



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

# CREDIT RATING REPORT

报告名称

保利发展控股集团股份有限公司  
公开发行2020年公司债券(第一期)  
信用评级报告

目录

评定等级及主要观点  
发债情况及发债主体  
偿债环境  
财富创造能力  
偿债来源与负债平衡  
偿债能力



## 信用等级公告

大公报 D【2016】451 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其公开发行 2020 年公司债券（第一期）的信用状况进行分析和评估，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为 AAA，评级展望为稳定，保利发展控股集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）的信用等级为 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年三月六日



## 评定等级

发债主体：保利发展控股集团股份有限公司  
债项信用等级：**AAA**  
主体信用等级：**AAA**  
评级展望：**稳定**



## 债项概况

发债额度：本期债券发行规模不超过人民币 20 亿元（含人民币 20 亿元）  
债券期限：品种一，期限为 5 年，附第 3 年末赎回选择权、调整票面利率选择权和回售选择权；品种二，期限为 7 年，附第 5 年末赎回选择权、调整票面利率选择权和回售选择权  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
发行目的：公司住房租赁项目建设及补充流动资金

项目	2019. 9	2018	2017	2016
总资产	9,752.00	8,464.94	6,976.35	4,679.97
所有者权益	1,985.09	1,864.94	1,581.63	1,181.02
总有息债务	2,840.08	2,682.94	2,060.09	1,148.29
营业收入	1,117.94	1,945.14	1,466.23	1,547.52
净利润	175.54	261.49	196.94	170.73
经营性净现金流	92.21	118.93	-292.61	340.54
毛利率	35.87	32.48	31.03	29.00
总资产报酬率	2.82	4.76	4.19	5.45
资产负债率	79.64	77.97	77.33	74.76
债务资本比率	58.86	58.99	56.57	49.30
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.97	2.17	3.92
经营性净现金流/总负债	1.28	1.98	-6.58	18.07

注：公司提供了 2016~2018 年及 2019 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 2016~2018 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。本报告 2016 和 2017 年数据采用 2017 和 2018 年审计报告中期初数据；2019 年 1~9 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：肖尧  
评级小组成员：牛林祥  
电话：010-67413300  
传真：010-67413555  
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”或“公司”）主要从事房地产开发等业务。本次评级结果表明公司作为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，毛利率持续提升，盈利能力较好，较为充足的土地储备为业务未来发展提供了有力支撑，两翼业务的稳步推进，有利于形成协同效应；但公司有息债务规模保持增长，同时在房地产项目拓展及建设上仍需较大规模的资金投入，面临一定资金支出压力。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇：

- 2016 年以来，公司毛利润保持增长，毛利率持续提升，盈利能力较好；
- 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；
- 公司现有土地储备较为充足，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；
- 2016 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障。

### 主要风险/挑战：

- 公司有息债务规模较大且保持增长；
- 公司在房地产项目拓展及建设上仍需较大规模的资金投入，面临一定资金支出压力。

## 展望

预计未来，公司仍将位列国内房地产业前茅，且房地产业务仍有一定成长空间。综合考虑，大公对未来 1~2 年保利发展的信用评级展望为稳定。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2019-V.3，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
<b>要素一：偿债环境（12%）</b>	<b>4.55</b>
（一）宏观环境	5.06
（二）行业环境	4.60
（三）区域环境	4.00
<b>要素二：财富创造能力（58%）</b>	<b>6.79</b>
（一）产品与服务竞争力	6.76
（二）盈利能力	6.85
<b>要素三：偿债来源与负债平衡（30%）</b>	<b>5.22</b>
（一）债务结构	7.00
（二）流动性偿债来源	5.06
（三）清偿性偿债来源	4.34
<b>调整项</b>	<b>-0.05</b>
<b>主体信用等级</b>	<b>AAA</b>

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

## 评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2019.06.12	王鹏、赵士英、牛林祥	大公房地产企业信用评级方法（V.2）	<a href="#">点击阅读全文</a>
AAA/稳定	-	2015.09.25	郑孝君、胡聪、孙瑞	大公信用评级方法总论	<a href="#">点击阅读全文</a>



## 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起至本次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。



## 发债情况

### （一）本期债券情况

本次债券是保利发展面向合格投资者公开发行的公司债券，计划发行总额不超过 150 亿元（含 150 亿元），分期发行，其中首期发行规模不超过人民币 20 亿元（含人民币 20 亿元）。本期债券分为两个品种，其中：品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期固定利率债券，附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司和主承销商将根据网下申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一个品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

### （二）募集资金用途

本期债券募集资金中，14 亿元拟用于公司住房租赁项目建设，6 亿元拟用于补充公司流动资金。本期债券中拟使用募集资金不包含地价款，主要用于住房租赁项目建设支出、装修改造支出、租赁支出、置换前期已投入项目建设资金、偿还住房租赁项目贷款等。其中，拟用于的住房租赁项目情况如下：

**表 1 公司住房租赁项目拟使用募集资金情况（单位：亿元）**

项目名称	住房租赁部分投资规模	拟使用本期募集资金	相关批复
北京大兴区旧宫镇北项目	59.11	11.54	京发改〔核〕〔2017〕199 号 京大兴发改〔核〕〔2017〕72 号 京兴环审〔2017〕139 号 京〔2017〕大不动产权第 0000136 号 京〔2017〕大不动产权第 0000137 号 地字第 110115201700035 号 2017 规〔大〕地字 0021 号
杭州保利天汇项目	26.03	2.46	高新（滨江）发改备〔2017〕026 号 201833010800000077 浙〔2018〕杭州市不动产权第 0034603 号 地字第 330108201700026 号
合计	85.14	14.00	-

数据来源：根据公司提供资料整理

北京大兴区旧宫镇北项目，位于北京市大兴区，该项目的不动产权证书已取得，土地性质为居住用地，用于募投项目的土地均为自持土地。根据土地出让合



同约定，公司自持商品住房面积为该宗地居住用途建筑面积的 70%。公司自持年限为 70 年。项目占地面积 6.64 万平方米，总建筑面积 22.97 万平方米。该项目用于住房租赁部分项目投资规模约为 59.11 亿元，建筑面积约 16.08 万平方米。该项目建设主体于 2018 年正式开工，住房租赁项目预计于 2021 年投入使用，该项目目前按开发计划正常进行。

杭州保利天汇项目，位于杭州市滨江区，该项目的不动产权证书已取得，土地性质为居住兼商业用地，公司承诺本期债券募集资金仅用于居住用地的自持部分。根据不动产权证书，公司自持住宅用途商品房屋面积与地块实际住宅用途商品房屋面积的比值不少于 36%，自持年限为 70 年。项目占地面积 6.51 万平方米，总建筑面积 31.60 万平方米。该项目用于住房租赁部分投资规模约 26.03 亿元，建筑面积约 11.17 万平方米。该项目建设主体于 2018 年正式开工，住房租赁项目预计于 2022 年投入使用。该项目目前按开发计划正常进行。

## 发债主体

### （一）主体概况

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 2019 年 9 月末，公司注册资本为 119.31 亿元，其中，保利南方持有 37.82%，为公司控股股东；保利集团持有保利南方 100.00% 股权，同时直接持有公司 2.80% 股权，为公司实际控制人；保利集团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”）全资子公司。

公司子公司保利物业发展股份有限公司（以下简称“保利物业”）的股票自 2019 年 12 月 19 日在香港联交所主板上市交易，股票代码为“06049.HK”，股票中文简称为“保利物业”。后经行使超额配股权后，保利物业实际发行 H 股共 153,333,400 股，保利物业总股本增加至 553,333,400 股，公司直接及间接持有保利物业 400,000,000 股，占保利物业发行完成后总股本的 72.29%。

### （二）公司治理结构

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。



### （三）征信信息

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 11 月 27 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

我国经济增速下行压力加大，但主要经济指标仍处于合理区间，经济仍具有保持中高速增长的潜力；房地产市场融资渠道收紧，房企面临一定的融资压力；随着房地产行业调控政策趋严，全国商品房销售面积和销售金额增速有所下滑；我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

### （一）宏观政策环境

2017 年以来我国经济增速下行压力加大，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。我国经济正处在优化经济结构、转换增长动力的关键阶段，随着供给侧改革进一步加速产业升级、区域协调发展战略的实施以及对外开放力度的不断加大，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力。

2017 年以来，我国经济增速放缓，但整体而言继续表现良好，我国经济进入了中高速增长的新常态新阶段。2017~2019 年，我国 GDP 同比增长速度分别为 6.8%、6.6% 和 6.1%，其中，根据国家统计局初步核算数据，2019 年，我国实现国内生产总值 99.09 万亿元，同比增长 6.1%，增速同比下降 0.5 个百分点。2019 年，分产业看，第一产业增加值 7.05 万亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值 38.62 万亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 53.42 万亿元，同比增长 6.9%，占国内生产总值的比重为 53.92%，高于第二产业 14.94 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2019 年 12 月份，制造业 PMI 为 50.2%，与上月持平，连续两个月位于荣枯线以上，制造业延续上月扩张态势，景气稳中有升，我国逆周期调节政策的积极作用不断显现。总的来看，2017 年以来，国民经济增速下行压力加大，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2019 年以来，全球经济下行压力不断增加，多国制造业景气度降至荣枯线以下，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制。同时，贸易摩擦对全球经济增长的负面效应也逐步显现。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。从全球主要经济体来看，美国经济增速由高位回落，欧盟经济增长放缓，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素。2020 年初，中



美签署第一阶段经贸协议，其实施进展及对全球经济的拉动作用还有待观察。整体而言，2019 年以来，全球主要国家经济均呈现放缓态势，尽管中美贸易谈判取得阶段进展，我国面临的外部环境仍复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用财政政策、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。此外，我国金融业对外开放稳步落实，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在深入推进，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。

总的来看，我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的新常态新阶段，正处在转变发展方式、转换增长动力的攻关期。未来，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。当前新一轮科技革命和产业变革加速演进，创新型经济将加速供给侧改革的推进，推动产业升级，进一步优化产业结构；同时，随着区域协调发展战略的实施以及对外开放力度的不断加大，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

## （二）行业环境

“房住不炒”的政策不断被重申和坚持，我国房地产政策主体基调不变；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，受 2020 年初新冠疫情的影响，短期房企融资审批可能放宽，但仍面临一定的融资压力。

房地产行业是政策敏感度较高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。2018 年调控政策的一大变化就



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、辽宁、福州、江门、长春和绍兴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、丹东、嘉兴、淄博、宁乡市、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 个城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。2018 年 12 月，住房和城乡建设工作会议和中央经济会议在京召开，确定 2019 年房地产政策调控的主体基调为坚持“住房不炒”，以“稳”为主，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，坚持因城施策、分类指导，落实城市主体责任。2019 年 4 月，中共中央政治局会议重申房地产调控总基调，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。2019 年 7 月，中共中央政治局会议在坚持总基调的基础上，提出不将房地产作为短期刺激经济的手段。2019 年 12 月，中央经济工作会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2019 年以来，我国房地产政策主体基调不变，且不断被重申，房地产政策由调控转向稳定。

融资方面，2018 年，房地产开发企业到位资金整体保持高位，资金规模达 16.6 万亿元，同比增长 6.4%，增幅继续收窄，房地产融资渠道收紧；同期，房企融资规模维持高位，综合融资成本同比提高约 1~3 个百分点，融资成本不断上升。受此影响，房地产企业不断探索创新融资模式，海外债规模也随之上升，2018 年房地产 ABS/ABN 产品共 260 支，总发行规模 1,059.07 亿元，同比增长 70.51%；同期，国内房地产企业发行海外债 116 支，融资规模约为 484.55 亿美元，同比上升 15.53%，平均利率为 7.72%，同比上升 1.40 个百分点；其中票面利率超过 10.00% 的有 20 支，而 2017 年仅 1 支。2019 年 8 月末，国内房地产企业发行海外债共 138 支，融资规模约 524.08 亿元，同比上升 33.90%，平均利率为 9.01%，同比增加 1.90 个百分点，其中票面利率超过 10.00% 的有 49 支。然而，2019 年 7 月 12 日，国家发展和改革委员会发布的《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房企海外债资金用途受限。整体来看，房地产行业融资渠道不断收紧，融资成本不断上升，2020 年，在贸易战和新型冠状病毒肺炎的双重影响下，短期内房地产调控政策在企业融资审批



流程环节上可能有所放宽，但未来房企仍将面临一定的融资压力。

随着房地产行业调控政策趋严，2018~2019 年，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑；受 2020 年初新冠疫情影响，房企一季度开工、销售面临较大的不确定性。

2018 年初，部分城市为引进人才放宽落户门槛限制，同时，棚改货币化政策使得三四线城市房价大幅上涨，造成 2018 年上半年销售面积和销售金额增速有所上升。随着中央坚持“房住不炒”的定位，以及各地密集出台的限购限售等政策，2018 年 7 月开始销售面积和销售金额增速有所下降。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，全国商品房销售金额 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速同比下降 5.7 个百分点，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%。

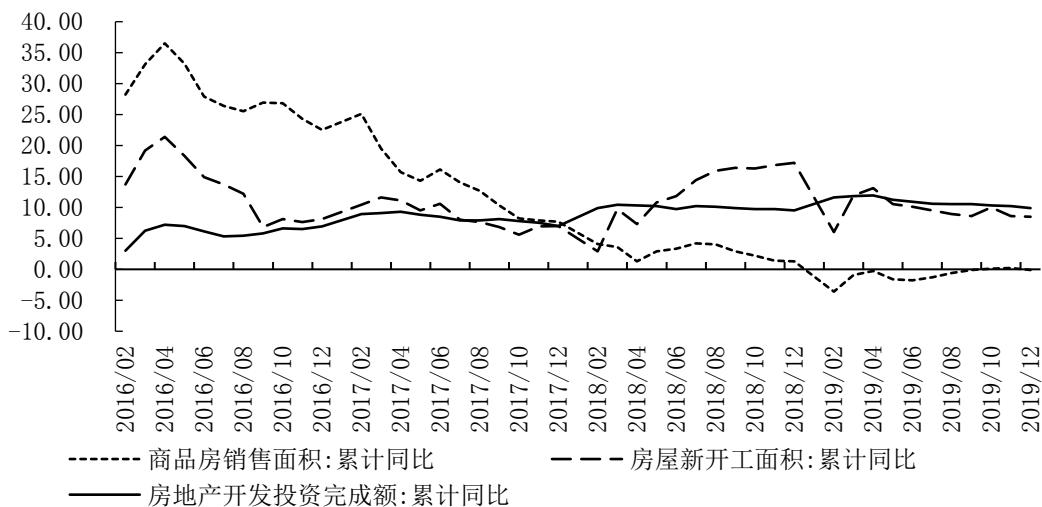


图 1 2016 年 2 月~2019 年 12 月我国房地产市场销售及房屋开发情况（单位：%）

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，全国房地产开发投资 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，其中，住宅投资 9.71 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.45%。2020 年，受疫情的影响，预计一季度新开工、销售和回款将受到影响，作为房企最重要的开发资金来源，销售回款走弱意味流动性紧张，房企拿地及新开工将更为谨慎，或将影响全年可售资源。



我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，大型房地产企业议价能力较强，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

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，2016 年以来，房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度逐步提升。2018 年，品牌房地产企业业绩规模继续增长，碧桂园、万科地产和恒大地产仍位于前三强，其中碧桂园以 7,286.90 亿元位居销售金额第一位，同比上升 32.30%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 30 家，同比增加 17 家。

**表 2 2014~2018 年中国房地产企业集中度情况<sup>1</sup>（单位：%）**

级别	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
房地产企业销售金额集中度					
TOP10 企业	26.9	24.1	18.7	16.9	16.9
TOP20 企业	37.5	32.5	25.2	22.8	22.8
TOP50 企业	55.1	45.9	35.2	31.7	31.2
TOP100 企业	66.7	55.5	44.8	39.6	37.8
房地产企业销售面积集中度					
TOP10 企业	19.1	15.9	12.5	11.3	10.4
TOP20 企业	25.7	20.7	16.2	14.6	13.7
TOP50 企业	36.4	28.5	22.0	19.9	18.7
TOP100 企业	43.7	33.9	27.5	24.7	22.3

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，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

## 财富创造能力

房地产销售业务是公司收入和利润的主要来源；2016 年以来，营业收入波动增长，毛利润保持增长，毛利率持续提升。

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规模排名位居头部的专业化房地产开发企业；其他业务<sup>2</sup>主要为建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览和酒店等。

2016~2018 年，公司营业收入受房地产业务结转收入影响而有所波动，毛

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 其他业务包含公司审计报告中其他业务及主营业务中的其他。



利率稳步提升，毛利润逐年增长。从具体业务来看，房地产销售始终是公司最主要的收入和利润来源，占公司营业收入和毛利润的比重始终保持在 90%以上。2017 年，房地产销售收入同比下降 6.25%，主要是营改增及项目结转区域结构变动所致；毛利率同比提升 2.45 个百分点，受毛利率提升影响，毛利润同比增长 1.96%。2018 年，房地产销售收入同比增长 32.46%，主要是房地产结转收入增加所致；毛利率同比增长 2.21 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 42.07%。其他业务方面，随着持续拓展，其他业务营业收入逐年增长，但毛利率水平逐年下降，使得毛利润规模逐年下降，整体上，其他业务对公司收入和毛利润贡献较小。此外，公司有少量利息和手续费及佣金收入，分别为 0.21 亿元、0.36 亿元和 0.42 亿元，占营业收入总收入比重极小。

**表3 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年 1~9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1,117.94	100.00	1,945.14	100.00	1,466.23	100.00	1,547.52	100.00
房地产销售	1,025.57	91.74	1,824.98	93.82	1,377.78	93.97	1,469.57	94.96
其他业务	92.37	8.26	120.16	6.18	88.45	6.03	77.95	5.04
毛利润	401.04	100.00	631.75	100.00	454.90	100.00	448.71	100.00
房地产销售	369.39	92.11	596.49	94.42	419.86	92.30	411.78	91.77
其他业务	31.65	7.89	35.26	5.58	35.05	7.70	36.93	8.23
毛利率	35.87		32.48		31.03		29.00	
房地产销售	36.02		32.68		30.47		28.02	
其他业务	34.26		29.34		39.62		47.38	

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~9 月，公司营业收入同比增长 17.77%，毛利率同比增加 3.18 个百分点，主要是结转规模及相关项目的毛利率同比提升所致。此外，公司当期获得的利息和手续费及佣金收入 0.32 亿元，同比微增。

### （一）房地产业务

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；公司市场定位准确，产品以中小户型普通住宅为主，项目覆盖区域广泛，主要区域收入贡献相对稳定。

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。

公司开发的产品以商品住宅为主，适度发展持有经营性物业。在产品战略方面，公司以普通住宅开发为主，其中中小户型为主要销售产品，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。

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 2019 年 9 月末，公司业务已覆盖国内外 108 个城市，业务分布范围广泛。从具体区域来看，2016~2018 年公司在华南片区和华东片区始终保持较大的收入规模，合计占比保持在 50%以上；中部片区、西部片区和华北片区收入占比均有所波动，东北片区收入占比相对较低。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。

**表 4 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

2016 年以来，公司签约销售金额保持增长，资金回笼情况良好，为未来的收入和项目建设提供了良好保障。

凭借清晰准确的产品市场定位以及聚焦核心城市群的区域布局，2016~2018 年，公司签约销售金额和签约销售面积均保持逐年增长，其中 2017 年公司签约销售金额和签约销售面积同比分别增长 47.19% 和 40.27%；2018 年同比分别增长 30.91% 和 23.36%，增速有所回落。同期，公司实现销售回笼金额分别为 2,041 亿元、2,644 亿元和 3,562 亿元，回笼率分别为 97%、86% 和 88%，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，整体上，公司资金回笼情况始终保持在良好水平。2019 年 1~9 月，公司签约销售金额及面积分别同比增长 14.20% 和 13.29%；实现销售回笼 3,098 亿元，



回笼率为 89%，资金回笼仍保持在良好水平。

**表 5 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司房地产开发经营情况**

地区	2019 年 1~9 月	2018 年	2017 年	2016 年
新开工面积（万平方米）	3,675	4,396	3,075	2,039
竣工面积（万平方米）	1,723	2,217	1,554	1,462
签约金额（亿元）	3,468	4,048	3,092	2,101
签约面积（万平方米）	2,294	2,766	2,242	1,599
签约销售均价（万元/平方米）	1.51	1.46	1.38	1.31
结算金额（亿元）	1,117	1,825	1,375	1,470
结算面积（万平方米）	812	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。2016~2018 年，公司新开工面积持续大幅增长，其中 2017 年和 2018 年同比增速分别为 50.80% 和 42.93%；竣工面积逐年增长，其中 2018 年同比大幅增长 42.70%，主要是受前期开工量增长的影响。2019 年 1~9 月，公司新开工面积同比增长 11.46%，竣工面积同比大幅增长 46.89%。

公司房地产业务拓展以一、二线中心城市为主，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，公司以一、二线城市及核心城市群为主，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。2016~2018 年，公司新增项目个数及新增容积率面积均有所波动。2017 年，公司新增项目数量同比增加 92 个，新增容积率面积和新增地价同比分别增长 88.02% 和 127.76%；新增项目中通过合作、并购等方式获取的共 81 个，获取面积占当期总土地拓展面积的 48%，而通过对中航工业下属 11 个项目的收购，新增容积率面积近 538 万平方米；从城市类别来看，一、二线城市拓展容积率面积和金额占比分别约为 63% 和 82%；新增项目平均楼面地价同比增长约 21%，主要是一、二线城市新增项目比例提升所致。2018 年，公司新增项目数量同比减少 72 个，新增容积率面积和新增地价同比分别下降 31.06% 和 30.31%；新增项目中通过收并购、合作开发等方式获取的共 75 个，获取面积占当期总土地拓展面积的 58%；从城市类别看，一、二线城市拓展面积和金额占比分别约为 61% 和 74%，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。2019 年 1~9 月，公司新增项目数量同比减少 24 个，新增容积率面积和新增地价同比均下降约 39%，其中一、二线城市拓展金额占比约为 76%；新增项目平均楼面价同比微增。

**表 6 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司土地储备拓展情况**

项目	2019 年 1~9 月	2018 年	2017 年	2016 年
新增项目个数(个)	84	132	204	112
新增容积率面积(万平方米)	1,493	3,116	4,520	2,404
新增地价(亿元)	996	1,927	2,765	1,214
期末规划总建筑面积(万平方米)	24,772	24,150	20,723	15,617
期末待开发建筑面积(万平方米)	7,654	9,154	9,090	6,344
平均楼面地价 <sup>3</sup> (元/平方米)	6,671	6,186	6,118	5,050

数据来源：根据公司提供资料整理

2016~2018 年，公司平均楼面地价占平均销售单价的比重分别约为 38%、44% 和 42%，有所波动，其中 2017 年受土地价格的上涨，平均楼面地价占平均销售单价的比重有较为明显的提升。2019 年 1~9 月，公司平均楼面地价占平均销售单价的比重约为 44%，同比变动不大。

土地储备方面，截至 2019 年 9 月末，公司共有在建及拟建项目合计 666 个，同比增加 61 个；总建筑面积 24,772 万平方米，同比增长 7.09%；待开发面积 7,654 万平方米，同比下降 17.60%。按每年新开工量计算，基本可以满足公司未来 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，有利于控制土地成本和提升获取新项目的能力，截至 2019 年 9 月末，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；2016 年以来，借助资本运作，公司稳步推进综合服务与不动产金融等相关产业，有利于形成协同效应，增强综合竞争力。

面对行业发展进入新阶段，公司提出“一主两翼”发展战略，明确“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”，搭建不动产生态发展平台。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，2016 年以来，公司借助资本运作，提升了综合实力。物业代理方面，公司于 2018 年 5 月 7 日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》，公司以保利地产投资顾问有限公司（以下简称“保利顾问”）

<sup>3</sup> 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。



100.00%股权向合富辉煌(中国)房地产顾问有限公司（以下简称“合富中国”）进行增资，公司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；业务上，合富中国和保利顾问各自经营的一手及二手物业代理业务将融合发展，截至 2019 年 9 月末，该业务覆盖城市已超过 210 个。物业管理方面，保利物业于 2018 年以 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 的多业态布局；2019 年 12 月 19 日，保利物业在香港联交所上市（其后行使超额配股权），共募资 53.82 亿港元，为后续发展提供了充沛的资金支持；截至 2019 年 10 月末，公司物业管理覆盖国内 165 个城市，共计 928 项物业，合同管理面积为 4.78 亿平方米，在管面积为 2.70 亿平方米，综合实力位居国内物业管理行业前列。商业管理方面，截至 2018 年末运营项目共计 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。

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”战略初见成效，在支持主业发展的同时，逐步形成了多产业协同发展格局，虽然目前对收入和利润贡献度较小，但对增强主业竞争力有重要意义。

## 偿债来源与负债平衡

2016 年以来，利润规模逐年增长，盈利能力维持在较高水平；经营性净现金流不稳定，融资渠道保持通畅；资产及负债规模均快速增长，资产中存货占比比较高、货币资金规模较大，变现能力较好；负债中预收款项规模较大，为未来收入提供了保障，有息债务规模逐年增长，债务负担有所加重。

### （一）偿债来源

#### 1、盈利

2016 年以来，公司期间费用规模保持增长，但期间费用占营业收入的比例始终处于较低水平，费用控制能力较好；随着合作项目规模的扩大，投资收益规模呈现上升趋势；利润规模逐年增长，盈利能力维持在较高水平。

2016~2018 年，公司营业收入受结转收入影响而有所波动，毛利率稳步提升，毛利润逐年增长。

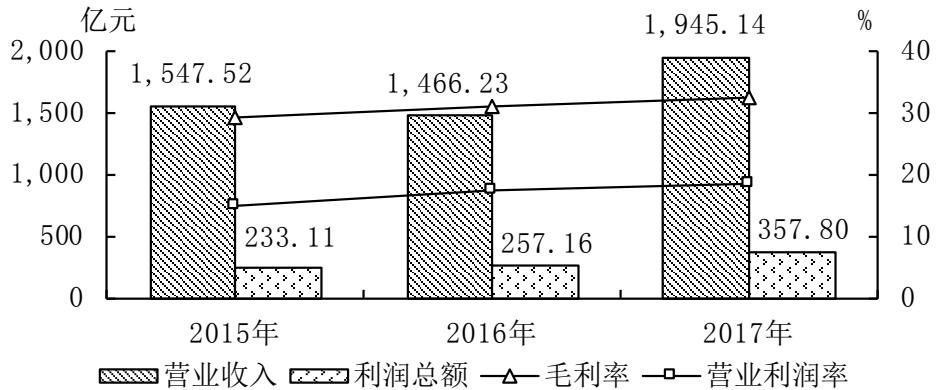


图 2 2016~2018 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2016~2018 年，公司期间费用逐年增长，主要是经营规模保持扩张所致。其中，销售费用和管理费用均逐年增长，2018 年分别同比增长 52.25% 和 23.82%，主要受销售及管理的业务规模扩大的推动，销售及管理支出增加；研发费用自 2017 年单列以来，均保持在很小的规模；财务费用逐年增长，主要是随着有息债务规模的增长，利息支出增长所致。此外，公司房地产项目在开发过程中产生的资本化费用较多，资本化利息支出分别为 44.92 亿元、103.57 亿元和 94.04 亿元。期间费用占营业收入的比例波动上升，但仍维持在较低水平，费用控制能力较好。

表 7 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

指标	2019 年 1~9 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	34.13	59.12	38.83	35.45
管理费用	30.88	34.95	28.23	22.67
研发费用	0.34	0.41	0.35	-
财务费用	34.30	25.85	23.90	22.34
期间费用	<b>99.65</b>	<b>120.33</b>	<b>91.31</b>	<b>80.45</b>
期间费用/营业收入	<b>8.91</b>	<b>6.19</b>	<b>6.23</b>	<b>5.20</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2016~2018 年，公司资产减值损失分别为 -0.40 亿元、0.61 亿元和 23.51 亿元，逐年增长，其中 2016 年为负，主要是当期转回坏账准备 0.82 亿元所致；2018 年同比大幅增长 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。投资收益分别为 12.47 亿元、16.80 亿元和 26.90 亿元，逐年大幅增长，主要是随着合作的房地产项目增加，相关合营、联营企业所形成的投资收益规模增长所致；2018 年，因处置长期股权投资产生 7.16 亿元收益，是推动当年投资收益同比大幅增长 60.06% 的重要原因；投资收益在营业利润中占比分别为 5.39%、6.58% 和 7.56%，投资收益对利润规模有一定影响，且影响程度有所提升。



2016~2018 年，公司营业利润分别为 231.23 亿元、255.45 亿元和 355.93 亿元；利润总额分别为 233.11 亿元、257.16 亿元和 357.80 亿元；净利润分别为 170.73 亿元、196.94 亿元和 261.49 亿元，其中归属于母公司的所有者的比例分别为 72.76%、79.38% 和 72.29%。报酬率方面，公司总资产报酬率分别为 5.45%、4.19% 和 4.76%；净资产收益率分别为 14.46%、12.45% 和 14.02%。整体来看，公司利润规模保持增长，主要盈利指标维持在较高水平。

2019 年 1~9 月，公司营业收入为 1,117.94 亿元，同比增长 17.77%；毛利率为 35.89%，同比增加 3.18 个百分点，主要是结转规模及相关项目的毛利率同比提升所致；期间费用同比增长 28.87%，其中销售费用和管理费用分别同比增长 17.30% 和 35.87%，随着业务规模的扩张而增加，财务费用同比增长 35.87%，主要是受利息资本化规模下降，费用化利息支出增长的影响；期间费用率为 8.91%，同比小幅增加 0.77 个百分点；公允价值变动收益为 5.07 亿元，同比增加 5.04 亿元，主要是持有的股权类金融工具公允价值提升所致；投资收益为 16.09 亿元，同比下降 20.20%，主要是当期因处置长期股权投资获得收益同比大幅下降所致，投资收益在营业利润中的占比为 6.94%；营业利润和利润总额分别为 231.67 亿元和 232.69 亿元，净利润为 175.54 亿元，其中归属于母公司所有者的比例为 73.11%，同比均保持增长。

整体来看，2016 年以来，公司期间费用规模保持增长，但期间费用占营业收入的比例始终处于较低水平，费用控制能力较好；随着合作项目规模的扩大，投资收益规模呈现上升趋势；利润规模逐年增长，盈利能力维持在较高水平。

## 2、现金流

公司经营性净现金流有所波动；受对联合营公司投资及收并购项目的支出规模较大影响，投资性现金流持续大额净流出；截至 2019 年 9 月末，公司待开发房地产项目规模较大，未来仍需较大量的资金投入。

2016~2018 年，公司经营性净现金流有所波动，其中 2017 年公司经营性现金流同比由净流入转为大幅净流出，主要是房地项目拓展支出增加，合作项目往来款投入大幅增加所致；2018 年公司经营性现金流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。受经营性净现金流大幅波动以及债务和利息支出规模增长的影响，经营性净现金流对债务和利息的保障程度呈波动下降态势。2019 年 1~9 月，公司经营性现金流同比由净流出转为净流入，主要是联合营项目资金往来流入增加所致。

2016~2018 年，公司投资性现金流持续大额净流出，主要是为业务发展合理储备生产资料，对联合营公司的投资与收并购项目的支出较大所致。2019 年 1~9 月，公司投资性现金流仍处于净流出状态，但净流出规模同比减少 136.21



亿元，主要是对联合营企业股权投资支出减少所致。

**表8 2016~2018年及2019年1~9月公司经营性及投资性现金流情况（单位：亿元、倍）**

指标	2019年1~9月	2018年	2017年	2016年
经营性净现金流	92.21	118.93	-292.61	340.54
投资性净现金流	-8.82	-134.59	-169.51	-130.59
经营性净现金流利息保障倍数	0.81	0.85	-2.11	5.08
经营性净现金流/流动负债（%）	1.86	2.94	-9.52	24.57
经营性净现金流/总负债（%）	1.28	1.98	-6.58	18.07

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 6 月末，公司重要在建工程项目 1 个，为成都航空大世界项目，计划投资额为 30.65 亿元，已完成投资 9.06 亿元，未来资金需求规模较小。但公司房地产开发项目规模较大，截至 2019 年 9 月末，房地产开发项目待开发建筑面积为 7,654 万平方米，未来仍需较大规模资金投入；此外，为保持业务发展所需的土地储备规模，公司预计在房地产项目拓展上将保持较大的资金投入。整体来看，公司仍将保持着较大的资金支出规模，若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，将面临一定的资金支出压力。

### 3、债务收入

2016 年以来，公司债务收入规模呈上升趋势，融资成本处于较低水平；融资渠道通畅，仍以银行借款为主，发行债券为辅。

2016~2018 年，随着经营规模的扩张，公司筹资规模逐年大幅增长，筹资性净现金流规模大幅波动，其中 2017 年筹资性净现金流为 673.98 亿元，由净流出转为大幅净流入，主要原因是随着业务规模扩大，公司融资需求增加，取得借款收到的现金大幅增加；2018 年筹资性净现金流为 464.98 亿元，同比减少 209.00 亿元，主要是偿还借款的规模增加所致。2019 年 1~9 月，公司筹资性净现金流同比由净流入转为小额净流出，主要是净增负债减少所致。

**表9 2016~2018年及2019年1~9月债务融资情况分析（单位：亿元）**

指标	2019年1~9月	2018年	2017年	2016年
筹资性现金流入	873.32	1,526.21	1,301.34	790.67
借款所收到的现金	784.85	1,283.34	1,142.65	556.71
筹资性现金流出	922.12	1,061.23	627.53	903.96
偿还债务所支付的现金	722.17	827.52	474.03	776.60

数据来源：根据公司提供资料整理

从筹资性现金流入来源来看，公司主要通过债权融资，渠道包括银行借款、债券发行等，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 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信 5,000.00 亿元，尚未使用银行授信额度 2,800.00 亿元，授信额度充足。债券发行方面，公司已发行过多期债



券，包括中期票据、公司债券等类型。2016~2018 年，公司有息债务综合成本分别为 4.69%、4.82% 和 5.03%，逐年提升，但仍处于较低水平。整体来看，公司具备较好的融资能力，对债务偿还将形成一定保障。

#### 4、外部支持

股东在财务上能够为公司提供较大规模的资金支持，但整体上外部支持对偿债来源贡献较小。

公司股东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较大规模的资金支持，2016~2018 年末，公司接受保利集团财务资助余额分别为 10.52 亿元、9.05 亿元和 4.15 亿元，接受保利集团下属的保利财务有限公司的财务资助余额分别为 43.66 亿元、70.07 亿元和 83.60 亿元。此外，公司可获得少量稳岗补贴等形式的政府补助。整体上，外部支持对公司偿债来源贡献较小。

#### 5、可变现资产

2016 年以来，公司资产规模保持增长，以流动资产为主；资产中以房地产开发成本为主的存货占比较高，货币资金规模较大，资产的变现能力较好。

2016 年以来，公司资产规模随房地产开发规模扩大而逐年增长，其中流动资产占比保持在 90% 以上。截至 2019 年 9 月末，公司资产总额 9,752.00 亿元，较 2018 年末增长 15.20%，其中流动资产占比为 91.93%。

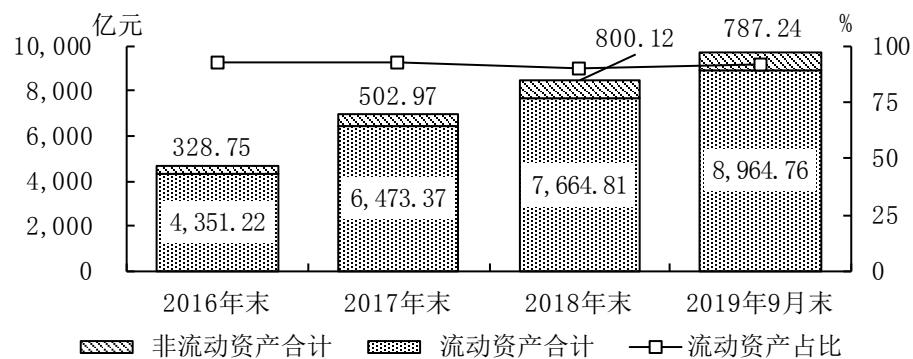


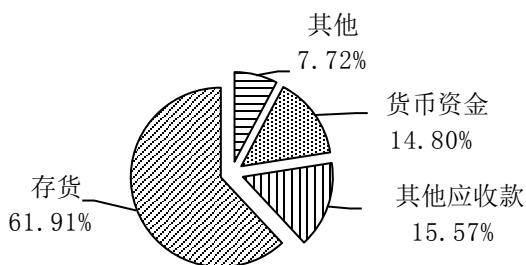
图 3 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收账款和存货等构成。2016~2018 年末，公司货币资金分别为 469.84 亿元、680.51 亿元和 1,134.31 亿元，逐年大幅增长，主要是房地产销售款回笼及借款增长所致；2018 年末，受限货币资金为 3.56 亿元，主要为履约保证金，占货币资金余额的比重为 0.31%，公司货币资金保有量较大，同时受限比例很低。公司其他应收款分别为 388.71 亿元、645.42 亿元和 1,193.52 亿元，逐年大幅增加，主要是与联合营企业及子公司合



作方股东的往来款增加所致，截至 2018 年末其他应收款中合作方往来款、联合营企业及关联单位往来款分别为 357.22 亿元和 750.96 亿元，占账面余额的比重分别为 29.86% 和 62.77%；2018 年末，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%。公司存货分别为 3,033.04 亿元、4,396.69 亿元和 4,745.05 亿元，逐年增长，主要是房地产开发项目增多及项目投入增加所致；2018 年末，公司存货中开发成本为 4,287.96 亿元，同比增长 9.12%，开发产品为 456.48 亿元，同比减少 2.17%，开发成本和开发产品占存货的比重分别为 90.27% 和 9.62%，累计计提存货跌价准备 26.63 亿元。2019 年 9 月末，公司存货为 5,748.00 亿元，较 2018 年末增长 21.14%，主要是房地产开发成本增加所致；流动资产其他主要科目较 2018 年末均变化不大。



**图 4 截至 2018 年末流动资产构成情况**

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，具有一定的变现能力。2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 147.51 亿元、234.51 亿元和 484.89 亿元，逐年大幅增长，主要是随着合作项目规模增长，公司对联合营企业的投资增加，同时联合营企业的结转利润有所增加所致。投资性房地产分别为 114.21 亿元、165.25 亿元和 198.90 亿元，逐年增长，主要是存货、固定资产及在建工程中的房地产资产转入所致。固定资产分别为 32.20 亿元、41.04 亿元和 45.94 亿元，逐年增长，主要是企业合并范围扩大所致；截至 2018 年末，公司固定资产中房屋及建筑物为 40.44 亿元，占比很大。2019 年 9 月末，公司主要非流动资产科目较 2018 年末均变化不大。

资产周转率方面，2016~2018 年，公司存货周转天数分别为 969.07 天、1,322.37 天和 1,252.88 天，2017 年周转效率有所下降，主要是项目开发量增长，而预收房款确认收入不同步所致；应收账款周转天数分别为 5.53 天、4.26 天和 3.57 天，公司应收账款余额相对较小，周转效率始终较高。2019 年 1~9 月，公司存货周转天数为 1,975.97 天，应收账款周转天数为 5.41 天，周转效率均有所下滑。

截至 2019 年 9 月末，公司受限资产为 666.37 亿元，占总资产比重为 6.83%，



占净资产比重为 33.57%，其中受限存货、投资性房地产和固定资产分别为 601.88 亿元、58.09 亿元和 4.35 亿元，均为借款抵押所致；受限货币资金为 2.06 亿元，为履约保证金存款。

总体来看，通畅的债务融资渠道及较大的货币资金保有量使得公司流动性偿债来源较为充足；资产中以房地产开发成本为主的存货占比较高，货币资金规模较大，资产的变现能力较好。

2016 年以来，公司经营性现金流有所波动；融资渠道通畅，债务收入规模较大，未使用的银行授信规模仍较为充足；此外，货币资金维持在较大的规模，公司流动性偿债来源较为充足。公司资产中以房地产开发成本为主的存货占比较高，货币资金规模较大，资产变现能力较好。

## （二）债务及资本结构

2016 年以来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；预收款项在负债中占比较高，逐年大幅增长，对未来收入提供了一定保障。

2016 年以来，公司负债规模逐年增加，以流动负债为主。截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 7,766.91 亿元，较 2018 年末增长 17.68%。

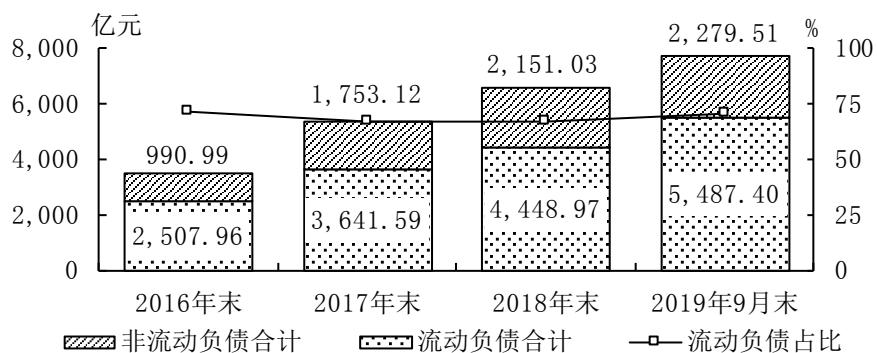


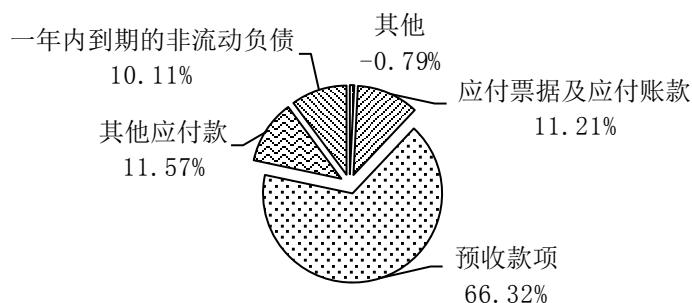
图 5 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司负债结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债等构成。2016~2018 年末，公司应付票据及应付账款分别为 421.27 亿元、468.39 亿元和 506.86 亿元，其中应付账款分别为 395.23 亿元、454.82 亿元和 460.49 亿元，逐年增加，主要是随着房地产开发业务经营规模的不断扩大，相关项目预提成本费用及应付的工程款相应增加所致。预收款项分别为 1,555.43 亿元、2,261.89 亿元和 2,997.95 亿元，逐年增长，主要是销售规模扩大推动预收购房款的增加所致，较大规模的预收款项为未来的收入提供了一定保障；预收款项占总负债的比重分别为 44.45%、41.93% 和 45.42%，比重较大。其他应付款分别为 490.66 亿元、695.22 亿元和 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分别为 483.52 亿元、681.30 亿元和 511.71 亿元。



元，有所波动，2017 年末同比增长 41.69%，2018 年末同比下降 24.78%，主要是与合作方、联合营企业及其他关联方往来款规模波动所致。一年内到期的非流动负债分别为 128.24 亿元、264.28 亿元和 457.07 亿元，逐年增长，主要是一年内到期的长期借款转入所致。此外，2016~2018 年末，公司应交税费分别为 -94.17 亿元、-81.45 亿元和 -69.14 亿元，负值持续下降。



**图 6 2018 年末公司流动负债构成**

数据来源：根据公司提供资料整理

2019年9月末，公司应付票据及应付账款为733.74亿元，较2018年末增长44.76%，主要是预提成本费用和应付工程款增长推动应付账款较2018年末增长41.70%至652.52亿元所致；预收款项为3,829.34亿元，较2018年末增长27.73%，主要是收到的房地产预售款增长所致；其他应付款为622.17亿元，较2018年末增长18.97%。流动负债其他主要科目较2018年末变动均不大。

公司非流动负债由长期借款和应付债券等构成。2016~2018年末，公司长期借款分别为688.67亿元、1,477.04亿元和1,818.74亿元，逐年大幅增长，主要是项目拓展及并购导致借款规模增加所致。同期，公司应付债券分别为301.26亿元、274.52亿元和330.65亿元，有所波动，其中2017年末同比减少8.87%，主要是公司于2013年8月发行的规模为5亿美元的美元债将于一年内到期，转入一年内到期的非流动负债所致；2018年末同比增长20.45%，主要是公司于2018年发行了3期中票和2期美元债，共计115.23亿元所致。2019年9月末，公司主要非流动负债科目较2018年末变动均不大。

**2016 年以来，由于业务规模扩大导致融资需求增加，公司总有息债务规模持续增长；截至 2019 年 9 月末，有息债务期限结构较为合理。**

2016 年以来，公司总有息债务规模持续增长，主要是业务规模扩大导致融资需求增加所致，其中，长期有息债务占比始终很高，短期有息债务规模保持增长，但占比维持在较低水平；总有息债务在总负债中占比呈波动上升趋势，但仍处于较低水平。截至 2019 年 9 月末，公司总有息债务为 2,840.08 亿元，较 2018 年末小幅增长 5.86%；总有息债务在总负债中占比较 2018 年末小幅下降。

**表 10 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年 9 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	563.37	533.55	308.53	158.37
长期有息债务	2,276.71	2,149.39	1,751.56	989.92
<b>总有息债务</b>	<b>2,840.08</b>	<b>2,682.94</b>	<b>2,060.09</b>	<b>1,148.29</b>
总有息债务占总负债比重	36.57	40.65	38.19	32.82

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 9 月末，公司有息债务期限结构较为合理。具体来看，1 年内到期的有息债务占比为 19.84%，仍处于较低水平；长期有息债务占比很高，但分布较为均匀。此外，随着 2017 年大规模新增的长期有息债务到期日临近，预计未来公司短期有息债务规模会有所增长。

**表 11 截至 2019 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	563.37	798.17	776.93	701.62	2,840.08
占比	19.84	28.10	27.36	24.70	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

**公司对外担保比率较高，但主要为对购房人提供的按揭贷款担保。**

对外担保方面，截至 2019 年 6 月末<sup>4</sup>，公司对外担保余额为 1,217.36 亿元，担保比率为 61.73%，其中公司对联合营公司提供的担保余额为 141.68 亿元，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 1,075.68 亿元。

**2016 年以来，随着未分配利润的增长，公司所有者权益规模保持增长。**

2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 1,181.02 亿元、1,581.63 亿元和 1,864.94 亿元，逐年增长，主要是未分配利润和少数股东权益的增加所致。公司股本分别 118.58 亿元、118.58 亿元和 118.95，其中 2018 年末增加 0.37 亿元，主要是公司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；其他权益工具分别为 0 亿元、50.00 亿元和 65.00 亿元，其中，2017 年公司发行共计 50.00 亿元的永续中票“17 保利房产 MTN001”和“17 保利房产 MTN002”，2018 年公司发行 15.00 亿元的永续中票“18 保利发展 MTN004”；资本公积分别为 148.87 亿元、155.68 亿元和 152.46 亿元，其中由于购买子公司少数股东股权、少数股东增资子公司，2018 年末资本公积减少 3.23 亿元；未分配利润分别为 597.23 亿元、710.98 亿元和 845.59 亿元，随着利润的结转逐年增加；少数股东权益分别为 288.49 亿元、512.40 亿元和 645.72 亿元，逐年增加，主要是随着公司合作项目的增多，少数股东投入逐年增加所致。2019 年 9 月末，公司所有者权益为 1,985.09 亿元，较 2018 年末增长 6.44%，主要是未分配利润

<sup>4</sup> 公司未提供 2019 年 9 月末对外担保数据。



较 2018 年末增长 8.14% 至 914.45 亿元所致。

公司盈利对利息的保障能力处于较高水平；受益于通畅的债务融资渠道及较大的货币资金保有量，公司流动性还本付息能力处于良好状态；公司债务负担有所加重，但资产变现能力较好，清偿性还本付息能力处于较好状态。

2016~2018 年，公司盈利规模逐年增长，虽然有息债务的持续增长推动利息支出保持明显的增长，使得 EBITDA 利息保障倍数呈波动下降态势，分别为 3.92 倍、2.17 倍和 2.97 倍，但盈利对利息的保障能力仍处于较高水平。

2016~2018 年末，公司货币资金规模较大，能够对短期有息债务形成覆盖；经营性净现金流对负债的保障能力不稳定，其对流动负债的比率分别为 24.57%、-9.52% 和 2.94%；公司债务融资渠道保持通畅，截至 2019 年 9 月末，未使用的银行授信规模仍较充足。整体来看，公司流动性偿债能力良好。

公司资产中以房地产开发成本为主的存货占比较高，货币资金规模较大，资产的变现能力较好。2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 74.76%、77.33% 和 77.97%，债务资本比率分别为 49.30%、56.57% 和 58.99%，均逐年上升，主要是预收款项及借款规模的大幅增加所致。扣除预收款项后的资产负债率分别为 41.53%、44.91% 和 42.55%。同期，公司流动比率分别为 1.73 倍、1.78 倍和 1.72 倍，略有波动；速动比率分别为 0.53 倍、0.57 倍和 0.66 倍，逐年提升。整体来看，公司清偿性偿债能力较好。

## 偿债能力

公司是我国房地产行业龙头企业之一，区域布局完善，拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势。2016 年以来，公司业务规模持续扩张，签约销售金额逐年增长，资金回笼情况良好；利润规模逐年增长，盈利能力保持在较高水平；截至 2019 年 9 月末，土地储备仍较为充足，能够支持未来业务的持续扩张。但随着业务规模的扩张，公司融资需求不断扩大，有息债务逐年大幅增长，债务负担有所加重；截至 2019 年 9 月末，未开发项目规模较大，未来仍需较大规模的资金投入。

综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年，公司仍将位列国内房地产行业前茅，且房地产业务仍有一定成长空间。因此，大公对保利发展的信用评级展望为稳定。



## 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”）将对保利发展控股集团股份有限公司（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，且不晚于发债主体每一会计年度结束之日起六个月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、评审委员会上会评审、出具评级报告、公告等程序进行。

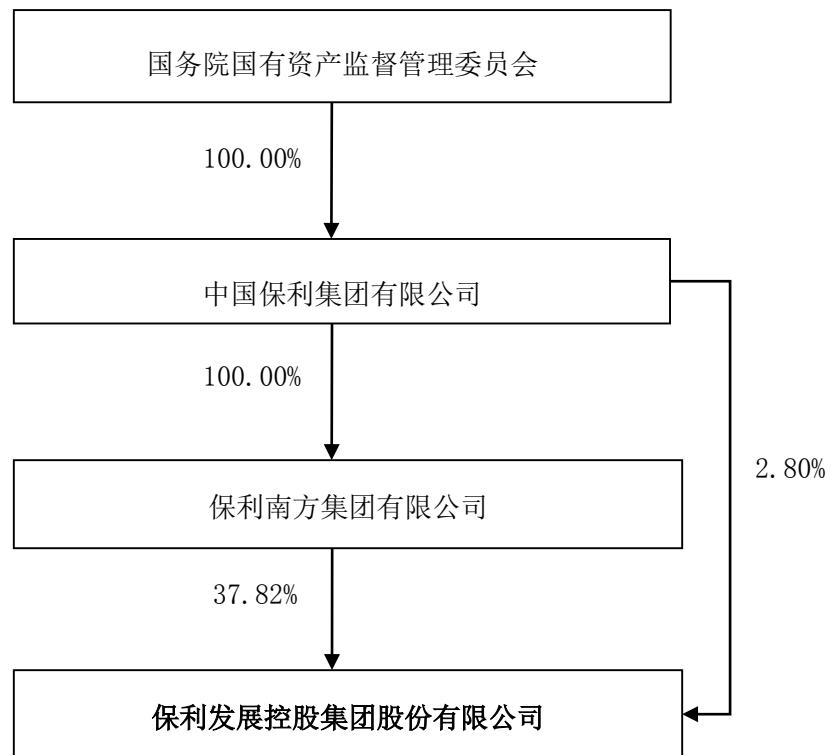
大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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，或宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效直至发债主体提供所需评级资料。



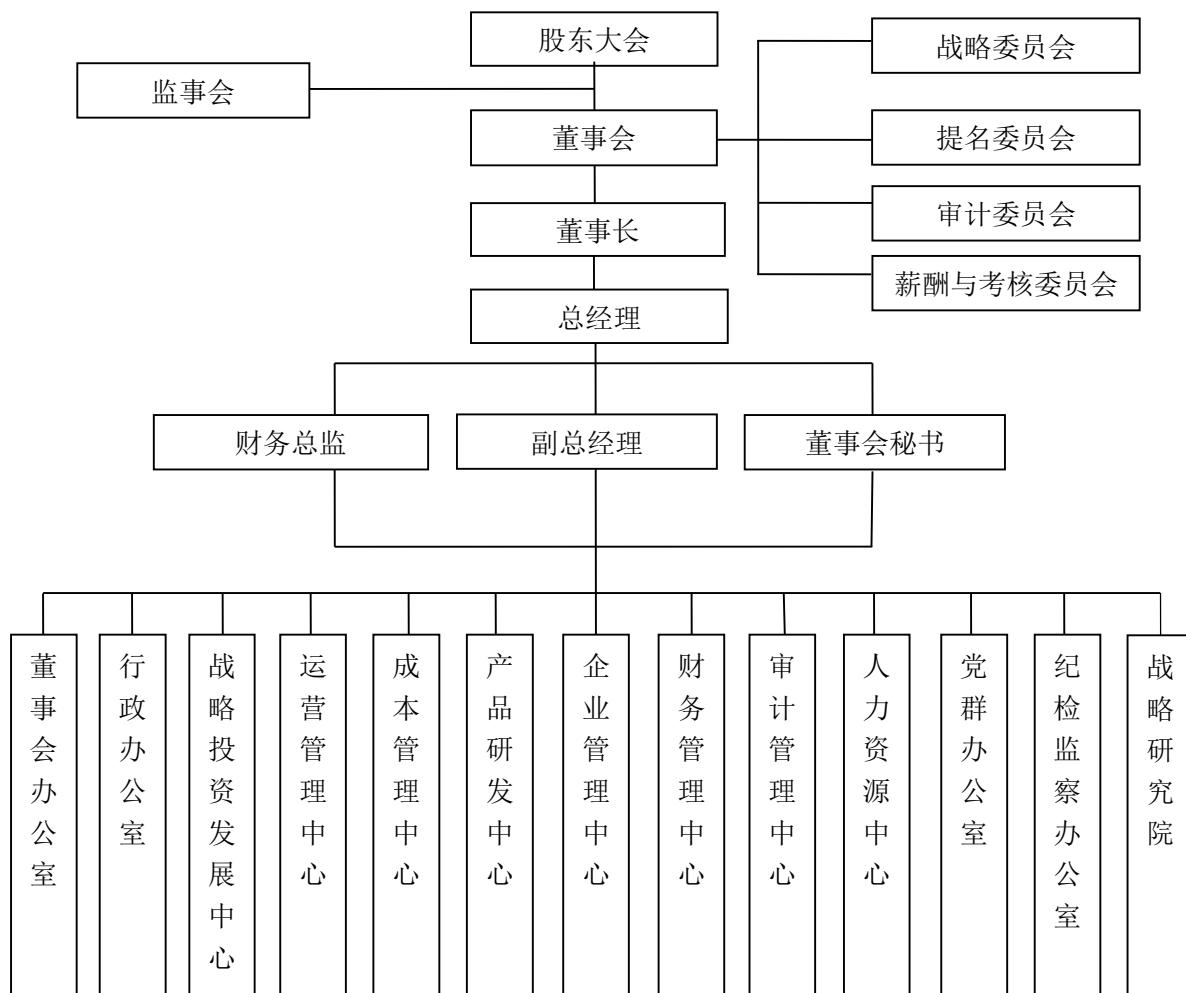
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 9 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 9 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1~9月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
<b>资产类</b>				
货币资金	11,256,656	11,343,129	6,805,092	4,698,382
应收票据及应收账款	250,756	204,381	187,326	168,710
预付款项	3,439,399	2,604,493	5,424,309	3,931,272
其他应收款	12,989,743	11,935,240	6,454,179	3,887,130
存货	57,480,025	47,450,509	43,966,916	30,330,358
其他流动资产	3,973,657	3,071,684	1,882,746	489,921
流动资产合计	89,647,579	76,648,150	64,733,724	43,512,203
可供出售金融资产	0	162,843	170,869	99,820
长期股权投资	4,896,344	4,848,938	2,345,065	1,475,115
投资性房地产	1,945,009	1,989,002	1,652,503	1,142,135
固定资产	486,384	459,398	410,367	321,989
在建工程	49,554	87,764	48,494	26,006
无形资产	11,030	11,886	4,104	2,847
递延所得税资产	390,572	368,984	335,687	182,321
非流动资产合计	7,872,411	8,001,243	5,029,743	3,287,474
<b>资产总计</b>	<b>97,519,990</b>	<b>84,649,392</b>	<b>69,763,467</b>	<b>46,799,677</b>
<b>占总资产比 (%)</b>				
货币资金	11.54	13.40	9.75	10.04
应收票据及应收账款	0.26	0.24	0.27	0.36
预付款项	3.53	3.08	7.78	8.40
其他应收款	13.32	14.10	9.25	8.31
存货	58.94	56.06	63.02	64.81
其他流动资产	4.07	3.63	2.70	1.05
流动资产合计	91.93	90.55	92.79	92.98
可供出售金融资产	0.00	0.19	0.24	0.21
长期股权投资	5.02	5.73	3.36	3.15
投资性房地产	1.99	2.35	2.37	2.44
固定资产	0.50	0.54	0.59	0.69
在建工程	0.05	0.10	0.07	0.06
无形资产	0.01	0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	0.40	0.44	0.48	0.39
非流动资产合计	8.07	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1~9月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
<b>负债类</b>				
短期借款	299,587	301,124	306,694	40,900
应付票据及应付账款	7,337,440	5,068,633	4,683,939	4,212,674
预收款项	38,293,429	29,979,501	22,618,850	15,554,312
应交税费	-1,826,709	-691,429	-814,548	-941,679
其他应付款	6,221,737	5,229,688	6,952,167	4,906,586
一年内到期的非流动负债	4,521,836	4,570,687	2,642,848	1,282,399
流动负债合计	54,873,971	44,489,696	36,415,942	25,079,583
长期借款	19,569,803	18,187,395	14,770,385	6,886,655
应付债券	3,197,321	3,306,512	2,745,209	3,012,559
非流动负债合计	22,795,146	21,510,261	17,531,203	9,909,900
<b>负债合计</b>	<b>77,669,118</b>	<b>65,999,957</b>	<b>53,947,146</b>	<b>34,989,483</b>
<b>占总负债比 (%)</b>				
短期借款	0.39	0.46	0.57	0.12
应付票据及应付账款	9.45	7.68	8.68	12.04
预收款项	49.30	45.42	41.93	44.45
应交税费	-2.35	-1.05	-1.51	-2.69
其他应付款	8.01	7.92	12.89	14.02
一年内到期的非流动负债	5.82	6.93	4.90	3.67
流动负债合计	70.65	67.41	67.50	71.68
长期借款	25.20	27.56	27.38	19.68
应付债券	4.12	5.01	5.09	8.61
非流动负债合计	29.35	32.59	32.50	28.32
<b>权益类</b>				
股本	1,193,110	1,189,503	1,185,844	1,185,781
其他权益工具	650,000	650,000	500,000	0
资本公积	1,550,263	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	9,144,502	8,455,916	7,109,794	5,972,347
归属于母公司所有者权益	12,846,748	12,192,252	10,692,307	8,925,319
少数股东权益	7,004,124	6,457,184	5,124,014	2,884,876
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,850,872</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1~9月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
<b>损益类</b>				
营业收入	11,179,401	19,451,384	14,662,300	15,475,214
营业成本	7,168,963	13,133,880	10,113,256	10,988,068
税金及附加	909,290	1,612,237	1,247,257	1,503,505
销售费用	341,333	591,221	388,320	354,488
管理费用	308,785	349,545	282,295	226,651
财务费用	343,014	258,465	239,016	223,393
投资收益	160,888	268,975	168,043	124,692
营业利润	2,316,673	3,559,264	2,554,467	2,312,335
营业外收支净额	10,270	18,766	17,147	18,722
利润总额	2,326,943	3,578,030	2,571,614	2,331,057
所得税费用	571,581	963,116	602,226	623,752
净利润	1,755,362	2,614,914	1,969,388	1,707,305
其中：归属于母公司所有者的净利润	1,283,337	1,890,372	1,563,356	1,242,155
少数股东损益	472,025	724,542	406,032	465,150
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	64.13	67.52	68.97	71.00
税金及附加	8.13	8.29	8.51	9.72
销售费用	3.05	3.04	2.65	2.29
管理费用	2.76	1.80	1.93	1.46
财务费用	3.07	1.33	1.63	1.44
投资收益	1.44	1.38	1.15	0.81
营业利润	20.72	18.30	17.42	14.94
营业外收支净额	0.09	0.10	0.12	0.12
利润总额	20.81	18.39	17.54	15.06
所得税费用	5.11	4.95	4.11	4.03
净利润	15.70	13.44	13.43	11.03
其中：归属于母公司所有者的净利润	11.48	9.72	10.66	8.03
少数股东损益	4.22	3.72	2.77	3.01
<b>现金流量表</b>				
经营性净现金流	922,108	1,189,332	-2,926,142	3,405,396
投资性净现金流	-88,229	-1,345,917	-1,695,072	-1,305,873
筹资性净现金流	-487,916	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

(单位：万元)

项目	2019年1~9月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
<b>主要财务指标</b>				
EBIT	2,326,943	4,030,236	2,920,530	2,552,758
EBITDA	-	4,131,698	2,999,787	2,631,421
总有息债务	28,400,821	26,829,404	20,600,884	11,482,934
毛利率(%)	35.87	32.48	31.03	29.00
营业利润率(%)	20.72	18.30	17.42	14.94
总资产报酬率(%)	2.39	4.76	4.19	5.45
净资产收益率(%)	8.84	14.02	12.45	14.46
资产负债率(%)	79.64	77.97	77.33	74.76
债务资本比率(%)	58.86	58.99	56.57	49.30
长期资产适合率(%)	541.71	501.92	663.01	660.69
流动比率(倍)	1.63	1.72	1.78	1.73
速动比率(倍)	0.59	0.66	0.57	0.53
保守速动比率(倍)	0.21	0.26	0.19	0.19
存货周转天数(天)	1,975.97	1,252.88	1,322.37	969.07
应收账款周转天数(天)	5.41	3.57	4.26	5.53
经营性净现金流/流动负债(%)	1.86	2.94	-9.52	24.57
经营性净现金流/总负债(%)	1.28	1.98	-6.58	18.07
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.81	0.85	-2.11	5.08
EBIT 利息保障倍数(倍)	2.41	2.89	2.11	3.80
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.97	2.17	3.92
现金比率(%)	20.92	25.50	18.69	18.73
现金回笼率(%)	180.26	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—营业成本/营业收入) × 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 (%) = EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务/（总有息债务+所有者权益）×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 (%) = 担保余额/所有者权益×100%
14. 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%
15. 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%
16. 存货周转天数<sup>5</sup> = 360 / (营业成本/年初末平均存货)
17. 应收账款周转天数<sup>6</sup> = 360 / (营业收入/年初末平均应收账款)
18. 流动比率 = 流动资产/流动负债
19. 速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债
20. 保守速动比率 = (货币资金+应收票据+交易性金融资产) / 流动负债
21. 现金比率 (%) = (货币资金+交易性金融资产) / 流动负债×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）

<sup>5</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>6</sup> 前三季度取 270 天。



23. 可变现资产 = 总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
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. 长期资产适合率（%）= (所有者权益+少数股东权益+长期负债) / (固定资产+长期股权投资+无形及递延资产) × 100%



## 附件 4 公司债券及主体信用等级符号和定义

信用等级	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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：大公公司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。