



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 保利发展控股集团股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

## 目录

|             |
|-------------|
| 评定等级及主要观点   |
| 跟踪债券及募资使用情况 |
| 发债主体        |
| 偿债环境        |
| 财富创造能力      |
| 偿债来源        |
| 偿债能力        |



## 跟踪评级公告

大公报 SD【2019】102 号

大公国际资信评估有限公司通过对保利发展控股集团股份有限公司及“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”的信用状况进行跟踪评级，确定保利发展控股集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月十二日



## 评定等级

| 主体信用   |         |        |        |        |         |
|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 跟踪评级结果 | AAA     | 评级展望   | 稳定     |        |         |
| 上次评级结果 | AAA     | 评级展望   | 稳定     |        |         |
| 债项信用   |         |        |        |        |         |
| 债券简称   | 发行额(亿元) | 年限(年)  | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级时间  |
| 15保利01 | 30      | 5(3+2) | AAA    | AAA    | 2018.06 |
| 15保利02 | 20      | 7(5+2) | AAA    | AAA    | 2018.06 |
| 16保利01 | 25      | 5(3+2) | AAA    | AAA    | 2018.06 |
| 16保利02 | 25      | 7(5+2) | AAA    | AAA    | 2018.06 |
| 16保利03 | 20      | 5(3+2) | AAA    | AAA    | 2018.06 |
| 16保利04 | 30      | 10     | AAA    | AAA    | 2018.06 |

## 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

| 项目               | 2019.3   | 2018     | 2017     | 2016     |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产              | 9,012.15 | 8,464.94 | 6,976.35 | 4,679.97 |
| 所有者权益            | 1,897.64 | 1,864.94 | 1,581.63 | 1,181.02 |
| 总有息债务            | -        | 2,682.94 | 2,060.09 | 1,148.29 |
| 营业收入             | 225.78   | 1,945.14 | 1,466.23 | 1,547.52 |
| 净利润              | 33.43    | 261.49   | 196.94   | 170.73   |
| 经营性净现金流          | 7.96     | 118.93   | -292.61  | 340.54   |
| 毛利率              | 39.81    | 32.48    | 31.03    | 29.00    |
| 总资产报酬率           | -        | 4.76     | 4.19     | 5.45     |
| 资产负债率            | 78.94    | 77.97    | 77.33    | 74.76    |
| 债务资本比率           | -        | 58.99    | 56.57    | 49.30    |
| EBITDA 利息保障倍数(倍) | -        | 2.97     | 3.10     | 3.92     |
| 经营性净现金流/总负债      | 0.12     | 1.98     | -6.58    | 10.37    |

注: 公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表, 立信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 2017 年资产负债表及利润表数据使用 2018 年审计报告年初数。公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 王 鹏

评级小组成员: 赵士英 牛林祥

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

保利发展控股集团股份有限公司(原名保利房地产(集团)股份有限公司,以下简称“保利发展控股”或“公司”)主要从事房地产开发等业务。跟踪期内公司营业收入及利润保持增长,经营性现金流保持净流入,预收款规模保持增长;但随着经营规模的扩张,有息负债规模保持增长,同时拓展及建设房地产项目仍需较大规模的资金投入。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇:

- 2018 年以来,公司营业收入和毛利润均保持增长,毛利率继续提升,盈利能力仍保持在较高水平;
- 公司是我国房地产行业龙头企业之一,仍拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势;
- 公司获取土地资源方式灵活,现有土地储备仍较为充足,为房地产业务发展提供了有力支撑;
- 公司稳步推进综合服务与不动产金融等房地产相关产业,有利于形成协同效应,增强综合竞争力;
- 2018 年以来,公司预收款规模保持增长,对未来收入增长提供了一定保证。

### 主要风险/挑战:

- 房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大,行业仍面临结构性调整压力;
- 2018 年末,公司有息债务规模较大且继续同比增长,同时拓展及建设房地产项目上仍需较大规模的资金投入。



## 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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公房地产企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



## 跟踪评级说明

根据大公承做的保利发展控股存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

**表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位: 亿元)**

| 债券简称     | 发行额度  | 债券余额  | 发行期限                      | 募集资金用途 | 进展情况       |
|----------|-------|-------|---------------------------|--------|------------|
| 15 保利 01 | 30.00 | 3.19  | 2015.12.11~<br>2020.12.11 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |
| 15 保利 02 | 20.00 | 20.00 | 2015.12.11~<br>2022.12.11 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |
| 16 保利 01 | 25.00 | 21.72 | 2016.01.15~<br>2021.01.15 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |
| 16 保利 02 | 25.00 | 25.00 | 2016.01.15~<br>2023.01.15 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |
| 16 保利 03 | 20.00 | 19.97 | 2016.02.25~<br>2021.02.25 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |
| 16 保利 04 | 30.00 | 30.00 | 2016.02.25~<br>2026.02.25 | 补充流动资金 | 已按募集资金要求使用 |

数据来源: 根据公司提供资料整理

## 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,由中国保利集团有限公司(以下简称“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;2006 年 3 月,公司更名为保利房地产(集团)股份有限公司;2018 年 9 月 29 日,公司股东大会通过关于变更公司名称的议案,公司变更为现名。截至 2018 年末,公司注册资本为 118.95 亿元,保利南方持有公司 37.93%的股权,保利集团直接持有公司 2.81%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”)。

2018 年 5 月 10 日,公司发布了《关于与合富辉煌集团控股有限公司签署合作重组协议的公告》,2018 年 5 月 7 日,保利发展控股与合富辉煌集团控股有限公司(以下简称“合富辉煌”)、合富辉煌(香港)有限公司(以下简称“合富香港”)签署《合作重组协议》,同意融合合富辉煌(中国)房地产顾问有限公司(以下简称“合富中国”)和保利地产投资顾问有限公司(以下简称“保利顾



问”）各自经营的一手及二手物业代理业务。

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。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 3 月 26 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司本部在公开市场发行的债务融资工具均正常还本付息。

## 偿债环境

公司仍面临较好的偿债环境。我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

### （一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好，我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项



债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

## （二）行业环境

房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

调控政策作为主导房地产行业周期变换的关键因素，在整个房地产行业的波动中起着至关重要的作用。2018 年 7 月，中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”；2018 年 12 月，针对房地产领域，中央经济工作会议和住房和城乡建设工作会议提出，要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。政策方面更为强调地方政府的权责，以便于各地政府结合自身的情况进行因城施策的调控。政策的稳定性和连贯性，意味着既不会放松房地产调控，让房地产调控半途而废、前功尽弃；也不宜盲目加大调控，突然增加相关企业、银行和购房者的额外压力。

调控区域方面，2018 年以来，房地产调控整体呈分散化和扩大化趋势。地方房地产政策调控在旧有强化的基础上，调控覆盖区域也进一步扩大，呈现出在热点城市调控政策全面升级的同时，部分三四线城市调控政策频出的现象。2018 年以来，扣除常规性的监管政策，仍有共计超过 30 个地级以上城市和 13 个县级城市出台调控政策。此轮调控政策精准化的特点，使得不同城市政策的具体内容差异化明显，且调控力度上对一二线城市明显严厉于三四线城市。调控手段方面，除了传统的限购、限售、限贷等政策，2018 年以来调控政策的另一大变化就是非常注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。全年全



国共计超过 60 市县出台房地产市场监管政策，且监管政策涉及范围较为广泛。其中，既有如湖北、福建、海南和辽宁等地就住房价格监管进行强化；也有湖南、重庆、西安、长沙、石家庄、嘉兴、淄博、北京、贵阳等省市对房地产市场监管检查进行加强；而武汉、佛山和赣州等地区则在住房销售房价对监管进行加强；海南省、南京强化对新房网签备案管理；另外，随着公证摇号销售政策的普及，长沙、成都、武汉、西安、佛山、杭州、高安、嘉兴、西安、青岛高新区等均出台公证摇号销售政策。除了地方层面的自我监管加强外，住建部等七部委也对北京、上海等 30 城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。

在加强商品房调控的同时，通过加快租赁住房、政策性住房建设，我国住房供应结构不断优化。住建部发布的《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，强调热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应需在未来的三到五年内提升至 50% 以上。在中央各项鼓励政策出台的大背景下，全国各地已在持续推进租赁住房、政策性住房建设。整体来看，目前房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。2018 年，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，销售金额 149,973 亿元，销售面积及销售金额同比分别增长 1.30% 和 12.20%，增速同比分别下滑 6.40 和 1.50 个百分点。2019 年 1~3 月，商品房销售面积 29,829 万平方米，同比下降 0.90%；销售金额 27,039 亿元，同比增长 5.60%。

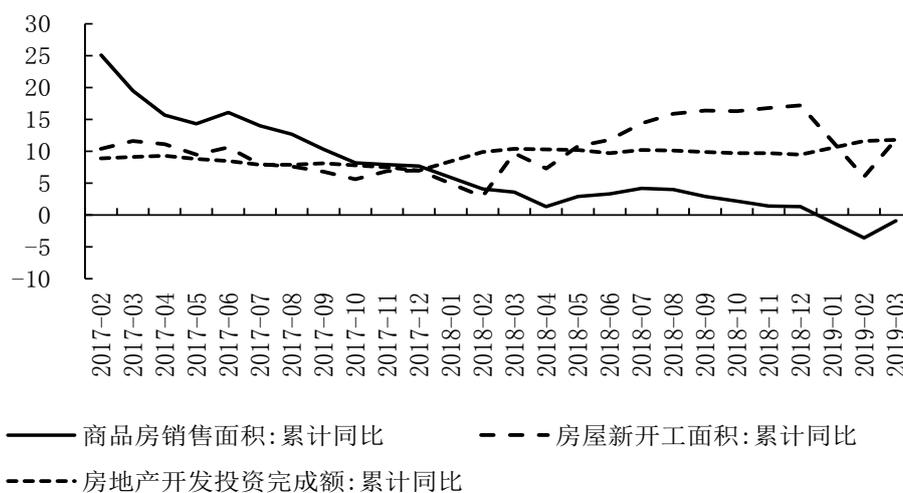


图 1 2017 年 1 月~2019 年 3 月我国房地产市场销售及房屋开发情况 (%)

数据来源: Wind



开发投资方面，2018 年，全国房地产开发投资完成额 12.00 万亿，同比增长 9.50%，其中新开工面积同比增长 17.20%，土地购置面积累计同比增长 14.20%，土地成交价款累计同比增长 18.00%，新开工面积增速持续高位，土地购置端增速略有下行。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 2.38 万亿元，同比增长 11.80%，增速比 1~2 月提高 0.20 个百分点；其中，住宅投资 1.73 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.50%。

## 财富创造能力

房地产销售业务仍是公司收入和利润的最主要来源；2018 年以来，营业收入和毛利润均保持增长，毛利率继续提升。

公司主要经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靠前的专业化房地产开发企业。2018 年以来，公司营业收入及毛利润同比均有所增长，其中，房地产销售仍是公司最主要的收入和毛利润来源，占公司营业收入和毛利润的比重仍保持约 90%以上。

2018 年，房地产销售收入同比增长 32.66%，主要是房地产结转收入增加所致；毛利率同比增加 1.45 个百分点，主要是结转项目价格上升所致；受营业收入和毛利率增长的推动，毛利润同比大幅增长 38.88%。2019 年 1~3 月，受益于结转项目规模上升，房地产销售收入同比增长 9.71%，毛利率同比增长 2.18 个百分点；受营业收入和毛利率增长的推动，毛利润同比增长 15.83%。

**表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况(单位:亿元、%)**

| 项目          | 2019 年 1~3 月  |               | 2018 年          |               | 2017 年          |               | 2016 年          |               |
|-------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|             | 金额            | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            |
| <b>营业收入</b> | <b>225.78</b> | <b>100.00</b> | <b>1,945.14</b> | <b>100.00</b> | <b>1,466.23</b> | <b>100.00</b> | <b>1,547.52</b> | <b>100.00</b> |
| 房地产销售       | 202.55        | 89.71         | 1,824.98        | 93.82         | 1,377.78        | 93.97         | 1,469.57        | 94.96         |
| 其他业务        | 23.23         | 10.29         | 120.16          | 6.18          | 88.45           | 6.03          | 77.95           | 5.04          |
| <b>毛利润</b>  | <b>89.89</b>  | <b>100.00</b> | <b>631.75</b>   | <b>100.00</b> | <b>454.90</b>   | <b>100.00</b> | <b>448.71</b>   | <b>100.00</b> |
| 房地产销售       | 83.28         | 95.99         | 596.49          | 94.42         | 419.86          | 92.30         | 411.78          | 91.77         |
| 其他业务        | 6.61          | 4.01          | 35.26           | 5.58          | 35.05           | 7.70          | 36.93           | 8.23          |
| <b>毛利率</b>  |               | <b>39.81</b>  |                 | <b>32.48</b>  |                 | <b>31.03</b>  |                 | <b>29.00</b>  |
| 房地产销售       |               | 41.12         |                 | 32.68         |                 | 30.47         |                 | 28.02         |
| 其他业务        |               | 28.45         |                 | 29.34         |                 | 39.62         |                 | 47.38         |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司其他业务主要为建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览和酒店等，对公司收入和毛利润贡献仍较小。2018 年及 2019 年 1~3 月，随着公司的持续拓展，其他业务营业收入均保持增长，但毛利率水平仍保持下降态势，使得毛利润规模均同比下降。同期，公司利息和手续费及佣金收入分别为 0.42 亿元



及 0.07 亿元，营业总收入分别为 1,945.55 亿元及 225.85 亿元。

### （一）房地产业务

公司是我国房地产行业龙头企业之一，仍拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势；公司房地产项目覆盖区域广泛，主要区域收入贡献仍相对稳定。

公司是我国房地产行业龙头企业之一，拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势，始终处于国内房地产行业前列。在品牌战略方面，公司坚持“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，不断提高品牌价值。2018 年末，公司品牌价值达 642.41 亿元，连续九年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”。2018 年，公司位列“中国房地产百强企业”综合实力第四名；根据克而瑞研究中心发布的 2018 年中国房地产企业销售排名，公司销售金额在国内房地产企业排名第五位，规模优势明显。

**表 3 2016~2018 年公司房地产业务结算收入区域分布情况（单位：亿元、%）**

| 地区   | 2018 年   |        | 2017 年   |        | 2016 年   |        |
|------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
|      | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     |
| 华南片区 | 654.82   | 35.89  | 451.73   | 32.86  | 498.01   | 33.89  |
| 华东片区 | 502.84   | 27.55  | 349.05   | 25.39  | 368.85   | 25.10  |
| 西部片区 | 226.11   | 12.39  | 171.00   | 12.44  | 167.36   | 11.39  |
| 华北片区 | 220.98   | 12.11  | 154.56   | 11.24  | 257.75   | 17.54  |
| 中部片区 | 154.29   | 8.45   | 175.43   | 12.76  | 109.85   | 7.48   |
| 东北片区 | 47.63    | 2.61   | 69.47    | 5.05   | 63.04    | 4.29   |
| 海外片区 | 18.31    | 1.00   | 3.39     | 0.25   | 4.71     | 0.32   |
| 合计   | 1,824.98 | 100.00 | 1,374.63 | 100.00 | 1,469.57 | 100.00 |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司坚持聚焦一、二线城市及核心城市群，形成以珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等城市群为重点的布局体系；同时，公司不断开拓国外市场。截至 2018 年末，公司在国内外 100 个城市拥有房地产项目，业务覆盖范围广泛。从具体区域来看，2018 年，华南片区和华东片区仍是公司收入占比最高的两个区域，合计占比仍保持在 50% 以上；西部片区、华北片区和中部片区收入占比均保持在 10% 左右，合计占比仍保持在 30% 以上；东北片区收入占比仍相对较低。此外，公司在澳大利亚和英国等的海外房地产项目 2016 年以来开始实现收入；2018 年，海外片区收入规模同比大幅增长，收入占比仍处于很低的水平。

公司市场定位准确，仍坚持以刚需型产品为主；2018 年以来，签约销售金额保持增长，资金回笼情况良好，为公司未来的收入和项目建设提供了良好保障。

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，其中刚需和刚改住宅为主要销售产品，形成了康



居、善居、逸居、尊居四大产品系列，并结合业主全龄段需求推出“全生命周期居住系统”，覆盖中高端住宅、公寓、低密度住宅多种物业形态。凭借清晰准确的产品市场定位以及广泛的区域布局，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司签约销售金额同比分别增长 30.91%和 26.14%，签约销售面积同比分别增长 23.36%和 18.10%，增速均有所回落；签约销售均价分别为 1.46 万元和 1.57 万元，仍保持上涨趋势。同期，销售回笼金额分别为 3,562 亿元和 878 亿元，回笼率分别为 88%和 80%，其中，2018 年的现金回笼率同比有所下降，主要是销售金额增幅较大，资金回笼相对滞后所致，公司资金回笼情况整体保持良好。

**表 4 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）**

| 地区             | 2019 年 1~3 月 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------------|--------------|--------|--------|--------|
| 新开工面积          | 997          | 4,396  | 3,075  | 2,039  |
| 竣工面积           | 274          | 2,217  | 1,554  | 1,462  |
| 签约金额           | 1,097        | 4,048  | 3,092  | 2,101  |
| 签约面积           | 700          | 2,766  | 2,242  | 1,599  |
| 签约销售均价（万元/平方米） | 1.57         | 1.46   | 1.38   | 1.31   |
| 结算金额           | 203          | 1,825  | 1,375  | 1,470  |
| 结算面积           | 138          | 1,519  | 1,385  | 1,261  |

数据来源：根据公司提供资料整理

近年来，公司签约销售规模的保持增长，项目开工建设力度持续增强。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司新开工面积同比分别增长 42.93%和 51.29%，主要是为未来销售增长提供保障；竣工面积同比分别增长 42.70%和 25.11%，主要是受前期开工量增长的影响。

公司仍坚持一、二线中心城市为主的战略布局，获取土地方式灵活；现有土地储备仍较为充足，为房地产业务发展提供了有力支撑。

在投资开发方面，公司仍坚持以一、二线城市及核心城市群为主的布局策略，通过招拍挂、收并购、合作开发、旧城改造等多元化拓展方式持续优化资源储备，保持良好的可持续发展能力。近年来，公司通过合作方式获取土地项目的比重增加，合作方主要为品牌房地产开发商以及专业房地产基金。2018 年，公司新增项目 132 个，同比减少 72 个，其中通过收并购、合作开发等方式新增项目 75 个，获取面积占当期总土地拓展面积的 58%；新增容积率面积合计 3,116 万平方米，总成本 1,927 亿元，同比分别下降约 31.06%和 30.31%，其中一、二线城市拓展面积和金额占比分别约为 61%和 74%，且三、四线城市新增容积率面积中 53%位于珠三角、长三角城市群；新增项目平均楼面地价同比小幅提升，占比平均销售单价的比重约为 42%，同比略有下降。2019 年 1~3 月，公司新增项目 14 个，同比减少 19 个；新增容积率面积 279 万平方米，总成本 159 亿元，同比均大幅



下降，其中一、二线城市拓展面积和金额占比分别约为 73%和 78%；新增项目平均楼面价同比有明显下降，占比平均销售单价的比重约为 36%。

**表 5 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司土地储备拓展情况**

| 项目                          | 2019年1~3月 | 2018年  | 2017年  | 2016年  |
|-----------------------------|-----------|--------|--------|--------|
| 新增项目个数(个)                   | 14        | 132    | 204    | 112    |
| 新增容积率面积(万平方米)               | 279       | 3,116  | 4,520  | 2,404  |
| 新增地价(亿元)                    | 159       | 1,927  | 2,765  | 1,214  |
| 期末规划总建筑面积(万平方米)             | 22,987    | 24,150 | 20,723 | 15,617 |
| 期末待开发建筑面积(万平方米)             | 8,548     | 9,154  | 9,090  | 6,344  |
| 平均楼面地价 <sup>1</sup> (元/平方米) | 5,699     | 6,186  | 6,118  | 5,050  |

数据来源：根据公司提供资料整理

土地储备方面，截至 2019 年 3 月末，公司共有在建及拟建项目合计 598 个，同比增加 67 个；总建筑面积 22,987 万平方米，可售容积率面积 16,378 万平方米，同比分别增长 10.77%和 10.10%；待开发面积 8,548 万平方米，同比下降 10.42%。按每年新开工量计算，基本可以满足公司 2 年左右的开发需求。

整体来看，公司根据市场行情，审慎购置土地，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的能力，土地储备总量充足，能够支撑其业务规模的持续扩张；资源分布仍以一、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。

## (二) 其他业务

两翼业务是公司重点培育的与不动产投资开发相关的多元化板块；2018 年以来，两翼业务借助资本运作，实力进一步提升。

公司仍坚持“一主两翼”的业务布局战略，2018 年，公司将“一主两翼”战略进一步明确为“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”。两翼业务是公司重点培育的相关多元化板块。围绕不动产投资开发，搭建覆盖物业管理、销售代理、商业管理等十余个综合服务板块，以及以房地产基金、普惠金融为主的不动产金融平台。

综合服务板块方面，2018 年，公司借助资本运作，进一步提升了综合服务实力，公司以保利顾问 100.00%股权向合富中国进行增资，以取得合并后合富中国 43.90%股权，合富中国成为保利发展控股联营企业，已达到与合富辉煌融合发展一、二手物业代理业务的目的。公司下属物业公司保利物业股份有限公司(以下简称“保利物业”)以 0.78 亿元的价款收购区域校园物业管理龙头长沙市天创物业管理有限责任公司 60.00%的股权，进一步完善物业管理 4+2 的多业态布

<sup>1</sup> 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。



局。截至 2018 年末，公司物业管理布局全国 131 个城市，综合实力位居国内物业管理行业前五；商业管理板块运营项目 65 个，管理面积 266 万平方米，累计外拓购物中心 10 个、酒店 4 个，以轻资产模式实现品牌及管理输出；公寓、教育、康养等板块也取得一定发展。

不动产金融方面，截至 2018 年末，公司累计基金管理规模逾 1,000 亿元，累计投资项目超过 150 个，其中信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。整体来看，公司“一主两翼”初见成效，虽然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。

总体看，公司财富创造能力极强。公司是我国房地产行业龙头企业之一，具备专业化房地产开发能力，仍拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势；公司房地产项目覆盖区域广泛，主要区域收入贡献相对稳定，有助于未来签约销售的持续增长；土地储备仍保持较大规模，对未来业务发展提供了有力支持。

## 偿债来源

公司流动性偿债来源规模较大，主要以债务收入为主；资产中存货及货币资金占比较高，资产可变现能力很强，可变现规模较大。

### （一）盈利

2018 年以来，公司利润规模保持增长，盈利能力仍保持在较高水平；2018 年，计提存货跌价准备规模较大，对利润有一定影响。

2018 年，公司营业收入为 1,945.14 亿元，同比增长 32.66%；毛利率为 32.48%，同比增加 1.45 个百分点，均保持增长趋势。同期，公司期间费用为 120.33 亿元，同比增长 31.79%，主要是受销售费用和管理费用同比大幅增长的推动，其中，销售费用同比增长 52.25%，管理费用同比增长 23.82%，均主要是房地产业务经营规模大幅增长所致；财务费用同比增长 8.14%，主要是有息负债增加，利息支出增长所致；研发费用为 0.41 亿元，同比略有增长，但规模较小。公司期间费用占营业收入的比例为 6.19%，同比小幅减少 0.04 个百分点，仍保持在较低水平，费用控制能力较好。

2018 年，公司资产减值损失为 23.51 亿元，对利润有一定影响，规模同比大幅增加 22.90 亿元，主要是当期对厦门、合肥等地项目形成的开发成本计提跌价准备规模较大所致；公允价值变动收益为 1.90 亿元，同比增加 1.91 亿元。同期，公司投资收益为 26.90 亿元，同比增长 60.06%，主要是长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益增长所致；投资收益在营业利润中占比为 7.56%，同比增加 0.98 个百分点，对利润规模有一定影响。同期，公司营业利润为 355.93 亿元，同比增长 39.33%，主要是营业收入规模大幅增长所致；营业外收支净额为 1.88 亿元，同比小幅增长，规模较小；利润总额为 357.80 亿元，同



比增长 39.14%；净利润为 261.49 亿元，同比增长 32.78%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.76% 和 14.02%，同比分别增加 0.57 个百分点和 1.57 个百分点，公司盈利水平同比有所提升。

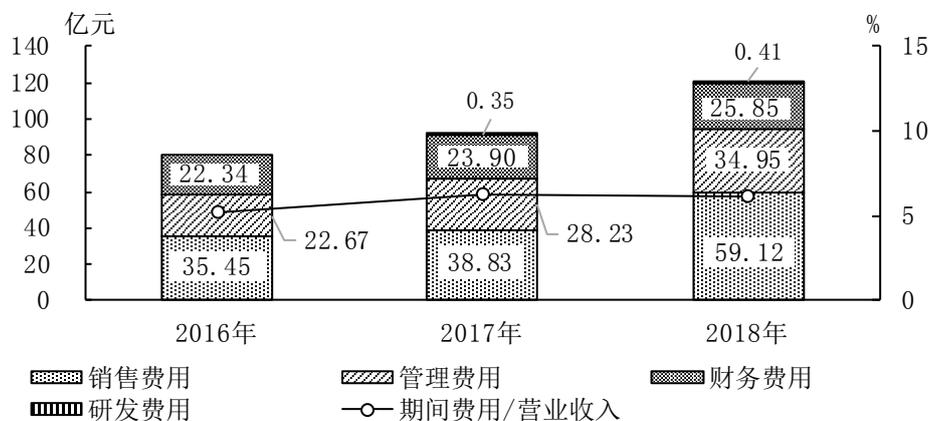


图 2 2016~2018 年公司期间费用情况<sup>2</sup>

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 225.78 亿元，同比增长 12.14%；毛利率为 39.81%，同比略有提升。同期，公司期间费用为 31.36 亿元，同比增长 31.20%，期间费用占营业收入的比例为 13.89%，同比增加 2.02 个百分点，其中，销售费用为 9.77 亿元，同比增长 54.13%，主要是房地产项目销售代理支出增加所致；管理费用为 10.02 亿元，同比增长 22.84%；财务费用为 11.57 亿元，同比增长 22.99%，主要是利息支出增长所致。同期，公司投资收益为 -0.52 亿元，同比减少 2.90 亿元，主要是合营联营项目收益结转同比减少所致；公允价值变动收益为 2.52 亿元，同比增加 2.53 亿元，主要是持有金融资产分类调整，公允价值变动在公允价值变动损益中体现，且交易性金融资产公允价值提高所致；营业利润为 44.58 亿元，同比增长 18.73%，主要是营业收入增长所致；营业外收支净额为 0.50 亿元，同比有较大幅增长；利润总额为 45.08 亿元，同比增长 19.39%；净利润为 33.43 亿元，同比增长 17.68%。

## (二) 自由现金流

2018 年以来，经营性现金流保持净流入，但其对债务和利息的保障程度仍处于较低水平；公司在拓展及建设房地产项目上仍需较大规模的资金支出。

2018 年，公司经营性净现金流为 118.93 亿元，同比由净流出转为大幅净流入，主要是销售规模增长，销售回笼同步增加所致；经营性净现金流对流动负债的比率为 1.98%，经营性净现金流利息保障倍数为 0.85 倍，同比由负转正，但仍处于较低水平。2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 7.96 亿元，同比由

<sup>2</sup> 2016 年研发费用包含于管理费用中。



大规模净流出转为净流入，主要是项目对等投入款同比减少所致。2018 年以来，经营性净现金流保持净流入，其对债务和利息的保障程度仍处于较低水平。

2018 年，公司投资性净现金流为-134.59 亿元，净流出规模同比减少 34.92 亿元，主要是取得子公司支付的现金减少所致；2019 年 1~3 月，公司投资性净现金流为-55.18 亿元，净流出规模同比增加 29.97 亿元，主要是对外投资增加所致。在建工程方面，截至 2018 年末，公司在建工程项目 1 个，为成都航空大世界项目，计划投资规模为 30.65 亿元，已完成投资 8.78 亿元，未来资金需求规模较小。

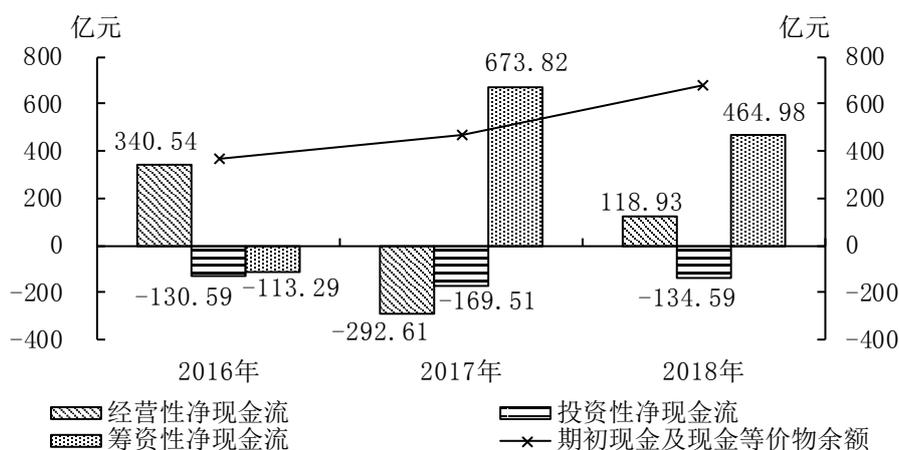


图 3 2016~2018 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产开发项目规模较大，截至 2019 年 3 月末，房地产开发项目待开发建筑面积为 8,548 万平方米，未来仍需较大规模的资金投入；同时，公司为保持业务发展所需的土地储备规模，预计在拓展房地产项目上仍将保持较大的资金投入。整体来看，公司在拓展及建设房地产项目上仍需较大规模的资金支出。

### (三) 债务收入

2018 年以来，公司债务收入仍保持较大规模；融资渠道通畅，仍以银行借款为主，发行债券为辅。

2018 年，公司筹资活动现金流入为 1,526.21 亿元，其中借款所收到的现金占比为 84.09%；筹资活动现金流出为 1,061.23 亿元，其中偿还债务所支付的现金占比为 77.98%；筹资性净现金流为 464.98 亿元，同比减少 208.84 亿元，主要是偿还借款规模增长所致。2019 年 1~3 月，公司筹资性净现金流为 201.44 亿元，净流入同比减少 133.83 亿元，主要是净增贷款规模同比减少所致。

从筹资性现金流入来源来看，公司主要通过债权融资，债务融资渠道包括银行借款、债券发行等，其中以银行借款为主。银行借款方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年末，公司共获得银行授信 5,039 亿元，尚未使



用银行授信额度 2,812 亿元，授信额度充足；债券发行方面，公司已在公开市场发行过多期债券，2018 年以来，发行债券收到的资金规模在 160 亿元以上。从债务融资成本来看，2018 年，公司有息债务综合成本为 5.03%，融资成本较低。整体来看，公司债务融资渠道通畅，仍以银行借款为主，债券发行为辅，融资规模大，融资成本较低，对债务偿还形成一定保障。

#### （四）外部支持

公司能够得到股东在财务上一定规模的资金支持。

公司实际控制人保利集团为直接隶属于国务院国资委的大型央企，业务范围广阔，包含国际贸易、房地产开发、轻工业务、工艺业务、文化艺术经营、民爆器材产销和爆破服务等。保利集团主要通过集团借贷方式为公司提供资金支持，2018 年末，公司接受保利集团财务资助余额为 4.15 亿元，接受保利集团下属的保利财务有限公司财务资助余额为 83.60 亿元。

#### （五）可变现资产

2018 年以来，随着房地产项目开发规模扩大，公司资产规模保持增长，其构成仍以流动资产为主；以房地产项目开发成本为主的存货及货币资金占比较高，使得资产变现能力很强。

2018 年以来，公司资产规模保持增长，构成仍以流动资产为主，占比保持在 90%以上，流动资产中存货占比仍较大。2019 年 3 月末，公司资产总计为 9,012.15 亿元，较 2018 年末增长 6.46%，其中流动资产占比 91.43%。

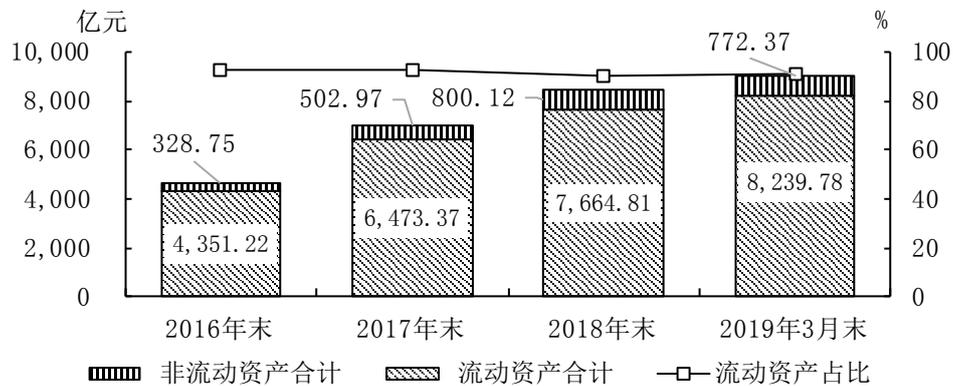


图 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。2018 年末，公司存货为 4,745.05 亿元，同比增长 7.92%，主要是房地产开发成本增加所致；其中开发成本和开发产品分别为 4,287.96 亿元和 456.48 亿元，占存货的比重分别为 90.27%和 9.62%，由于房地产项目开发成本和开发产品占比很高，公司存货具有很强的资产变现能力；累计计提存货跌价准备 26.63 亿元，本期新增 23.04

亿元。同期，其他应收款为 1,193.52 亿元，其中扣除应收利息和应收股利之后的其他应收款为 1,191.95 亿元，同比增长 86.72%，主要是与联营、合营企业及子公司合作方股东的往来款大幅增加所致；截至 2018 年末，公司与联营、合营企业及关联单位往来款为 750.96 亿元，与合作方往来款为 357.22 亿元；公司共计提坏账准备 4.39 亿元，其他应收款前五大客户合计 153.31 亿元，占其他应收款余额的 12.82%。同期，公司货币资金为 1,134.31 亿元，同比增长 66.69%，主要是房地产项目预收房款及借款规模增长所致；其中受限货币资金为 3.56 亿元，为公司履约保证金存款，占货币资金余额的比重为 0.31%，比重很低，公司货币资金保有量高，同时受限比例很低。2019 年 3 月末，公司货币资金为 1,289.30 亿元，较 2018 年末增长 13.66%；其他主要流动资产科目较 2018 年末变动不大。

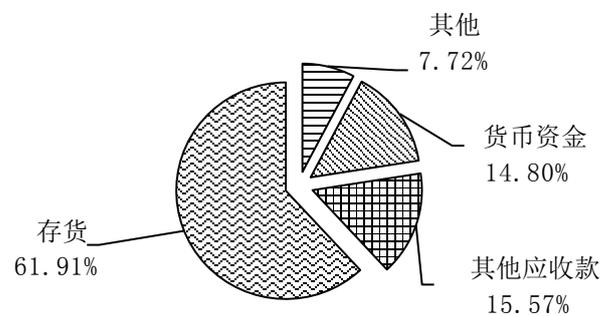


图 5 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产等构成。2018 年末，公司长期股权投资为 484.89 亿元，同比大幅增加 250.39 亿元，主要是对联营、合营企业的投资增加及联营、合营企业结转利润增加所致；投资性房地产为 198.90 亿元，同比增长 20.36%，主要是存货、固定资产转入所致；固定资产为 45.94 亿元，同比增长 11.95%，其中房屋及建筑物为 40.44 亿元，占比很大。2019 年 3 月末，公司主要非流动资产科目较 2018 年末变动不大。

从受限资产情况来看，截至 2018 年末，公司受限资产为 628.79 亿元，占总资产比重为 7.43%，占净资产比重为 33.72%，其中受限存货、固定资产和投资性房地产分别为 542.15 亿元、4.73 亿元和 78.34 亿元，均为借款抵押所致；受限货币资金为 3.56 亿元，为履约保证金存款。

从资产的运营效率来看，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 1,252.88 天和 3,251.48 天，周转效率同比均有所提升；应收账款周转天数分别为 3.57 天和 8.36 天，周转效率处于较高水平且同比均有所提升。

综合来看，2018 年以来，公司资产规模保持增长，结构较为稳定；其中，以房地产项目开发成本为主的存货及货币资金占比较高，资产变现能力很强。



总体来看，通畅的债务融资渠道和较大规模的现金及现金等价物保有量使得公司流动性偿债来源规模较大；资产中存货及货币资金占比较高，资产可变现能力很强，规模较大。

2018 年以来，公司经营性现金流保持净流入，但规模仍较小，对债务及利息的保障程度仍较低；债务融资渠道保持通畅，融资规模较大且成本较低；现金及现金等价物期初余额保持较大规模。此外，公司股东可在财务方面给予公司一定支持。整体而言，公司流动性偿债来源规模较大，主要以债务收入为主。

清偿性偿债来源为可变现资产，2018 年以来，公司资产规模保持增长，且以房地产项目开发成本为主的存货及货币资金占比较高，使得资产变现能力很强，可变现规模较大。

## 偿债能力

2018 年以来，公司负债规模随经营规模扩大而保持增长，仍以流动负债为主；预收款项规模较大且保持增长，对公司未来收入增长提供了一定保证。

2018 年以来，随着经营规模的不断扩大，公司负债规模保持增长，仍以流动负债为主，流动负债中预收款项占比仍较高。2019 年 3 月末，公司负债合计 7,114.52 亿元，较 2018 年末增长 7.80%，其中流动负债占比 65.16%。

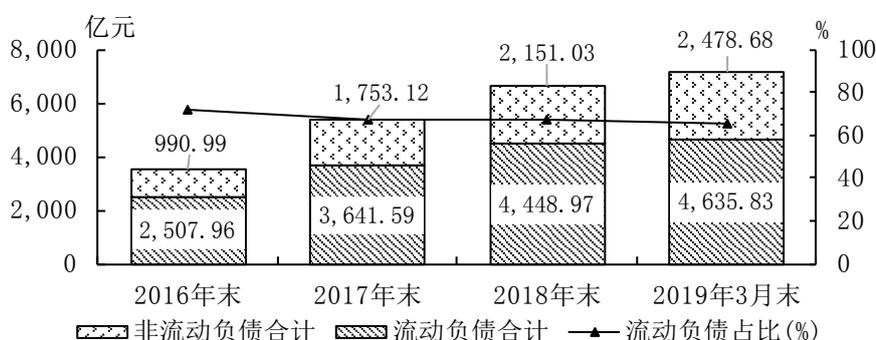


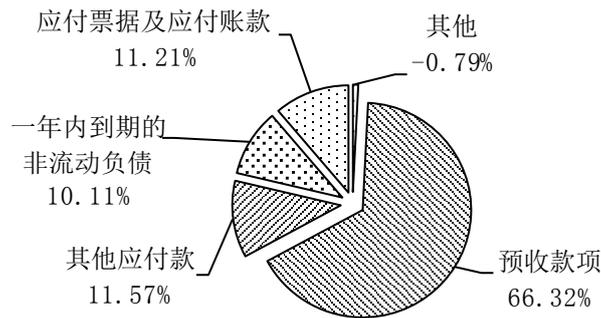
图 6 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债等构成。2018 年末，公司预收款项为 2,997.95 亿元，同比增长 32.54%，主要是销售规模扩大导致预收购房款的增加所致；预收款项占总负债的比重为 45.42%，比重较大，可为未来收入增长提供一定保障。同期，其他应付款为 522.97 亿元，其中扣除应付利息和应付股利之后的其他应付款为 511.71 亿元，同比下降 24.89%，主要是与合作方往来款规模下降所致。应付票据及应付账款为 506.86 亿元，其中应付账款为 460.49 亿元，同比增长 1.25%；应付票据为 46.37 亿元，同比增加 32.79 亿元，主要是随着房地产开发业务经营



规模的扩大，公司付出的商业承兑汇票规模增长所致。一年内到期的非流动负债为 457.07 亿元，同比增长 72.95%，主要是一年内到期的长期借款及应付债券增加所致，其中一年内到期的长期借款和应付债券分别为 419.76 亿元和 37.31 亿元。公司应交税费为 -69.14 亿元，负值同比有所下降。2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 382.88 亿元，较 2018 年末下降 16.23%；应付票据及应付账款为 570.35 亿元，较 2018 年末增长 12.53%；其他主要流动资产科目较 2018 年末变动不大。



**图 7 2018 年末公司流动负债构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2018 年末，公司长期借款为 1,818.74 亿元，同比增长 23.13%，主要是随着经营规模扩大，资金需求增长所致；应付债券为 330.65 亿元，同比增长 20.45%，主要是公司于 2018 年发行了 4 期中票和 2 期美元债，共计 115.23 亿元所致。2019 年 3 月末，公司长期借款为 2,092.49 亿元，较 2018 年末增长 15.05%；应付债券为 384.64 亿元，较 2018 年末增长 16.33%；非流动负债其他科目较 2018 年末均变动不大。

2018 年末，公司总有息债务规模较大且继续同比增长，其中仍以长期有息债务为主。

有息债务方面，近年来，随着业务规模扩大，融资需求提升，公司有息负债规模保持增长。截至 2018 年末，公司有息债务为 2,682.94 亿元，同比增长 30.23%，仍以长期有息债务为主；总有息债务在总负债中占比为 40.65%。

**表 6 2016~2018 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）<sup>3</sup>**

| 项目           | 2018 年末         | 2017 年末         | 2016 年末         |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 短期有息债务       | 533.55          | 308.53          | 158.37          |
| 长期有息债务       | 2,149.39        | 1,751.56        | 989.92          |
| <b>总有息债务</b> | <b>2,682.94</b> | <b>2,060.09</b> | <b>1,148.29</b> |
| 总有息债务在总负债中占比 | 40.65           | 38.19           | 32.82           |

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>3</sup> 公司未提供截至 2019 年 3 月末的有息债务期限结构资料。



公司对外担保比率较大，主要为对购房人提供的按揭贷款担保。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 1,039.07 亿元，担保比率为 55.72%，其中公司对联营及合营公司提供的担保余额为 135.91 亿元；公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额为 903.16 亿元。公司涉及的担保和诉讼规模均较小，或有风险较低。

**2018 年以来，受未分配利润和少数股东权益增加影响，公司所有者权益规模保持增长。**

2018 年末，公司所有者权益为 1,864.94 亿元，同比增长 17.91%，保持增长趋势，主要是受未分配利润和少数股东权益增长的推动，其中，股本为 118.95 亿元，同比增加 0.37 亿元，主要是第二期股票期权激励计划行权导致的非公开发行新股增加股本所致；其他权益工具为 65.00 亿元，均为永续债，同比增长 30.00%，为公司发行 15.00 亿元的永续中票“18 保利发展 MTN004”所致；资本公积为 152.46 亿元，同比减少 3.23 亿元；其他综合收益为 1.61 亿元，同比下降 39.34%；盈余公积为 35.61 亿元，同比增长 13.70%；未分配利润为 845.59 亿元，同比增长 18.93%，主要是利润的结转所致；少数股东权益为 645.72 亿元，在所有者权益中占比增加 2.23 个百分点至 34.62%，规模同比增长 26.02%。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 1,897.64 亿元，较 2018 年末增长 1.75%，主要是未分配利润较 2018 年末增长 3.04%及少数股东权益较 2018 年末增长 1.60%所致。

**公司偿债能力极强。公司 EBITDA 利息保障倍数处于较高水平，盈利对利息的保障能力良好；充足的流动性偿债来源能够覆盖流动性消耗，流动性偿本付息能力较好。**

2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.97 倍，同比有所下降，主要是利息支出规模增长所致，但 EBITDA 利息保障倍数仍处于较高水平，盈利对利息的保障能力良好。

公司流动性偿债来源以债务收入为主。2018 年，公司债务收入渠道保持通畅，银行授信规模充足；现金及现金等价物期初余额为 679.83 亿元，规模较大；经营性现金流持续净流入。公司流动性消耗主要是偿还债务及其利息。2018 年，流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 3.41 倍。整体来看，公司流动性偿债来源充足，能够形成对流动性消耗的覆盖，流动性偿债能力较好。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，由于存货及货币资金占比较高，资产可变现能力很强，可变现规模较大。负债方面，2018 年末，公司负债规模较大，资产负债率为 77.97%，处于较高水平；扣除预收款项的资产负债率为 42.55%，债务资本比率为 58.99%；流动比率和速动比率分别为 1.72 倍和 0.66 倍，大规模的存货导致流动比率和速动比率相差较大。



## 结论

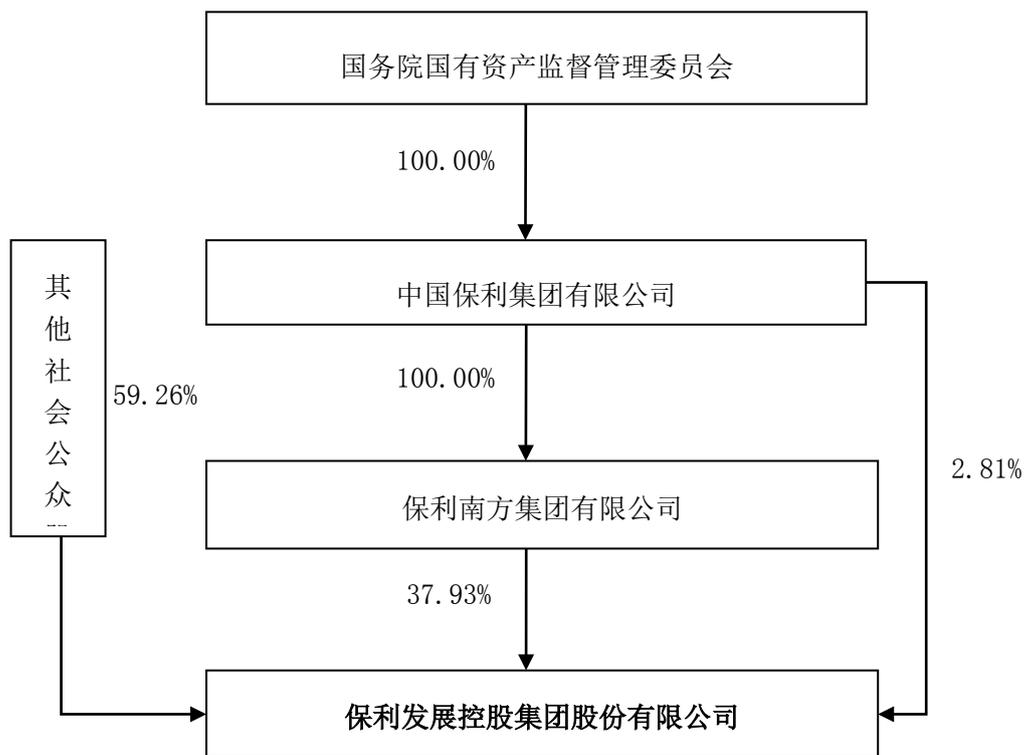
综合来看，公司的抗风险能力极强。公司是我国房地产行业龙头企业之一，区域布局完善，品牌知名度很高，具有很强的竞争实力；土地储备较为充足，仍能够支持未来业务的持续发展。2018 年以来，公司收入和利润规模保持提升，经营性现金流保持净流入，资金状况有所改善；预收款规模较大且保持增长，为未来收入提供了保证。但随着业务规模的扩张，公司总有息债务保持增长，同时在建拟建项目较多，资金需求较大，仍面临一定资金支出压力。

综合分析，大公对公司“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



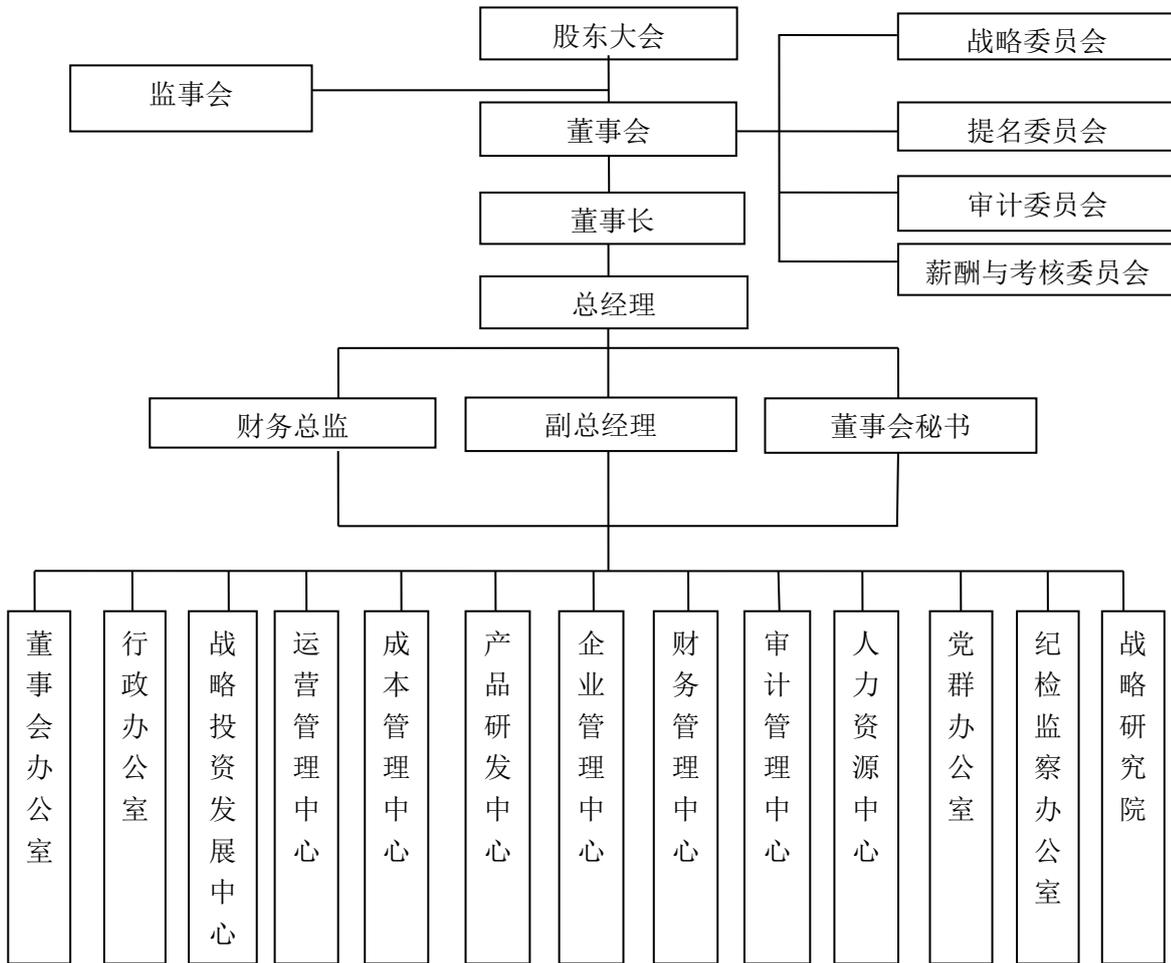
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 3 月末保利发展控股集团股份有限公司股权结构图





### 1-2 截至 2019 年 3 月末保利发展控股集团股份有限公司组织结构图





## 附件 2 主要财务指标

## 2-1 保利发展控股集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

| 项目                | 2019 年 1~3 月<br>(未经审计) | 2018 年            | 2017 年<br>(追溯调整)  | 2016 年<br>(追溯调整)  |
|-------------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>资产类</b>        |                        |                   |                   |                   |
| 货币资金              | 12,893,030             | 11,343,129        | 6,805,092         | 4,698,382         |
| 应收票据及应收账款         | 218,934                | 204,381           | 187,326           | 168,710           |
| 其他应收款             | 12,036,015             | 11,935,240        | 6,454,179         | 3,887,130         |
| 预付款项              | 2,998,157              | 2,604,493         | 5,424,309         | 3,931,272         |
| 存货                | 50,733,749             | 47,450,509        | 43,966,916        | 30,330,358        |
| 流动资产合计            | 82,397,820             | 76,648,150        | 64,733,724        | 43,512,203        |
| 长期股权投资            | 4,803,126              | 4,848,938         | 2,345,065         | 1,475,115         |
| 投资性房地产            | 1,901,509              | 1,989,002         | 1,652,503         | 1,142,135         |
| 固定资产              | 456,677                | 459,398           | 410,367           | 321,989           |
| 无形资产              | 10,458                 | 11,886            | 4,104             | 2,847             |
| 递延所得税资产           | 391,688                | 368,984           | 335,687           | 182,321           |
| 非流动资产合计           | 7,723,721              | 8,001,243         | 5,029,743         | 3,287,474         |
| <b>资产总计</b>       | <b>90,121,542</b>      | <b>84,649,392</b> | <b>69,763,467</b> | <b>46,799,677</b> |
| <b>占资产总额比 (%)</b> |                        |                   |                   |                   |
| 货币资金              | 14.31                  | 13.40             | 9.75              | 10.04             |
| 应收票据及应收账款         | 0.24                   | 0.24              | 0.27              | 0.36              |
| 其他应收款             | 13.36                  | 14.10             | 9.25              | 8.31              |
| 预付款项              | 3.33                   | 3.08              | 7.78              | 8.40              |
| 存货                | 56.29                  | 56.06             | 63.02             | 64.81             |
| 流动资产合计            | 91.43                  | 90.55             | 92.79             | 92.98             |
| 长期股权投资            | 5.33                   | 5.73              | 3.36              | 3.15              |
| 投资性房地产            | 2.11                   | 2.35              | 2.37              | 2.44              |
| 固定资产              | 0.51                   | 0.54              | 0.59              | 0.69              |
| 无形资产              | 0.01                   | 0.01              | 0.01              | 0.01              |
| 递延所得税资产           | 0.43                   | 0.44              | 0.48              | 0.39              |
| 非流动资产合计           | 8.57                   | 9.45              | 7.21              | 7.02              |



## 2-2 保利发展控股集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

| 项目                | 2019年1~3月<br>(未经审计) | 2018年             | 2017年<br>(追溯调整)   | 2016年<br>(追溯调整)   |
|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>负债类</b>        |                     |                   |                   |                   |
| 短期借款              | 225,397             | 301,124           | 306,694           | 40,900            |
| 应付票据及应付账款         | 5,703,548           | 5,068,633         | 4,683,939         | 4,212,674         |
| 预收款项              | 32,527,193          | 29,979,501        | 22,618,850        | 15,554,312        |
| 其他应付款             | 5,045,292           | 5,229,688         | 6,952,167         | 4,906,586         |
| 应交税费              | -1,001,162          | -691,429          | -814,548          | -941,679          |
| 一年内到期的非流动负债       | 3,828,754           | 4,570,687         | 2,642,848         | 1,282,399         |
| 流动负债合计            | 46,358,323          | 44,489,696        | 36,415,942        | 25,079,583        |
| 长期借款              | 20,924,868          | 18,187,395        | 14,770,385        | 6,886,655         |
| 应付债券              | 3,846,367           | 3,306,512         | 2,745,209         | 3,012,559         |
| 非流动负债合计           | 24,786,844          | 21,510,261        | 17,531,203        | 9,909,900         |
| <b>负债合计</b>       | <b>71,145,166</b>   | <b>65,999,957</b> | <b>53,947,146</b> | <b>34,989,483</b> |
| <b>占负债总额比 (%)</b> |                     |                   |                   |                   |
| 短期借款              | 0.32                | 0.46              | 0.57              | 0.12              |
| 应付票据及应付账款         | 8.02                | 7.68              | 8.68              | 12.04             |
| 预收账款              | 45.72               | 45.42             | 41.93             | 44.45             |
| 其他应付款             | 7.09                | 7.92              | 12.89             | 14.02             |
| 应交税费              | -1.41               | -1.05             | -1.51             | -2.69             |
| 一年内到期的非流动负债       | 5.38                | 6.93              | 4.90              | 3.67              |
| 流动负债合计            | 65.16               | 67.41             | 67.50             | 71.68             |
| 长期借款              | 29.41               | 27.56             | 27.38             | 19.68             |
| 应付债券              | 5.41                | 5.01              | 5.09              | 8.61              |
| 非流动负债合计           | 34.84               | 32.59             | 32.50             | 28.32             |
| <b>权益类</b>        |                     |                   |                   |                   |
| 股本                | 1,189,503           | 1,189,503         | 1,185,844         | 1,185,781         |
| 资本公积              | 1,528,999           | 1,524,559         | 1,556,846         | 1,488,668         |
| 盈余公积              | 356,139             | 356,139           | 313,228           | 277,901           |
| 未分配利润             | 8,712,894           | 8,455,916         | 7,109,794         | 5,972,347         |
| 归属于母公司所有者权益       | 12,416,142          | 12,192,252        | 10,692,307        | 8,925,319         |
| 少数股东权益            | 6,560,233           | 6,457,184         | 5,124,014         | 2,884,876         |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>18,976,375</b>   | <b>18,649,436</b> | <b>15,816,321</b> | <b>11,810,195</b> |



## 2-3 保利发展控股集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

| 项目                | 2019年1~3月<br>(未经审计) | 2018年      | 2017年<br>(追溯调整) | 2016年<br>(追溯调整) |
|-------------------|---------------------|------------|-----------------|-----------------|
| <b>损益类</b>        |                     |            |                 |                 |
| 营业收入              | 2,257,785           | 19,451,384 | 14,662,300      | 15,475,214      |
| 营业成本              | 1,358,856           | 13,133,880 | 10,113,256      | 10,988,068      |
| 税金及附加             | 155,389             | 1,612,237  | 1,247,257       | 1,503,505       |
| 销售费用              | 97,736              | 591,221    | 388,320         | 354,488         |
| 管理费用              | 100,233             | 349,545    | 282,295         | 226,651         |
| 财务费用              | 115,656             | 258,465    | 239,016         | 223,393         |
| 资产减值损失            | 4,846               | 235,104    | 6,102           | -4,041          |
| 投资收益              | -5,199              | 268,975    | 168,043         | 124,692         |
| 营业利润              | 445,808             | 3,559,264  | 2,554,467       | 2,312,335       |
| 营业外收支净额           | 4,981               | 18,766     | 17,147          | 18,722          |
| 利润总额              | 450,788             | 3,578,030  | 2,571,614       | 2,331,057       |
| 所得税费用             | 116,444             | 963,116    | 602,226         | 623,752         |
| 净利润               | 334,344             | 2,614,914  | 1,969,388       | 1,707,305       |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润 | 232,008             | 1,890,372  | 1,563,356       | 1,242,155       |
| 少数股东损益            | 102,336             | 724,542    | 406,032         | 465,150         |
| <b>占营业收入比 (%)</b> |                     |            |                 |                 |
| 营业成本              | 60.19               | 67.52      | 68.97           | 71.00           |
| 税金及附加             | 6.88                | 8.29       | 8.51            | 9.72            |
| 销售费用              | 4.33                | 3.04       | 2.65            | 2.29            |
| 管理费用              | 4.44                | 1.80       | 1.93            | 1.46            |
| 财务费用              | 5.12                | 1.33       | 1.63            | 1.44            |
| 资产减值损失            | 0.21                | 1.21       | 0.04            | -0.03           |
| 投资收益              | -0.23               | 1.38       | 1.15            | 0.81            |
| 营业利润              | 19.75               | 18.30      | 17.42           | 14.94           |
| 营业外收支净额           | 0.22                | 0.10       | 0.12            | 0.12            |
| 利润总额              | 19.97               | 18.39      | 17.54           | 15.06           |
| 所得税费用             | 5.16                | 4.95       | 4.11            | 4.03            |
| 净利润               | 14.81               | 13.44      | 13.43           | 11.03           |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润 | 10.28               | 9.72       | 10.66           | 8.03            |
| 少数股东损益            | 4.53                | 3.72       | 2.77            | 3.01            |
| <b>现金流量表</b>      |                     |            |                 |                 |
| 经营活动产生的现金流量净额     | 79,645              | 1,189,332  | -2,926,142      | 3,405,396       |
| 投资活动产生的现金流量净额     | -551,786            | -1,345,917 | -1,695,072      | -1,305,873      |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | 2,014,399           | 4,649,775  | 6,738,153       | -1,132,868      |



## 2-4 保利发展控股集团股份有限公司主要财务指标

| 项目                | 2019年1~3月<br>(未经审计) | 2018年      | 2017年<br>(追溯调整) | 2016年<br>(追溯调整) |
|-------------------|---------------------|------------|-----------------|-----------------|
| <b>主要财务指标</b>     |                     |            |                 |                 |
| EBIT (万元)         | -                   | 4,030,236  | 2,920,530       | 2,552,758       |
| EBITDA 万元)        | -                   | 4,131,698  | 2,999,787       | 2,631,421       |
| 总有息债务 (万元)        | -                   | 26,829,404 | 20,600,884      | 11,482,934      |
| 毛利率 (%)           | 39.81               | 32.48      | 31.03           | 29.00           |
| 营业利润率 (%)         | 19.75               | 18.30      | 17.42           | 14.94           |
| 总资产报酬率 (%)        | -                   | 4.76       | 4.19            | 5.45            |
| 净资产收益率 (%)        | 1.76                | 14.02      | 12.45           | 14.46           |
| 资产负债率 (%)         | 78.94               | 77.97      | 77.33           | 74.76           |
| 债务资本比率 (%)        | -                   | 58.99      | 56.57           | 49.30           |
| 长期资产适合率 (%)       | 566.61              | 501.92     | 663.01          | 660.69          |
| 流动比率 (倍)          | 1.78                | 1.72       | 1.78            | 1.73            |
| 速动比率 (倍)          | 0.68                | 0.66       | 0.57            | 0.53            |
| 保守速动比率 (倍)        | 0.28                | 0.26       | 0.19            | 0.19            |
| 存货周转天数 (天)        | 3,251.48            | 1,252.88   | 1,322.37        | 969.07          |
| 应收账款周转天数 (天)      | 8.36                | 3.57       | 4.26            | 5.53            |
| 经营性净现金流/流动负债 (%)  | 0.18                | 2.94       | -9.52           | 14.41           |
| 经营性净现金流/总负债 (%)   | 0.12                | 1.98       | -6.58           | 10.37           |
| 经营性净现金流利息保障倍数(倍)  | -                   | 0.85       | -3.02           | 5.08            |
| EBIT 利息保障倍数 (倍)   | -                   | 2.89       | 3.02            | 3.80            |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍) | -                   | 2.97       | 3.10            | 3.92            |
| 现金比率 (%)          | 28.22               | 25.50      | 18.69           | 18.73           |
| 现金回笼率 (%)         | 219.14              | 138.69     | 142.69          | 114.31          |
| 担保比率 (%)          | -                   | 55.72      | 44.48           | 48.35           |



### 附件 3 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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) =  $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) =  $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
23. 可变现资产 =  $\min(\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}, \text{非受限资产})$

<sup>4</sup> 一季度取 90 天。

<sup>5</sup> 一季度取 90 天。



24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. 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）
26. 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）
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持产生的现金流净额+经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出



## 附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

| 信用等级 |    | 定义                              |
|------|----|---------------------------------|
| AAA  |    | 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   |    | 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    |    | 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  |    | 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   |    | 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    |    | 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  |    | 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   |    | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C    |    | 不能偿还债务。                         |
| 展望   | 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。    |

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。