收入同比有所增长，同时受益于高毛利项目的结转，公司毛利率略有提升。

整体来看，2012~2014 年，公司营业规模保持稳定增长，随着房地产行业步入调整期，毛利率水平略有下降。预计未来 1~2 年，凭借很强的竞争优势，公司经营规模将保持稳定增长。

公司具备专业化房地产开发能力，拥有很高的品牌知名度，始终处于行业领先地位；公司“3+2+X”城市群布局效果良好，项目覆盖区域较广

公司是国内最大的住宅房地产开发商之一，品牌知名度很高，截至 2015 年 9 月末，公司已进入 60 个城市，项目覆盖区域较为广泛。公司始终处于国内房地产行业前列，连续五年获得中国房地产行业领导公司品牌。根据中国指数研究院统计数据，根据 2014 年度签约销售金额排名，公司位列第 4 名。2014 年末，公司品牌价值达到 306.80 亿元，同比增长 17.60%，蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”，获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选的“2014 中国房地产百强企业综合实力 TOP10 第二名”，并连续多年获评“沪深上市房地产公司综合实力 TOP10 第二名”，以及沪深上市房地产公司投资价值、财务稳健性和财富创造能力 TOP10 第二名等荣誉。

公司坚持以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业。在产品战略方面，公司坚持以普通住宅开发为主，逐渐形成了康居、善居、逸居、尊居四大产品系列，覆盖中高端住宅、公寓、别墅多种物业形态。在品牌战略方面，公司提出“和者筑善”品牌理念，并将品牌理念融入产品开发、物业服务等经营活动中，不断提高公司品牌价值。

表 5 2012~2014 年公司主营业务收入及占比情况（单位：亿元、%）

地区 ²	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
珠三角	327.79	30.06	268.01	29.02	141.35	20.52
长三角	205.14	18.81	172.45	18.68	137.17	19.92
环渤海	251.22	23.04	177.62	19.24	168.60	24.48
成渝区	152.51	13.99	148.77	16.11	132.58	19.25
其他城市区域	153.67	14.09	156.56	16.95	109.04	15.83
合计	1,090.33	100.00	923.41	100.00	688.74	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司实施“3+2+X”城市群布局策略，重点关注以广州为代表的珠江三角洲一带，以上海为代表的长江三角洲地区，以及以北京为代表的环渤海经济圈，形成珠三角、长三角和京津冀等三大核心城市圈，并逐渐辐射至成都、重庆为中心的成渝区，以及其他中部城市群。2012~2014 年，珠三角、长三角及环渤海三个区域的收入占公司总收入比重保持在 65%以上。2014 年，公司在珠三角城市群销售规模首次突破 400 亿元，长三角、环渤海城市群销售规模均突破 200 亿元，成渝及中部城市群销售规模均分别超过 150 亿元。整体来看，公司已形

²珠三角包括：广东。长三角包括：上海、江苏、合肥、浙江。环渤海包括：北京、天津、青岛、辽宁、河北。成渝区包括：四川、重庆。其他城市区域包括：湖北、郑州、湖南、长春、包头、南昌、陕西。

成较完善的城市区域布局，并且在珠三角、长三角及环渤海等需求较好的区域保持良好的销售业绩。

公司市场定位准确，坚持刚需型产品为主，2012年以来历年签约销售金额均突破千亿元且保持逐年增长，综合竞争力很强

公司坚持普通住宅为主，其中 144 平方米以下的普通住宅为最主要的销售产品。凭借清晰准确的产品市场定位，2012~2014 年，公司签约金额和签约面积均保持逐年增长，签约销售额突破千亿，行业排名保持在领先地位。其中 2014 年，公司成交的商品房中住宅占比达到 80%，其中 144 平方米以下的普通住宅成交套数占比超过 90%。在整体市场销售量同比下滑的背景下，公司凭借坚持刚需产品的市场定位，以及较好的创新推广方式和销售模式，取得了良好的销售业绩，签约金额和签约面积同比分别增长 9.09%和 0.21%，按商品房销售金额计算的全国市场占有率同比提升 0.25 个百分点至 1.79%，按商品房销售面积计算的全国市场占有率同比提高 0.07 个百分点至 0.88%。2015 年 1~9 月，公司实现签约销售金额 1,097.88 亿元，同比增长 19.60%，在“2015 年前三季度中国房地产企业销售 TOP100”中排名第四³；实现签约面积 857.63 万平方米，同比增长 19.91%。2012 年以来，公司房地产签约销售均价逐年增长，主要是受益于一、二线中心城市的战略布局。

表 6 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

地区	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
新开工面积	1,069	1,772	1,692	1,410
竣工面积	724	1,363	1,264	943
签约金额	1,097.88	1,366.76	1,252.89	1,017.39
签约面积	857.63	1,066.61	1,064.37	901.13
结算金额	601.74	1,055.87	892.90	663.14
结算面积	-	954.52	870.84	636.08
销售签约均价(元/平方米)	12,801	12,814	11,771	11,290

资料来源：根据公司提供资料整理

项目开发建设方面，公司坚持以销定产的原则，审慎控制开工节奏，2012~2014 年，公司新开工面积稳定增长，其中 2014 年新开工面积 1,772 万平方米，同比增长 4.73%；随着项目逐渐完工，竣工面积稳定增长，2014 年实现竣工面积 1,363 万平方米，同比增长 7.83%。2015 年 1~9 月，公司新开工面积有所下降，同比减少 16.30%，竣工面积同比增长 7.60%。整体来看，公司新开工及竣工面积的增加为可持续增长奠定良好基础，未来公司将继续加快推货节奏，有效提升全新开盘数量。

综合来看，公司是我国领先的房地产开发商，拥有良好的品牌知

³ 数据来源：克而瑞信息集团、中国房地产测评中心。



名度；公司对终端市场的实际需求把握准确，2012年以来签约销售额突破千亿，规模优势明显，综合竞争实力很强。

公司坚持一、二线中心城市为主的战略布局，获取土地方式灵活，拿地成本较低，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张

在投资开发方面，公司坚持一、二线中心城市为主的“3+2+X”的区域布局战略，实施等量拓展原则，2012~2014年，公司新增项目及新增权益容积率面积均有所波动。

2013年，在市场出现一定回暖的情况下，公司拿地积极，新增项目及购置土地较多。2014年，北京、上海、广州等14个主要城市⁴的住宅（含商住）土地供应、成交面积同比大幅萎缩，但成交下滑的同时土地出让底价继续攀升。由于房地产企业普遍加大在核心城市的布局，部分热点城市的土地竞拍依然激烈，成交地价不断创出新高。因此，面对市场销售低迷、土地价格居高不下的情况，公司执行审慎拓展原则，土地获取更加谨慎，拓展更具针对性。2014年，公司新增项目个数同比减少14个，新增权益容积率面积同比下降34.82%，新增权益地价同比下降26.96%。2015年1~9月，公司持续优化区域布局，适时补充土地资源，新拓展项目28个，同比保持稳定，新增地价329亿元，新增容积率面积728万平方米，同比减少13.07%，平均楼面地价为4,524元/平方米，同比增长13.16%。

表7 2012~2014年及2015年1~9月公司土地储备拓展情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

项目	2015年1~9月	2014年	2013年	2012年
新增项目个数	28	40	54	40
新增权益容积率面积	539	861	1,321	861
新增权益地价（亿元）	-	298	408	-
期末规划总建筑面积	12,658	12,458	11,217	9,238
期末待开发建筑面积	5,021	5,069	4,925	4,278
平均楼面地价 ⁵	4,524	3,485	3,111	3,386

资料来源：根据公司定期公告整理

公司主要通过招拍挂方式获取土地，同时也积极尝试旧城改造、棚户区改造及合作开发等多种方式获取土地。2012年以来，公司逐步增加合方式获取项目，合作方主要为品牌房地产开发商以及专业房地产基金，其中2012年通过合作方式获取的项目为24个，2013年及2014年公司通过合作方式获取或后期通过合作方式开发的项目分别为29个和25个⁶；对于合作开发的项目，公司与合作方按照股权比例投资并分配收益。公司土地购置成本整体处于较低水平，2012~2014年及2015

⁴ 14个主要城市，包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、杭州、南京、成都、武汉、东莞、佛山、无锡和苏州，上述城市拥有较多年度历史数据可连续观察。

⁵ 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。

⁶ 项目数据根据公司年报整理。



年 1~9 月，公司平均楼面地价占平均销售单价的比重分别为 29.99%、26.43%、27.20%和 35.34%，占比整体较低，公司定价空间较大。整体来看，公司获取土地方式多样化，有利于公司控制土地成本，同时合作方式的加强有利于公司进一步提升获取新项目的能力。

在项目资源分布方面，截至 2015 年 9 月末，公司累计进入 60 个城市，进一步完善深化了城市群布局；此外，公司自 2014 年以来逐步拓展海外项目，2015 年 5 月和 8 月分别取得澳大利亚两个项目。截至 2015 年 9 月末，公司共有在建及拟建项目 249 个，总占地面积 4,550 万平方米，规划总建筑面积 12,658 万平方米，可售容积率面积 9,327 万平方米，待开发面积 5,021 万平方米，其中一、二线城市占比超过 74%。公司项目开发节奏保持稳定，现有土地储备充足，并且项目主要集中在—、二线城市，能够满足其未来 2~3 年的持续开发。

整体来看，公司根据市场行情，审慎购置土地，土地储备总量充足，能够支撑其业务规模的持续扩张；资源分布以一、二线中心城市为主，能够受益于中心城市人口密集、规模聚集效应等优势而具备良好的发展前景。

公司逐步推进商业、养老地产等房地产相关领域的发展，多元化的发展有利于形成良好的协同效应，进一步增强公司综合竞争力

近年来，公司坚持“以住宅开发为主，有计划地增持国家中心城市的商业地产”发展战略，相继拓展了商业、养老地产等房地产相关领域。

具体来看，公司商业地产业态涵盖写字楼、酒店、展馆、购物中心等商业形态，2014 年，公司自持物业实现租金收入 10.30 亿元，同比增长 13.10%，目前商业地产对公司收入及利润的贡献度较小。截至 2014 年末，公司共持有 6 家酒店，2014 年酒店入住率同比有所上升，平均租金略有下降。同期，公司共持有 2 家购物中心，1 家展馆和 2 家写字楼，此类物业主要位于广州，出租率保持在较高水平。

养老地产方面，2013 年，公司正式发布了“以全产业链方式进军养老产业，打造机构养老、社区养老和居家养老‘三位一体’的中国式养老体系”养老产业战略。公司已成立“和熹会”养老品牌，开发 5 个养老地产项目，品牌影响不断扩大，其中北京“和熹会”成为机构养老试点，入住率超过 64%。2014 年，公司继续推进三位一体的养老战略，在居家养老方面，公司推出养老公寓实体样板房；在社区养老方面，公司大力投入推动 51 个社区适老改造，社区适老改造有利于突出公司住宅产品的差异化特点，提高产品竞争力。2015 年 11 月，公司与太平人寿保险有限公司达成合作协议，将在养老地产开发、运营服务平台搭建、保险客户养老服务、产业链上下游投资等多个方面进行全面合作，与保险公司的合作有助于增强公司养老地产开发的融资能力。随着中国逐步进入老龄化社会，养老服务的需求程度不断加强，公司养老地产业务具有较好的发展前景。此外，2015 年 4 月公司发布



“5P”战略，即以养老地产、全生命周期绿色建筑、社区 O2O、保利地产 APP 以及海外地产 5 个方面为核心的创新发展战略；2015 年 9 月，公司的 O2O 社区商业“若比邻”开始运行；新战略有利于公司进一步拓展向房地产相关产业的延伸。

表 8 截至 2014 年末公司持有物业情况

出租 物业 类型	项目名称	总建筑 面积(平 方米)	客房数/可 供出租面积 (平方米)	入住率 /出租 率(%)	收入 (万元)	平均房价(元/间/ 夜)/平均租金(元 /平方米/年)
酒店	佛山保利洲际酒店	63,795	445 套	55	13,192	631
	成都保利公园皇冠 假日酒店	59,190	345 套	39	5,953	423
	广州保利山庄酒店	8,967	95 套	57	828	272
	阳江海陵岛保利皇 冠假日酒店	73,027	312 套	46	7,267	844
	重庆皇冠假日酒店	60,855	326 套	36	4,336	426
	广州科学城皇冠假 日酒店	18,434	251 套	40	962	349
购 物 中心	佛山保利水城	115,779	69,100	99	8,327	847
	广州保利中环广场	58,741	52,895	96	10,311	1,687
展馆	广州保利世贸中心	335,696	167,323	70	35,261	2,438
写 字 楼	广州保利中心	66,370	61,767	91	12,573	1,862
	广州保利国际广场	55,954	30,060	100	4,032	1,341

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司参股 40%的信保(天津)股权投资基金管理有限公司(以下简称“信保基金”)的房地产基金业务规模保持增长，基金募集资金已投入公司多个项目，截至 2014 年末基金管理规模超过 280 亿元，连续三年被清科集团评为“中国房地产基金十强”第一名。信保基金为公司拓宽了资金来源，未来将作为公司开发房地产金融业务的重要平台，为公司提供了较稳定的资金来源。

整体来看，公司商业地产等相关产业链稳步发展，目前对收入和利润贡献度较小，但未来可同住宅地产形成良好协同效应，增强公司整体竞争力。

公司能够得到股东的财务支持，同时公司融资渠道较丰富，融资能力较强，项目拓展始终能够获得良好的资金支持

公司实际控制人保利集团作为直接隶属于国务院国资委的大型央企，具有经国家批准的军品进出口贸易资质，连续多年位居全国军贸企业前三甲；同时，其在资源开发和文化艺术等领域也有很强实力。保利集团主要通过集团借贷、担保等方式为公司提供资金支持，截至 2015 年 9 月末，公司获得保利集团财务资助为 10.53 亿元，获得保利

集团下属的保利财务有限公司财务资助 35.08 亿元。此外，保利集团具有的品牌优势为公司的业务拓展和项目取得提供了有力支持。

公司融资渠道较丰富，首先，公司作为房地产龙头企业具备很强的品牌优势，能够和各大银行、金融机构保持良好的合作关系，截至 2015 年 9 月末，公司共获得的授信总额合计 2,653 亿元，已使用授信额度 859 亿元，剩余未使用授信额度为 1,794 亿元。其次，公司已多次发行债券融资工具，债券市场融资通畅，并且资金成本较低，有利于公司优化债务结构，截至 2015 年 6 月末，公司有息债务的综合资金成本为 5.68%。2015 年 12 月，公司完成发行债券“15 保利 01”和“15 保利 02”，票面利率分别为 3.40%和 3.68%，资金成本保持在很低水平。此外，公司作为上市公司，可通过发行股票获取资金。2015 年 3 月 17 日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过 100 亿元（含 100 亿元），并于 2015 年 12 月 16 日通过中国证监会发行审核委员会审核，尚须获得中国证监会的核准后方可实施。整体来看，公司融资能力较强，项目拓展可获得充足的资金支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2015 年 9 月末，保利南方持有公司 41.95%的股权，保利集团直接持有公司 1.98%的股权，由于保利南方为保利集团的全资子公司，因此保利集团是公司的实际控制人，公司最终控制人为国务院国资委。

公司按照《公司法》、《证券法》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了较为规范的法人治理结构，拥有严谨管理架构，管理水平较高。公司设股东大会，为最高权力和决策机构；设董事会，董事 9 名，其中独立董事 3 名，董事会对股东大会负责，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会。公司设监事会，对董事、管理层及公司日常运营进行监督。

战略与管理

公司围绕“三个为主”和“三个结合”的经营方针，以打造中国地产长城为企业发展愿景，提高运营效率，加强精细化管理，实现企业持续平稳健康发展。“三个为主”，一是以房地产开发为主，拓展相关产业；二是以省会及中心城市为主，逐步辐射有经济发展潜力的二三线城市；三是以住宅开发为主，有计划地增持中心城市的商业地产。“三个结合”，一是扩大经营规模与提高开发效益相结合，坚持结合市场形势合理扩大企业经营规模，同时不断推进精细化管理，实现开发效率的提升和企业盈利能力的增强；二是开发性收入与经营性收入相结合，通过滚动开发商品住宅项目，加快资金周转，同时在重点城市适度开发建设标志性的物业，形成稳定的经营性收入；三是资产经营与资本运营相结合，以扎实的资产经营为基础，依托资本市场融资，



快速增强综合开发实力。同时，公司将以现金流管理为核心，提高项目开发计划管理的精细度，发挥好绩效考核，重视各区域经营性现金流的平衡。公司在不断做强房地产主业的同时，把握资本市场机遇，创新融资方式、盘活存量资产。公司也将积极推进管理机制和养老地产业务尚的创新；继续加强战略研究，积极探索海外拓展，推进养老地产战略持续落地，丰富社区商业产品线建设。

公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，为公司健康发展奠定了良好基础。在对外投资管理方面，公司执行集团化统一管控，并制订了《重大投资决策制度》、《项目拓展手册》等规范制度，加强对项目运作过程中重大节点的把控，逐步健全项目后评估机制，推进投资管理的精细化。在产品质量管理方面，公司制订了《工程管理细则》、《设计管理纲要》、《品牌管理守则》、《考核验收办法》等质量管理者制度，形成了公司科学全面的质量管理体系。在销售与收款管理方面，公司制订了《房地产销售过程控制程序》、《房地产回笼控制程序》等一系列制度和流程，对房地产项目认购、签约、回款等关键环节进行规范。在子公司管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管理，在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度自主权。随着公司业务日益多元化以及新建项目的增长，公司人员规模快速增长，对公司管控能力提出了更高要求。

抗风险能力

宏观调控导致房地产行业集中度有所上升，我国城镇化进程使行业龙头企业面临良好的发展前景。虽然行业整体利润水平出现下滑，公司毛利率水平有所下降，但长期来看公司作为房地产行业的龙头企业之一，在融资能力、土地获取、品牌价值等方面均具备很强的竞争力。从战略上来讲，公司坚持以普通住宅开发为主的经营策略，2012年以来销售业绩均突破千亿元并持续增长，规模优势明显。同时公司土地储备较为充足，区域布局较完善，能够支持公司未来业务的拓展。此外，公司能够获得股东资金支持，并且自身融资能力较强，项目的拓展能获得良好的资金支持。综合来看，公司具备极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2012~2014年审计报告及2015年1~9月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012~2014年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2015年1~9月财务报表未经审计。

资产质量

2012年以来，随着项目的滚动开发公司资产规模逐年增长，存货占比很高，存货结构较合理，资产周转效率逐年有所提高

2012年以来，公司资产规模随着业务的拓展而逐年增长，以流动资产为主，占总资产比重维持在95%以上，其中存货占比很高，货币资金占总资产比重保持在11%左右。

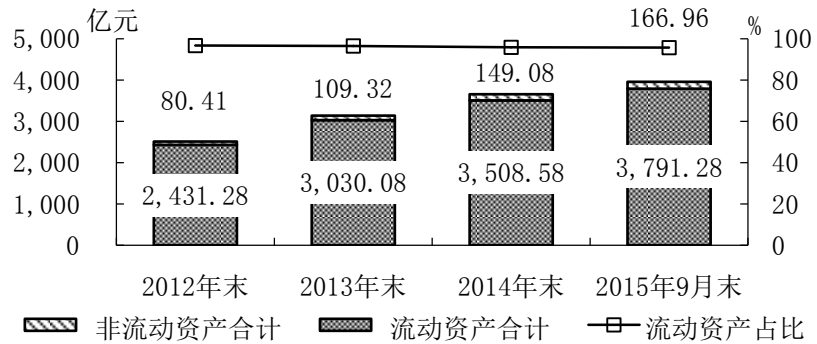


图3 2012~2014年末及2015年9月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、预付款项和其他应收款等构成。2012年以来，公司存货逐年增长，其中2013年存货同比增长26.50%，主要是地产项目地价和工程款投入增加所致；2014年存货为2,671.92亿元，同比增长11.37%，主要为开发成本和开发产品，分别为2,309.45亿元和362.27亿元，占存货比重分别为86.43%和13.56%，库存结构保持在合理水平。2014年，公司新增计提存货跌价准备4.63亿元，其中“绍兴保利湖畔林语”项目计提跌价准备3.93亿元，“大连保利西海岸”项目计提跌价准备0.70亿元⁷。

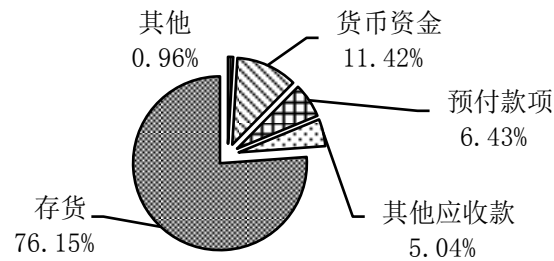


图4 2014年末公司流动资产构成情况

2012~2014年末，公司货币资金逐年增加，占资产的比重分别为13.01%、10.75%和10.95%，比重较为合理；其中2014年货币资金为400.70亿元，同比增长18.71%，银行存款为393.42亿元，其他货币资金为7.18亿元。2012~2014年末，公司预付款项逐年稳定增长，主要包括预付地价款、土地保证金、工程款和房地产项目合作款等，2014

⁷ 公司按照期末当地市场状况和项目实际销售情况对“绍兴保利湖畔林语”和“大连保利西海岸”项目计提跌价准备。



年预付款项为 225.66 亿元,同比增长 17.07%,一年以内占比为 60.09%,预付款项前五名占比为 33.07%。

2012~2014 年末,公司其他应收款大幅增长,主要为公司加强了通过合作获取项目的方式,因此来自子公司合作方以及联营合营企业的往来款增加,2014 年其他应收款为 176.78 亿元,同比增加 99.41 亿元,其中合作方往来款为 82.89 亿元,占比 46.89%,联营合营企业往来款 69.98 亿元,占比 39.59%,随着公司以合作开发方式介入的项目逐年增加,其他应收款增幅较大。2015 年 9 月末,公司其他应收款为 233.38 亿元,较 2014 年末增长 32.02%;其他的主要流动资产科目较 2014 年末无显著变化。

公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、固定资产和递延所得税资产构成,2012 年以来,公司非流动资产占总资产的比重均保持在 5.00%以下。2012~2014 年末,公司投资性房地产有所增加,其中 2014 年末投资性房地产为 70.39 亿元,同比增长 49.29%,主要为写字楼等出租房产转入。2012~2014 年末,长期股权投资主要为公司对合营联营企业的投资,其中 2013 年末长期股权投资为 33.82 亿元,同比增加 20.31 亿元,2014 年末长期股权投资为 35.46 亿元,随着公司通过联营和合营方式开发项目的比例逐渐提升,长期股权投资持续增长。2012~2014 年末,公司固定资产逐年增长,主要为房屋及建筑物,2014 年末固定资产为 24.78 亿元,同比增长 24.82%。2012~2014 年末,公司递延所得税资产逐年增长,主要为内部交易未实现利润影响,2014 年末递延所得税资产为 13.86 亿元,同比增长 73.76%。

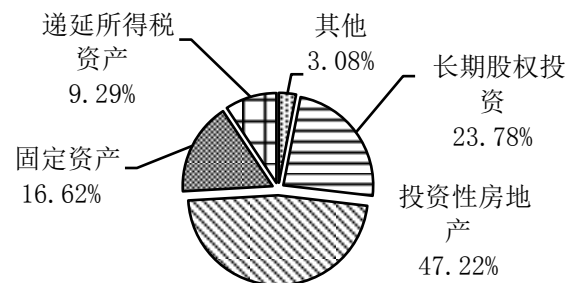


图 5 2014 年末公司非流动资产构成情况

2015 年 9 月末,公司固定资产为 30.59 亿元,较 2014 年末增长 23.45%;长期股权投资为 41.52 亿元,较 2014 年末增长 17.08%,公司共拥有 16 家合营企业,12 家联营企业;递延所得税资产为 16.63 亿元,较 2014 年末增长 20.01%;其他的非流动资产主要科目较 2014 年末无显著变化。

2012~2014 年,公司存货周转天数分别为 1,398.96 天、1,234.04 天和 1,231.45 天,存货周转效率逐年提高;应收账款周转天数分别为 4.91 天、8.21 天和 9.38 天,由于房地产开发项目存在预售模式,公司应收账款余额相对较小。2015 年 1~9 月,公司存货周转天数和应收

账款周转天数分别为 1,818.39 天和 11.70 天。

截至 2015 年 6 月末⁸，公司受限资产为 656.73 亿元，占总资产比重为 17.31%，其中受限货币资金为 6.56 亿元、受限存货为 597.90 亿元、受限固定资产为 10.04 亿元、受限投资性房地产为 42.23 亿元。

综合来看，公司资产规模随业务拓展逐年增加，资产结构较为稳定，流动资产占比极高；存货结构较为合理，周转效率逐年有所提高。

资本结构

公司负债随经营规模扩大而逐年增长，以流动负债为主；公司资产负债率较高，有息债务规模较大

2012 年以来，公司负债规模逐年增加，以流动负债为主。截至 2015 年 9 月末，公司负债为 3,079.52 亿元，流动负债占比为 71.03%。

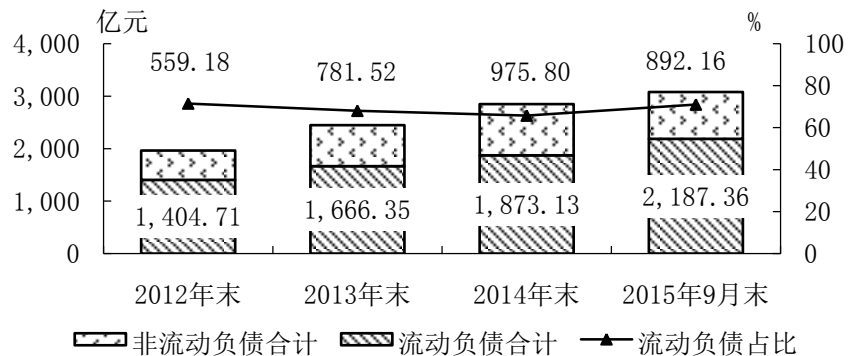


图 6 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。2012~2014 年末，公司预收账款逐年增长，主要为商品房预售款，占总负债的比重分别为 46.11%、43.78%和 39.77%；2014 年末预收款项为 1,133.01 亿元，同比增长 5.72%，账龄主要集中在 1~3 年，未来随着商品房交予客户预收款项将逐步结转为公司营业收入。

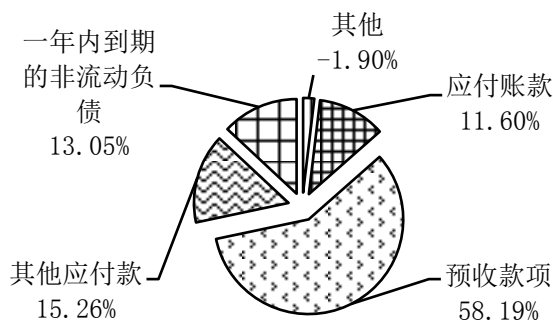


图 7 2014 年末公司流动负债构成情况

2012~2014 年末，公司其他应付款波动增长，主要为合作方往来

⁸ 公司未提供截至 2015 年 9 月末的受限资产情况。

款、关联企业往来款以及保证金押金，其中 2013 年末其他应付款为 258.35 亿元，同比增长 68.95%，随着公司采用合作方式开发项目量的增加而大幅增长；2014 年末其他应付款为 297.15 亿元，同比增长 15.02%，其中合作方往来款为 205.62 亿元，占比为 69.20%。

2012~2014 年末，公司一年内到期的非流动负债有所波动，其中 2014 年末为 254.12 亿元，全部为一年内到期的长期借款。2012~2014 年末，公司应付账款波动增长，主要为预提成本费用和应付工程款，2014 年末应付账款为 225.79 亿元，同比增长 20.94%。

2015 年 9 月末，由于公司地产项目销售良好，预收款项为 1,505.76 亿元，较 2014 年末增长 32.90%；其他的主要流动负债科目较 2014 年末无显著变化。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2012~2014 年末，公司长期借款逐年增长，占非流动负债的比重保持在 90%以上，但占比随着公司发行的长期债券增多而有所下降，2014 年末公司长期借款为 904.95 亿元，其中保证借款为 701.44 亿元。同期，公司应付债券大幅增长，其中公司于 2013 年发行了 5 亿美元债，2014 年发行了 5 亿美元债和 10 亿元人民币中期票据，2014 年末公司应付债券为 70.30 亿元。

2015 年 9 月末，公司长期借款为 758.96 亿元，较 2014 年末减少了 145.99 亿元；应付债券为 132.66 亿元，较 2014 年末增加 62.35 亿元，为公司 2015 年 2 月和 5 月发行的两期 30 亿元中期票据，公司债券融资工具主要集中在未来 4~5 年内到期。整体来看，2015 年以来公司调整了债务结构，通过较低成本的债券融资工具置换部分银行借款。

表 9 截至 2015 年 9 月末公司存续债券情况（单位：亿元/亿美元、%）

债券币种	发行日期	债券期限	发行金额	票面利率
人民币债	2014.12.26	5 年	10.00	4.80
	2015.02.13	5 年	30.00	4.70
	2015.05.25	5 年	30.00	4.60
美元债 ⁹	2013.08.06	5 年	5.00	4.50
	2014.04.25	5 年	5.00	5.25

数据来源：根据公司提供资料整理

有息债务方面，2012~2014 年末，公司有息债务规模保持快速增长且规模较大，占总负债的比重保持在 40%以上，结构以长期有息债务为主。2015 年以来，由于公司保持谨慎投资战略、新增项目较少，债务融资规模相应缩减，截至 2015 年 9 月末，公司总有息债务为 1,182.11 亿元，较 2014 年末减少 80.09 亿元，其中短期有息债务为 290.49 亿元，占总息债务比重为 24.57%。

⁹ 美元债均为半年付息一次。

表 10 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司有息债务构成及其占总负债比重¹⁰(单位:亿元、%)

项目	2015 年 9 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	290.49	9.43	286.95	10.07	209.95	8.58	256.72	13.07
长期有息债务	891.62	28.95	975.25	34.23	780.91	31.90	558.50	28.44
总有息债务	1,182.11	38.39	1,262.20	44.30	990.86	40.48	815.22	41.51

从债务期限结构来看,截至 2015 年 9 月末,公司一年以内到期的有息债务占总总有息债务比重为 24.57%,主要由一年内到期的长期借款构成。长期有息债务主要集中在 1~3 年内到期,占总总有息债务比重约为 51.60%。总体来看,公司承担的债务规模较大,债务期限结构较为均衡。

表 11 截至 2015 年 9 月末公司有息债务期限结构(单位:亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	>3 年	合计
金额	294.49	325.47	284.59	281.56	1,182.11
占比	24.57	27.53	24.07	23.82	100.00

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末,公司所有者权益分别为 547.80 亿元、691.53 亿元、808.72 亿元和 878.72 亿元,逐年增长,主要来自于股本、盈余公积和未分配利润的增加。2013 年末,公司股本为 71.38 亿元,同比无变化,资本公积为 109.64 亿元,同比增加 1.87 亿元。2014 年末,公司股本为 107.30 亿元,同比增加 35.92 亿元,主要是由于 2014 年公司以资本公积金转增股份增加股本 35.69 亿元,同时向股票期权激励对象定向发行新股募集资金 0.23 亿元。2014 年末,公司资本公积为 69.17 亿元,同比减少 40.47 亿元,主要是转增股本以及子公司购买少数股东股权所致。2015 年 9 月末,公司股本为 107.55 亿元,较 2014 年末增加 0.25 亿元,主要为向股票期权激励对象定向发行股票所致;资本公积为 70.82 亿元,较 2014 年末增加 1.65 亿元,主要为股本溢价。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末,公司未分配利润分别为 237.58 亿元、325.60 亿元、420.48 亿元和 462.00 亿元,未分配利润随着利润增加而增长。

表 12 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司主要资产负债指标情况

项目	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率 (%)	77.80	77.89	77.97	78.19
债务资本比率 (%)	57.36	60.95	58.90	59.81
流动比率 (倍)	1.73	1.87	1.82	1.73
速动比率 (倍)	0.42	0.45	0.38	0.38

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末,公司资产负债率较为稳定,处

¹⁰ 公司未提供截至 2015 年 9 月末的有息债务期限结构。

于较高水平,其中预收款项占总负债比重分别为 46.11%、43.78%、39.77% 和 48.90%;公司流动比率和速动比率略有波动,流动资产对流动负债覆盖程度整体较好。此外,公司非公开发行 A 股股票并拟募集资金总额不超过 100 亿元(含 100 亿元)的申请已通过中国证监会发行审核委员会审核,因此预计未来待公司完成定向增发,资产负债率将会有所下降。

截至 2015 年 6 月末¹¹,公司对外担保余额为 468.11 亿元,担保比率为 54.75%。其中公司对联营及合营企业提供的担保余额为 23.93 亿元;为商品房承购人提供抵押贷款担保余额为 444.18 亿元,担保类型分阶段性担保和全程担保,阶段性担保期限为自保证合同生效之日起至商品房抵押登记办妥并交银行执管之日止,公司承担阶段性担保额为 444.11 亿元,承担全程担保额为 0.07 亿元。

总体来看,公司资产负债率保持较高水平,有息债券以长期为主,规模较大,财务杠杆处于较高水平。预计未来 1~2 年,随着公司保持谨慎投资战略,债务融资规模会相应缩减。

盈利能力

2012~2014 年,公司收入规模及利润总额均保持稳定增长,毛利率略有小幅下降;公司期间费用率持续下降,费用控制较好,

2012 年以来,公司经营稳定,营业收入和利润总额逐年稳定增长,毛利率略有小幅下降。

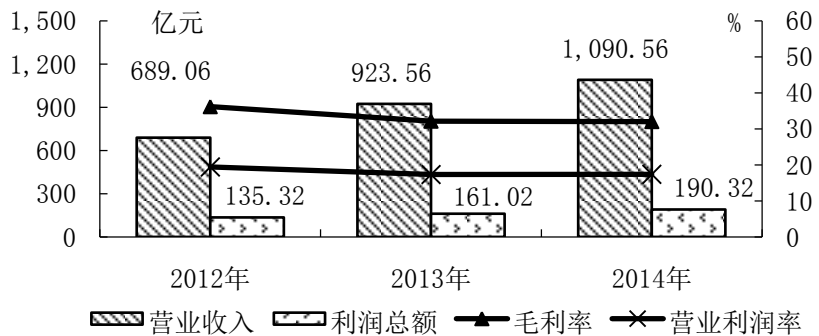


图 8 2012~2014 年公司收入和盈利情况

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成,随着房地产项目的逐步增加,两项费用逐年有所提高。2012~2014 年,公司财务费用随着融资规模的上升有所增加,其中,利息收入分别为 1.42 亿元、2.93 亿元和 4.26 亿元;计入财务费用的利息支出分别为 7.96 亿元、10.40 亿元和 15.54 亿元。此外,房地产项目在开发过程中产生的资本化费用较多,2012~2014 年,公司计入存货的资本化利息支出分别为 45.41 亿元、55.23 亿元和 71.41 亿元。整体来看,2012~2014 年,公司期间费用率持续下降,费用控制能力较好。

¹¹ 公司未提供截至 2015 年 9 月末的对外担保情况,担保明细详见附件 3。

表 13 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司期间费用及占营业收入比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	17.42	2.75	24.02	2.20	21.85	2.37	16.46	2.39
管理费用	13.49	2.13	17.23	1.58	15.76	1.71	12.23	1.77
财务费用	17.84	2.81	12.71	1.17	9.86	1.07	8.92	1.29
期间费用	48.75	7.69	53.96	4.95	47.47	5.14	37.60	5.46

2012~2014年,公司投资收益分别为4.11亿元、6.35亿元和11.53亿元,逐年增加,主要来源于联营及合营公司实现的权益利润,公司合作方式开发的项目增多,由此实现的投资收益有望逐年增长。2012~2014年,公司营业利润分别为133.94亿元、160.07亿元和189.81亿元,利润总额分别为135.32亿元、161.02亿元和190.32亿元;净利润分别为99.79亿元、118.64亿元和142.31亿元,利润水平稳定增长。2012~2014年,公司总资产报酬率分别为5.70%、5.46%和5.63%,净资产收益率分别为18.22%、17.16%和17.60%,主要盈利指标维持在较高水平。

2015年1~9月,公司营业收入为634.00亿元,同比增长21.42%,主要是公司房地产竣工交楼面积增加所致;毛利率为35.09%,同比增长1.46个百分点;同期,公司期间费用同比增加8.32亿元,其中财务费用同比增加6.88亿元,主要是不符合资本化条件的借款利息增加及汇率变动损失导致;营业利润、利润总额和净利润分别为111.30亿元、112.34亿元和80.56亿元,同比分别增长23.17%、23.91%和21.18%,利润水平随着收入的增长而有所增长;总资产报酬率和净资产收益率分别为3.27%和9.17%。

综合来看,2012年以来,公司营业收入和利润均稳定增长,费用控制能力较好,盈利能力较强。预计未来1~2年,随着公司在售项目逐步结转,公司收入和利润规模将持续增长。

现金流

受土地款项及往来款项支出较大的影响,2012~2014年公司经营性净现金流持续下降;公司在建拟建项目较多,保持着较大的投资量,有一定资金支出压力

2012年以来,公司经营性净现金流持续减少,其中2013年和2014年均均为净流出,主要是随着经营规模扩张,公司保持较大规模的土地购置及建安投入,同时公司与合营、联营企业之间的往来款增加导致经营性应收项目增加较多所致。同期,公司投资性净现金流逐年下降,2012年投资性净现金流为0.06亿元,净流入同比增加4.54亿元,主要是2012年公司投资活动减少同时转让部分项目公司股权收回投资现金较多;2013年以来投资性净现金流持续为净流出,主要为公司对联营合营企业的投资增加所致。2012年以来,公司筹资性净现金流持续



净流入且逐年增加，公司融资能力很强，近年来主要通过筹资满足现金流需求。

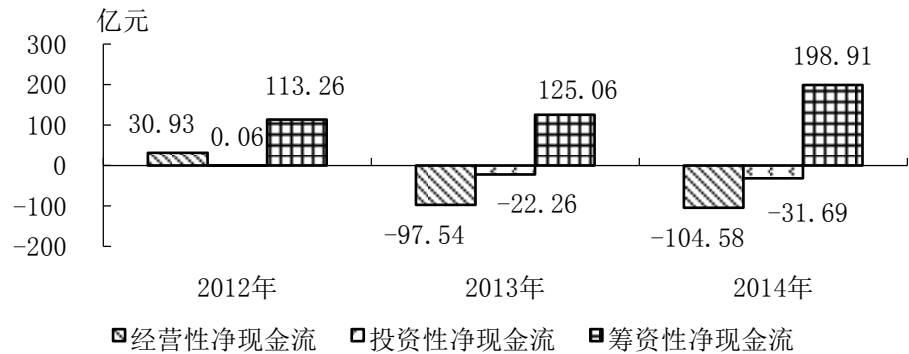


图9 2012~2014年公司现金流情况

2015年1~9月，公司经营性净现金流为196.93亿元，同比增加378.09亿元，主要由于公司销售回笼增加，以及保持审慎投资策略，新增购置土地金额相对较少；投资性净现金流为-9.87亿元；筹资性净现金流为-170.05亿元，由于公司偿还债务较多，公司筹资性现金流净流出规模较大。

表14 2012~2014年及2015年1~9月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2015年1~9	2014年	2013年	2012年
经营性净现金流/流动负债	9.70	-5.91	-6.35	2.59
经营性净现金流/总负债	6.64	-3.95	-4.42	1.77
经营性净现金流利息保障倍数	3.14	-1.20	-1.49	0.58
EBIT利息保障倍数	2.06	2.37	2.61	2.68
EBITDA利息保障倍数	2.14	2.41	2.66	2.74

2013~2014年，由于公司经营性净现金流持续净流出，资金支出主要通过筹资活动满足；同时，随着公司有息债务规模增加，利息支出扩大，EBIT及EBITDA利息保障倍数有所下降。

截至2015年9月末，公司在建拟建项目为249个，其中公司非公开发行A股股票的扣除发行费用后的募集资金将投入南京保利中央公园等11个项目。整体来看，公司未来开发项目较多，保持着较大的投资量，若公司内外部融资能力受到宏观环境、信贷政策等因素的不利影响，公司将面临一定资金支出压力。

整体来看，公司属于成长性房地产企业，受购地支出影响2013年及2014年经营性净现金流保持净流出；2015年前三季度由于公司保持审慎投资，经营性现金流为大幅净流入。预计未来1~2年，公司经营性净现金流仍将主要受公司项目拓展节奏及规模的影响。

偿债能力

2012年以来，受经营规模逐年快速增长影响，公司债务规模逐年



上升，总有息债务规模较大，资产负债率保持相对稳定。截至 2015 年 9 月末，公司总有息债务为 1,182.11 亿元，占总负债比重为 38.39%，以长期有息负债为主，公司财务杠杆处于较高水平。公司资产主要以存货和货币资金为主，存货结构较为合理，周转效率逐年提高。公司收入和利润逐年稳定增长，主要盈利指标保持在较高水平。公司经营性净现金流受土地款项及往来款项支出影响较大，未来随着项目开发的不断进行，公司保持着较大的投资量。

公司与主要银行之间保持良好的合作关系，截至 2015 年 9 月末，公司共获得的授信总额合计 2,653 亿元，剩余未使用授信额度为 1,794 亿元。同时股东保利集团能够对公司提供很强的支持，公司通过资本市场的外部融资能力很强，有利于其偿债能力的增强。

债务履约情况

根据公司提供的《企业基本信用信息报告》，截至 2016 年 1 月 5 日，公司本部无银行系统违约记录。截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的债务融资工具到期本息均已按时兑付。

结论

在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，但城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，城镇化率的提升带动城市住宅需求增长，为房地产企业提供发展空间。我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显。公司是我国房地产行业龙头企业之一，品牌知名度很高，2012 年以来签约金额均突破千亿元，具有很强的竞争实力。公司土地储备持续增长，区域布局完善，项目储备充足能够支持公司未来业务的持续扩张。此外，公司稳步推进产业链发展，未来与房地产形成协同效应有助于提高综合竞争力。随着业务拓展，公司融资规模较大，期限分布较为均衡。公司作为上市公司，融资渠道较为广泛，同时能够获得股东保利集团的外部支持。综合分析，公司抗风险能力极强。

综合分析，公司偿还债务的能力极强，本次债券到期不能偿付的风险极小。预计未来 1~2 年，公司经营总体将保持平稳。因此，大公对保利地产的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

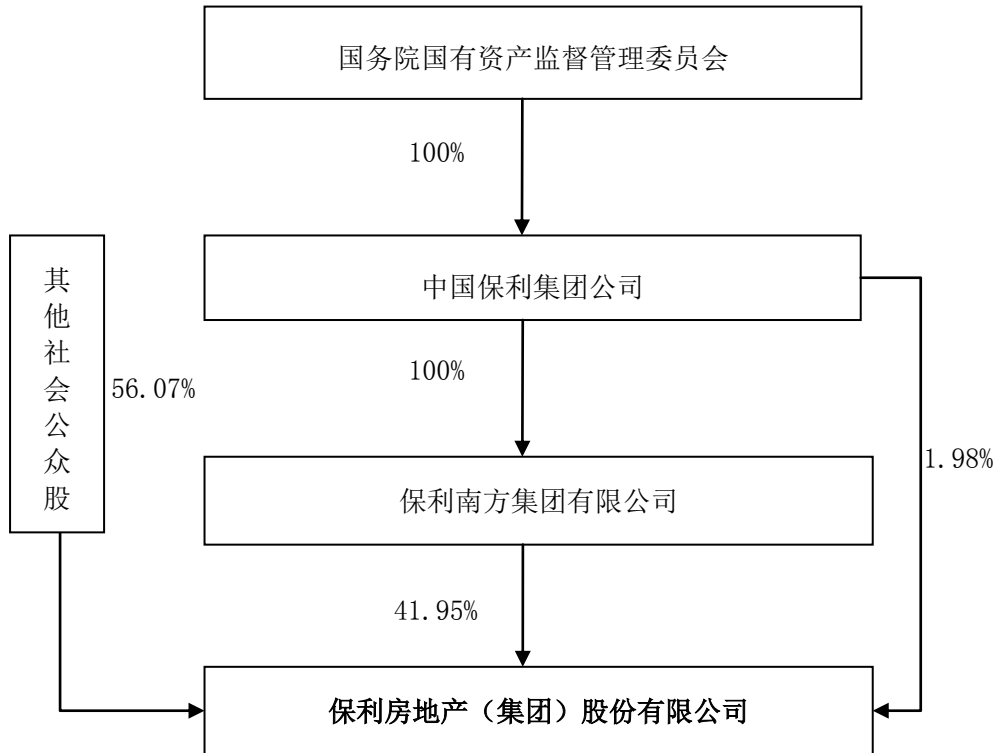
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

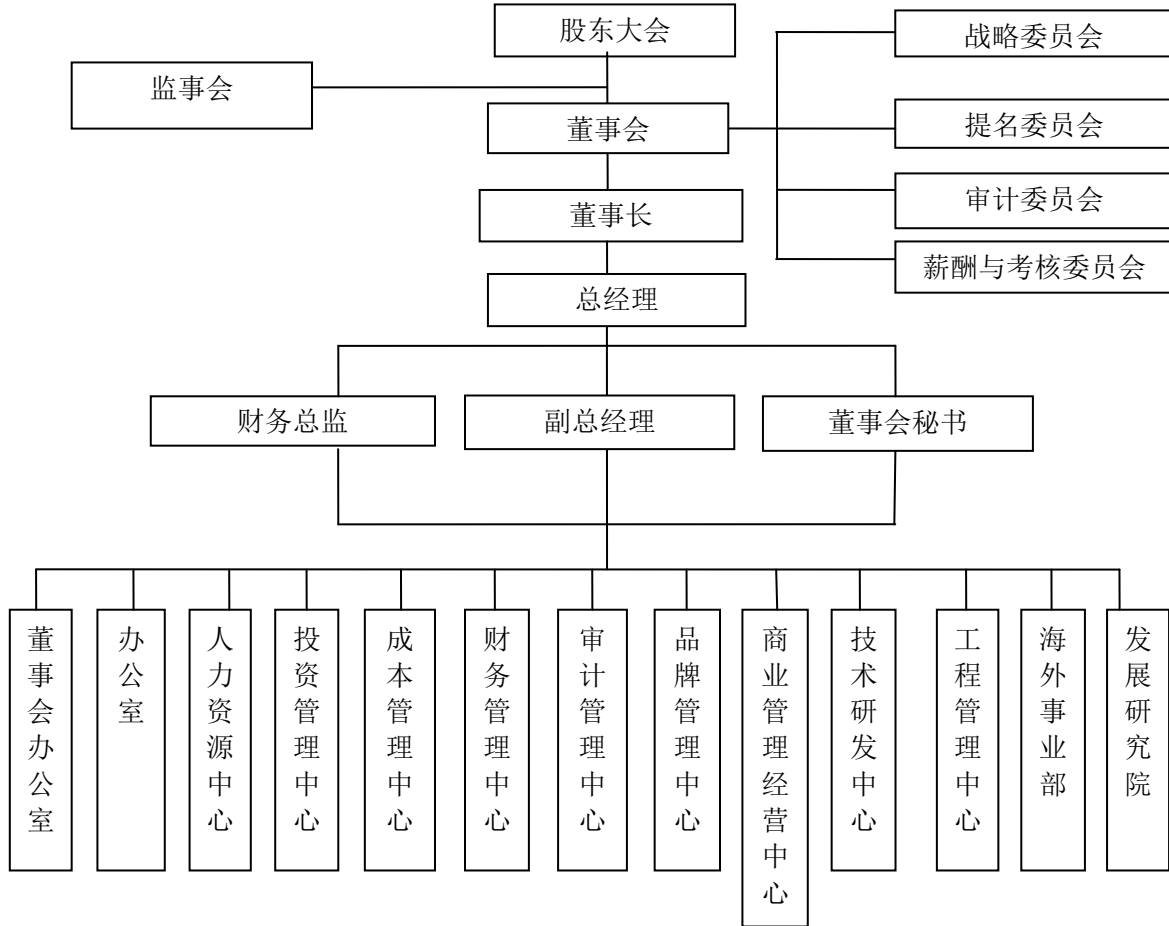
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2015 年 9 月末保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2015 年 9 月末保利房地产（集团）股份有限公司组织结构图



附件 3 截至 2015 年 6 月末保利房地产（集团）股份有限公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保期限	
		起始日	到期日
莆田中辰房地产开发有限公司	11,960	2015-01-21	2018-01-21
南京学尚置业有限公司	33,000	2013-12-03	2016-10-30
天津盛世鑫和置业有限公司	50,000	2014-07-21	2019-07-21
天津鑫和隆昌置业有限公司	10,000	2015-03-31	2018-03-30
武汉清能意盛置业有限公司	49,550	2014-02-12	2017-12-30
河南天之东置业有限公司	11,860	2015-03-12	2018-03-02
洛阳利业房地产开发有限公司	3,920	2015-04-03	2018-04-02
广州中耀实业投资有限公司	4,000	2015-06-18	2018-06-17
广州越鸿房地产开发有限公司	5,000	2015-03-25	2018-03-24
东莞市和宏投资有限公司	25,000	2014-06-17	2016-06-16
东莞市和越投资有限公司	35,000	2015-01-16	2017-01-15
小计	239,290	-	-
商品房承购人	4,441,817	-	-
合计	4,681,107	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	4,172,734	4,006,951	3,375,297	3,267,270
其他应收款	2,333,782	1,767,806	773,689	251,222
预付款项	2,479,431	2,256,562	1,927,586	1,641,855
存货	28,710,150	26,719,210	23,990,730	18,964,382
流动资产合计	37,912,791	35,085,801	30,300,805	24,312,803
长期股权投资	415,152	354,576	338,208	135,079
投资性房地产	705,950	703,884	471,489	471,796
非流动资产合计	1,669,597	1,490,763	1,093,180	804,059
资产总计	39,582,388	36,576,564	31,393,985	25,116,862
占资产总额比 (%)				
货币资金	10.54	10.95	10.75	13.01
其他应收款	5.90	4.83	2.46	1.00
预付款项	6.26	6.17	6.14	6.54
存货	72.53	73.05	76.42	75.50
流动资产合计	95.78	95.92	96.52	96.80
长期股权投资	1.05	0.97	1.08	0.54
投资性房地产	1.78	1.92	1.50	1.88
非流动资产合计	4.22	4.08	3.48	3.20
负债类				
短期借款	75,000	325,740	137,000	134,800
应付账款	2,146,305	2,257,946	1,867,070	1,279,289
预收款项	15,057,629	11,330,149	10,716,784	9,054,736
其他应付款	3,112,648	2,971,527	2,583,520	1,529,203
应交税费	-1,389,507	-742,236	-621,853	-408,460
一年内到期的非流动负债	2,773,890	2,541,175	1,962,472	2,432,403
流动负债合计	21,873,580	18,731,349	16,663,456	14,047,113
长期借款	7,589,607	9,049,498	7,510,130	5,585,041
应付债券	1,326,578	703,042	298,955	0
非流动负债合计	8,921,616	9,757,987	7,815,212	5,591,796
负债合计	30,795,197	28,489,336	24,478,668	19,638,910
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.24	1.14	0.56	0.69
应付账款	6.97	7.93	7.63	6.51
预收款项	48.90	39.77	43.78	46.11

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
其他应付款	10.11	10.43	10.55	7.79
应交税费	-4.51	-2.61	-2.54	-2.08
一年内到期的非流动负债	9.01	8.92	8.02	12.39
流动负债合计	71.03	65.75	68.07	71.53
长期借款	24.65	31.76	30.68	28.44
应付债券	4.31	2.47	1.22	0.00
非流动负债合计	28.97	34.25	31.93	28.47
权益类				
股本	1,075,525	1,072,975	713,799	713,799
资本公积	708,201	691,693	1,096,372	1,077,693
盈余公积	171,448	171,448	110,092	81,170
未分配利润	4,619,966	4,204,843	3,256,024	2,375,831
归属于母公司所有者权益合计	6,575,140	6,140,954	5,176,287	4,248,638
少数股东权益	2,212,051	1,946,275	1,739,031	1,229,314
所有者权益合计	8,787,192	8,087,228	6,915,318	5,477,952
损益类				
营业收入	6,339,984	10,905,650	9,235,552	6,890,576
营业成本	4,115,150	7,412,257	6,265,522	4,397,208
营业税金及附加	668,864	1,114,774	952,213	812,027
销售费用	174,187	240,192	218,518	164,561
管理费用	134,927	172,276	157,582	122,270
财务费用	178,394	127,122	98,553	89,209
投资收益	40,876	115,279	63,505	41,137
营业利润	1,113,001	1,898,053	1,600,682	1,339,357
营业外收支净额	10,442	5,129	9,487	13,855
利润总额	1,123,443	1,903,182	1,610,170	1,353,213
所得税费用	317,856	480,046	423,723	355,353
净利润	805,586	1,423,136	1,186,446	997,860
占营业收入比 (%)				
营业成本	64.91	67.97	67.84	63.81
营业税金及附加	10.55	10.22	10.31	11.78
销售费用	2.75	2.20	2.37	2.39
管理费用	2.13	1.58	1.71	1.77
财务费用	2.81	1.17	1.07	1.29

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
投资收益	0.64	1.06	0.69	0.60
营业利润	17.56	17.40	17.33	19.44
营业外收支净额	0.16	0.05	0.10	0.20
利润总额	17.72	17.45	17.43	19.64
所得税费用	5.01	4.40	4.59	5.16
净利润	12.71	13.05	12.85	14.48
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	1,969,295	-1,045,837	-975,411	309,258
投资活动产生的现金流量净额	-98,661	-316,881	-222,585	619
筹资活动产生的现金流量净额	-1,700,533	1,989,111	1,250,595	1,132,569
财务指标				
EBIT	1,295,887	2,058,591	1,714,168	1,432,781
EBITDA	1,341,252	2,093,232	1,747,512	1,462,590
总有息负债	11,821,128	12,622,028	9,908,557	8,152,244
毛利率 (%)	35.09	32.03	32.16	36.19
营业利润率 (%)	17.56	17.40	17.33	19.44
总资产报酬率 (%)	3.27	5.63	5.46	5.70
净资产收益率 (%)	9.17	17.60	17.16	18.22
资产负债率 (%)	77.80	77.89	77.97	78.19
债务资本比率 (%)	57.36	60.95	58.90	59.81
长期资产适合率 (%)	1,060.66	1,197.05	1,347.49	1,376.73
流动比率 (倍)	1.73	1.87	1.82	1.73
速动比率 (倍)	0.42	0.45	0.38	0.38
保守速动比率 (倍)	0.19	0.21	0.20	0.23
存货周转天数 (天)	1,818.39	1,231.45	1,234.04	1,398.96
应收账款周转天数 (天)	11.70	9.38	8.21	4.91
经营性现金净流/流动负债 (%)	9.70	-5.91	-6.35	2.59
经营性现金净流/总负债 (%)	6.64	-3.95	-4.42	1.77
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.14	-1.20	-1.49	0.58
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.06	2.37	2.61	2.68
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.14	2.41	2.66	2.74
现金比率 (%)	19.08	21.39	20.26	23.26
现金回笼率 (%)	160.74	102.55	117.82	127.07
担保比率 (%)	-	51.62	49.28	58.20

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数¹² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息}^{14})$

¹² 前三季度取 270 天。

¹³ 前三季度取 270 天。

¹⁴ 报告采用计入存货的资本化利息。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。