



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 主体与相关债项2020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
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】017 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”和“20 保利 01”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”和“20 保利 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇二〇年五月二十八日



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	2019. 06
15 保利 02	20	7 (5+2)	AAA	AAA	2019. 06
16 保利 01	25	5 (3+2)	AAA	AAA	2019. 06
16 保利 02	25	7 (5+2)	AAA	AAA	2019. 06
16 保利 03	20	5 (3+2)	AAA	AAA	2019. 06
16 保利 04	30	10	AAA	AAA	2019. 06
20 保利 01	20	5 (3+2)	AAA	AAA	2020. 03

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020. 3	2019	2018	2017
总资产	10,584	10,332	8,465	6,976
所有者权益	2,358	2,295	1,865	1,582
总有息债务	2,946	2,779	2,683	2,060
营业收入	238	2,359	1,945	1,466
净利润	36	376	261	197
经营性净现金流	-301	392	119	-293
毛利率	39.78	34.96	32.48	31.03
总资产报酬率	0.58	5.34	4.76	4.19
资产负债率	77.72	77.79	77.97	77.33
债务资本比率	55.54	54.76	58.99	56.57
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.87	2.97	2.17
经营性净现金流/总负债	-3.70	5.35	1.98	-6.58

注: 公司提供了 2019 年及 2020 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 2019 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。2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 于鸣宇

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 (以下简称“保利发展”或“公司”) 主要从事房地产开发等业务。跟踪期内公司仍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, 盈利能力进一步增强, 签约销售规模保持增长, 资金回笼情况良好, 较为充足的土地储备为业务持续发展提供有力支撑, 两翼业务的继续推进, 有利于形成协同效应; 但受新冠疫情影响, 公司 2020 年一季度销售及资金回笼同比出现下滑, 有息债务规模仍保持增长, 同时在房地产项目拓展及建设上仍有较大规模的资金需求。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司仍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;
- 2019 年, 公司营业收入及毛利润继续快速增长, 毛利率有所提升, 盈利能力进一步增强;
- 2019 年, 公司签约销售规模继续保持增长, 资金回笼情况良好;
- 公司现有土地储备仍较为充足, 为房地产业务持续发展提供有力支撑;
- 公司继续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。

主要风险/挑战:

- 受新冠疫情影响, 公司 2020 年一季度签约销售规模及资金回笼均出现下滑;
- 公司有息债务规模较大且仍保持增长;
- 公司在房地产项目拓展及建设上仍有较大规模的资金需求。



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-2020-V.3.1，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
要素一：偿债环境（12%）	4.84
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	5.00
要素二：财富创造能力（58%）	6.81
（一）产品与服务竞争力	6.76
（二）盈利能力	6.91
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.38
（一）债务结构	7.00
（二）流动性偿债来源	5.29
（三）清偿性偿债来源	4.28
调整项	-0.05
主体信用等级	AAA

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	债项名称	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	20 保利 01	AAA	2020/03/06	肖尧、牛林祥	大公房地产企业信用评级方法（V.3）	点击阅读全文
AAA/稳定	15 保利 01	AAA	2019/06/12	王鹏、赵士英、牛林祥	大公房地产企业信用评级方法	点击阅读全文
	15 保利 02					
	16 保利 01					
	16 保利 02					
	16 保利 03					
AAA/稳定	16 保利 04	AAA	2016/02/22	胡聪、孙瑞	大公信用评级原理	点击阅读全文
	16 保利 03					
AAA/稳定	16 保利 01	AAA	2016/01/11	胡聪、孙瑞	大公信用评级原理	点击阅读全文
	16 保利 02					
AAA/稳定	15 保利 01	AAA	2015/09/25	郑孝君、胡聪、孙瑞	大公信用评级原理	点击阅读全文
	15 保利 02					



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。



跟踪评级说明

根据大公承做的保利发展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

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

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 ~ 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 ~ 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 ~ 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 ~ 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 ~ 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 ~ 2026.02.25	补充流动资金	已按募集资金要求使用
20 保利 01	20.00	20.00	2020.04.01 ~ 2025.04.01	14 亿元用于公司住房租赁项目建设，6 亿元用于补充公司流动资金	已按募集资金要求部分使用

数据来源：根据公司提供资料整理

公司发行的“20 保利 01”所募集的 20 亿元，已按约定时间划入公司指定银行账户，截至 2020 年 5 月 20 日，“20 保利 01”募集资金已使用 5.56 亿元用于置换前期已投入住房租赁项目建设资金，尚有募集资金余额 14.44 亿元。其中，北京大兴区旧宫镇北项目使用了 3.10 亿元，杭州保利天汇项目使用了 2.46 亿元。

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，公司变更为现名。截至 2020 年 3 月末，公



司注册资本为 119.33 亿元，其中，保利南方持股 37.81%，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%。

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 2020 年 3 月 4 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

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠疫情影响，经济增速转负，但我国经济韧性巨大。房地产政策调控的主体基调为坚持“房住不炒”；受新冠疫情影响，2020 年一季度全国商品房销售面积和销售金额等指标增速均转为负值，但不断收紧的融资环境有所宽松。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规



规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠疫情影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政



政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的新冠疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）行业环境

2019 年以来，房地产政策调控总基调“房住不炒”不断被重申，房地产行业始终面临一定政策风险；受新冠疫情影响，近年不断收紧的房地产行业融资环境在 2020 年以来出现一定宽松。

房地产行业是政策敏感度极高的行业，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 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“房住不炒”，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，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险。

融资方面，2019 年，房地产开发企业到位资金整体保持高位，资金规模达 17.9 万亿元，同比增长 7.6%，同比提高 1.2 个百分点，增幅有所扩大。从境内债券市场来看，2019 年我国房地产企业发行债券规模合计 3,627.35 亿元，同比下降 9.20%，平均票面利率为 5.58%，同比下降 0.80 个百分点。2019 年 7 月 12 日，国家发展改革委发布的《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。从境外债券市场来看，



2019 年¹国内房地产企业发行海外债共 239 支,同比增加 94 只,融资规模 781.42 亿美元,同比增长 63.85%,平均票面利率为 8.85%,同比增加 1.18 个百分点,其中票面利率超过 10.00%的有 86 只,同比增加 63 只。但受新冠疫情影响,国内融资环境有所宽松,2020 年 1~3 月房企发债规模 1,218.17 亿元,同比增长 2.58%,平均票面利率为 4.46%,同比降低 1.09 个百分点。而国外方面,2020 年 1~3 月,国内房地产企业发行海外债共 78 只,同比增加 12 只,发行规模 279.23 亿美元,同比仅增长 3.15%。随着国外疫情不断蔓延,在全球流动性收缩、风险偏好收紧等背景下,美元债展期或新增融资将面临困难。整体来看,2019 年房地产行业境内融资环境不断收紧,房企海外债规模不断增加,融资成本有所上升;2020 年受新冠疫情影响,国内融资环境有所宽松,部分房企可能由境外融资转为境内融资,但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,2019 年以来,全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑;受新冠疫情影响,2020 年一季度全国商品房销售面积和销售金额等指标增速均转为负值,需关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险。

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。2019 年,商品房销售面积 17.16 亿平方米,同比下降 0.1%,销售金额 15.97 万亿元,同比增长 6.5%,增速同比均有所下降。开发投资方面,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%;土地成交价款 1.47 万亿元,同比下降 8.7%;房屋新开工面积达到 22.71 亿平米,同比增长 8.50%,增速放缓。

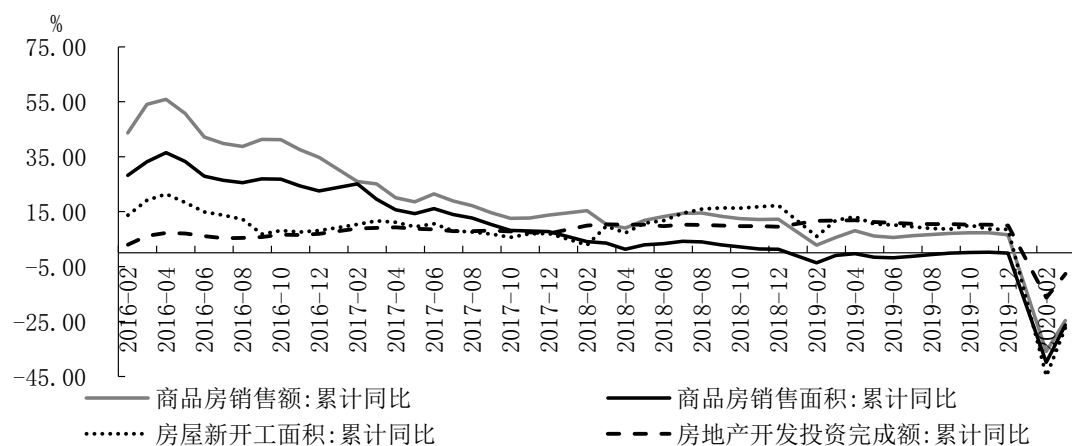


图 1 2016 年 2 月至 2020 年 3 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况

数据来源: Wind

¹ 数据来源: 根据 Wind 整理, 不包括可转债。



受新冠疫情的影响，2020 年 2 月，全国商品房销售金额和销售面积增速分别为-35.90%和-39.90%，房屋新开工面积增速为-44.90%，房地产开发投资完成额增速为-16.30%，同比均大幅下降，3 月各指标均有所好转。对于房企而言，新冠疫情对销售回款产生较大不利影响，而销售回款是房企最重要的开发资金来源，销售回款的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。但更需关注的是，2020 年行业将处于偿债高峰期，房企到期需要偿还的信用债规模超过 3,500 亿元，偿债压力较大，而本次疫情对房企一季度销售回款产生较大不利影响，现阶段高杠杆房企的债务偿还风险将走高。

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，中小型房企未来发展或将面临一定的压力。

行业格局方面，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。大型房地产企业在项目选择上，范围更大，拓展能力更强，为业务发展提供良好的基础；在项目建设上，不仅在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时还可以通过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；在项目销售方面，除了较强的品牌效应，还有对代理方有更强的议价能力，销售成本更低；此外，大型房地产企业凭借更强的综合实力及更加良性的业务持续扩张模式，融资能力更强。凭借对项目选择、建设、销售以及融资方面更强的控制力，大型房企发展的优势将进一步巩固，反观中小型房企的发展空间则会被不断挤占。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。2019 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 7,715.30 亿元位居销售金额第一位，同比上升 5.88%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 34 家，同比增加 3 家。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，中小型房企未来发展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最主要来源；2019 年，公司营业收入及毛利润继续快速增长，毛利率进一步提升。

公司主要经营房地产开发销售业务，房地产销售仍是公司主要的收入和利润来源，占公司营业收入和毛利润的比重保持仍在 90%以上；其他业务²主要为物业管理、建筑、租赁、展览和酒店等。

² 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。



2019 年，受房地产业务推动，公司营业收入及毛利润继续快速增长，毛利率进一步提升。具体来看，房地产销售业务营业收入同比增长 22.59%，主要是竣工结算项目规模大幅增长所致；毛利率同比提升 2.70 个百分点，主要是结转项目单价提高，盈利空间扩大所致；受益于收入规模大幅增长及毛利率提升，毛利润同比增长 32.69%。其他业务营业收入同比微增，毛利润及毛利率同比均有所下滑，其他业务对公司收入和毛利润的整体贡献仍较小。此外，公司有少量利息和手续费及佣金收入，为 0.47 亿元，占营业总收入比重极小。

表 2 2017~2019 年及 2020 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	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	238.23	100.00	2,359.34	100.00	1,945.14	100.00	1,466.23	100.00
房地产销售	219.20	92.01	2,237.31	94.83	1,824.98	93.82	1,377.78	93.97
其他业务	19.03	7.99	122.02	5.17	120.16	6.18	88.45	6.03
毛利润	94.77	100.00	824.84	100.00	631.75	100.00	454.90	100.00
房地产销售	86.03	90.77	791.48	95.96	596.49	94.42	419.86	92.30
其他业务	8.75	9.23	33.36	4.04	35.26	5.58	35.05	7.70
毛利率	39.78		34.96		32.48		31.03	
房地产销售	39.25		35.38		32.68		30.47	
其他业务	45.94		27.34		29.34		39.62	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 5.51%，主要是房地产销售业务结转项目规模同比有所提升；随着收入规模增长，毛利润同比增长 5.43%；毛利率同比微降 0.03 个百分点。此外，利息和手续费及佣金收入为 0.10 亿元。

（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；开发产品以中小户型普通住宅为主，分布范围广泛，结算收入仍主要分布于华南及华东片区。

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。2019 年末，公司品牌价值达 883.66 亿元，连续十年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”。根据克而瑞研究中心发布的 2019 年中国房地产企业销售排名，公司在全口径及权益销售金额³排行榜中均位列第五位，规模优势明显。

³ 全口径销售金额口径指企业集团连同合联营公司所有项目业绩的累计值，不包含代建；权益销售金额指以企业股权占比为口径，即：若某项目为多家房企合作，则该项目业绩按股权比例计入相应企业。



公司开发的产品以商品住宅为主,并适度持有经营性物业。在产品战略方面,公司仍以中小户型普通住宅产品为主,继续聚焦刚性和改善性需求,形成了康居、善居和尊居等产品系列,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。公司坚持以核心城市及重点城市群为主的布局策略,重点深耕珠三角、长三角、京津冀等国家重点发展区域。此外,公司在海外市场有少量项目。截至 2019 年末,公司业务已覆盖国内外 100 多个城市,业务分布范围广泛。

表 3 2017~2019 年公司房地产业务结算收入区域分布情况 (单位: 亿元、%)

地区	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南片区	708.11	31.65	654.82	35.89	451.73	32.86
华东片区	514.42	22.99	502.84	27.55	349.05	25.39
西部片区	415.74	18.58	226.11	12.39	171.00	12.44
中部片区	291.21	13.02	154.29	8.45	175.43	12.76
华北片区	195.06	8.72	220.98	12.11	154.56	11.24
东北片区	109.44	4.89	47.63	2.61	69.47	5.05
海外片区	3.33	0.15	18.31	1.00	3.39	0.25
合计	2,237.31	100.00	1,824.98	100.00	1,374.63	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

从结算收入区域分布来看,2019 年公司在除去华北及海外的片区,结算收入规模均实现同比增长。但结算收入占比上,华南片区和华东片区占比同比分别下降 4.24%和 4.56%,但仍分别位列第一及第二位,合计占比仍在 50%以上;中部片区、西部片区占比同比则分别增长 4.57%和 6.19%;华北片区占比同比有所下滑;东北片区同比有所提升,但仍处于较低水平。海外片区方面,公司项目主要位于澳大利亚和英国等地,收入规模及占比仍处于较低水平。

2019 年,公司项目新开工及竣工规模、签约销售规模同比均继续增长,但增速均出现不同程度回落;资金回笼规模及回笼率同比均有所提升。2020 年 1~3 月,受新冠疫情影响,新开工规模及签约销售规模同比均出现明显下滑。

项目开工建设方面,2019 年,公司新开工和竣工规模继续同比增长。具体来看,公司新开工面积同比增长 13.35%,增速同比大幅回落 29.61 个百分点;竣工面积同比增长 34.10%,增速同比回落 8.56%。2020 年 1~3 月,公司新开工面积同比下降 21.12%,主要是受新冠疫情影响;竣工面积同比增长 15.67%。

签约销售方面,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,2019 年,公司签约销售金额和面积同比分别增长 14.09%和 12.91%,但增速同比分别下降 16.82 个百分点和 10.45 个百分点;实现销售回笼金额 4,312 亿元,同比增长 21.06%,回笼率为 93%,同比增加约 5 个百分点,回笼规模及回笼率继



续保持提升。2020 年 1~3 月，受新冠疫情影响，消费者需求及产品销售渠道均受到一定抑制，签约销售金额和面积同比分别下降 35.24%和 29.97%。

表 4 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司房地产开发及销售情况

地区	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	786	4,983	4,396	3,075
竣工面积（万平方米）	317	2,973	2,217	1,554
签约销售金额（亿元）	710	4,618	4,048	3,092
签约销售面积（万平方米）	490	3,123	2,766	2,242
签约销售均价（万元/平方米）	1.45	1.48	1.46	1.38
结算金额（亿元）	235	2,237	1,825	1,375
结算面积（万平方米）	186	1,766	1,519	1,385

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产业务拓展仍以一、二线城市及核心城市为主，获取土地方式灵活；土地储备较为充足，为房地产业务持续发展提供了有力支撑。

在土地拓展方面，公司通过招拍挂、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。公司通过合作方式获取土地项目的合作方主要为品牌房地产开发商以及专业房地产基金。2018 年开始，受市场环境变动影响，公司项目拓展规模有所收缩。2019 年，公司新增容积率面积和新增地价同比分别下降 13.99%和 19.30%。从城市类别来看，一、二线城市拓展面积占比约 60%；38 个核心城市拓展金额占比为 79%。从平均楼面地价上来看，同比下降 6.21%；平均楼面地价占平均销售单价比重约为 39%，同比下降约 3 个百分点，有利于提升项目盈利空间。2020 年 1~3 月，公司新增容积率面积同比增长 64.52%，新增地价同比增加 188 亿元，拓展力度有所提升，其中 38 个核心城市拓展金额和拓展面积占比分别为 85%和 69%；新增项目平均楼面地价同比提升 32.72%。

表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司土地储备拓展情况

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
新增项目个数（个）	20	127	132	204
新增容积率面积（万平方米）	459	2,680	3,116	4,520
新增地价（亿元）	347	1,555	1,927	2,765
期末规划总建筑面积（万平方米）	24,903	26,573	24,150	20,723
期末待开发建筑面积（万平方米）	7,877	8,112	9,154	9,090
平均楼面地价 ⁴ （元/平方米）	7,564	5,802	6,186	6,118

数据来源：根据公司提供资料整理

⁴ 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。



土地储备方面，截至 2020 年 3 月末，公司共有在建及拟建项目合计 644 个，同比增加 46 个；总建筑面积同比增长 8.34%；待开发面积 7,877 万平方米，同比下降 7.85%，基本可以满足公司未来 2 年左右的开发需求。

整体来看，公司仍位居国内房地产行业前列，2019 年项目建设及销售规模仍保持增长，但增速有下滑；项目拓展仍以一二线城市及核心城市为主，规模同比仍有所收缩。2020 年 1~3 月，受新冠疫情影响，公司项目开工建设及销售均受一定程度抑制，出现不同程度下滑；但未来随着我国疫情缓和，公司项目建设及销售预计将回归正常状态。

（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；借助资本运作，公司继续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，物业管理业务主要由保利物业开展，保利物业于 2019 年 12 月 19 日在香港联交所上市（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 年末，公司物业管理覆盖国内近 200 个城市，共计超过 1,000 项物业，合同管理面积为 4.98 亿平方米，在管面积为 2.87 亿平方米，在中国物业服务百强企业中排名第四，综合实力位居国内行业前列。销售代理业务主要是联营企业合富辉煌（中国）房地产顾问有限公司开展，截至 2019 年末，该业务覆盖城市已超过 200 个，代理项目近 2,000 个。商业管理业务，除自持商业物业外，公司不断拓展购物中心及酒店等物业，以轻资产模式实现品牌及管理输出，截至 2019 年末管理面积 268 万平方米，其中购物中心管理面积 153 万平米，酒店管理面积 94 万平米。不动产金融方面，截至 2019 年末，公司基金管理规模近 1,200 亿元，其中信保基金再次被评为“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仍较小，但对增强主业竞争力有重要意义。



偿债来源与负债平衡

2019 年，公司利润规模继续增长，盈利能力进一步增强；经营性净现金流规模大幅增加，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，有息债务规模同比增长，债务负担有所加重。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司盈利规模继续同比增长，盈利能力进一步增强；期间费用率保持同比下降，费用控制能力较好；投资收益随着合作项目竣工规模增长而增长，对盈利形成一定补充。

2019 年，受益于房地产业务结转规模增长，同时结算项目利润空间提升，公司营业收入及毛利润继续快速增长，毛利率进一步提升。

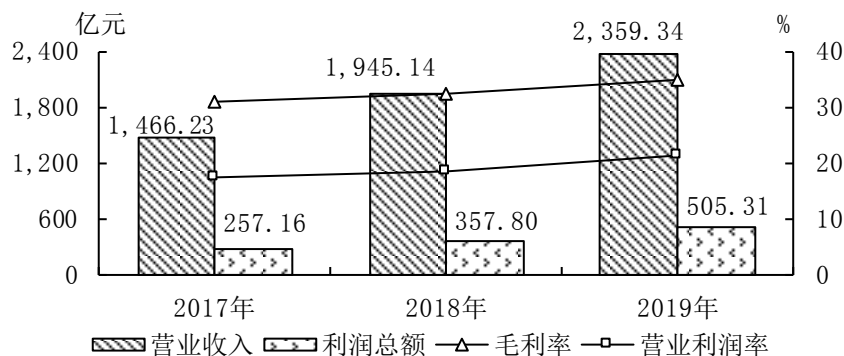


图 2 2017~2019 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用同比增长 12.62%，主要是业务规模保持扩张，销售及管理费用随之增长所致。具体来看，销售费用在期间费用中仍占比最高，同比增长 13.00%，主要期内推盘规模增加所致；管理费用同比增长 21.10%，主要是随着项目量增加，管理人员薪酬及其他支出增长所致；研发费用同比保持增长，但仍保持在很小的规模；财务费用同比微降。公司利息支出规模较大，其中大部分资本化于房地产开发成本中，期内资本化利息支出为 99.71 亿元。期间费用占营业收入的比例同比下降 0.44 个百分点，仍处于较低水平，费用控制能力较好。

**表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	6.94	66.81	59.12	38.83
管理费用	9.06	42.33	34.95	28.23
研发费用	0.03	0.56	0.41	0.35
财务费用	10.30	25.82	25.85	23.90
期间费用	26.33	135.52	120.33	91.31
期间费用/营业收入	11.05	5.74	6.19	6.23

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司资产减值损失为 10.48 亿元，对利润形成一定侵蚀，规模同比下降 54.72%⁵，主要是计提的存货跌价准备规模同比下降所致，2018 年公司对合肥保利海上明悦、厦门保利同安新城通福路项目、南京保利梅龙湖项目、广州保利广钢项目、厦门保利和光城悦（原翔安区洪钟大道西项目）计提跌价准备 23.42 亿元，2019 年公司对合肥保利海上明悦、厦门保利同安新城通福路项目继续计提跌价准备 10.48 亿元。新设信用减值损失科目，计入 1.54 亿元，主要是对往来款等其他应收款计提的坏账损失。公允价值变动收益为 7.13 亿元，同比大幅增加 5.22 亿元，主要是招商局积余产业运营服务股份有限公司的股票价格大幅上涨，公司所持股权公允价值大幅增长所致。投资收益为 37.02 亿元，同比增长 37.62%，主要是合作的房地产项目竣工交付增加，产生的收益增长所致；投资收益在营业利润中占比为 7.34%，对盈利形成一定补充。

2019 年，公司营业利润为 504.02 亿元、利润总额为 505.31 亿元、净利润为 375.54 亿元，分别同比增长 41.61%、41.22%和 43.61%，主要是房地产结构收入增长及毛利率提升所致；净利润中归属于母公司的所有者的比例为 74.45%，同比变动不大。总资产报酬率为 5.34%、净资产收益率为 16.36%，同比分别增加 0.58 个百分点和 2.34 个百分点，盈利能力进一步提升。

2020 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 5.51%，毛利润同比增长 5.43%，毛利率同比微降 0.03 个百分点。期间费用同比下降 16.05%，主要是受疫情影响，销售、项目开工建设等活动均受到限制，使得销售、管理及财务费用分别同比下降 29.03%、9.361%及 10.91%所致。信用减值损失为 0.90 亿元，同比增长 84.80%，主要是计提坏账准备增长所致；公允价值变动收益为-0.11 亿元，同比由正转负，主要是金融资产公允价值下降所致；投资收益为 0.18 亿元，同比由负转正。营业利润为 48.27 亿元、利润总额为 48.72 亿元、净利润为 36.08 亿元，同比均小幅增长。

⁵ 同比计算中，2018 年值取扣除坏账损失之外的资产减值损失数据。



2、现金流

2019 年，公司经营性现金流净流入规模同比大幅增加，对债务和利息的保障程度明显提升；2020 年 1~3 月，受销售回笼减少、往来款支付增加等因素影响，经营性现金流同比由净流入转为大额净流出；截至 2020 年 3 月末，公司待开发房地产项目规模较大，未来仍需大量的资金投入。

2019 年，公司经营性现金流净流入规模同比大幅增加 272.62 亿元，主要是前期拓展项目资金回笼规模不断增长，同时收到合作单位往来款增加所致。受益于经营性净现金流同比大幅增加，经营性净现金流对债务和利息的保障程度明显提升。2020 年 1~3 月，经营性现金流同比由净流入转为大额净流出，主要是受疫情限制销售回笼减少，同时联合营公司往来款支出增加所致。

2019 年，受对联合营公司的投资及收并购项目的支出较大的影响，公司投资性现金流继续大额净流出，净流出规模同比减少 29.61 亿元，主要是对联合营公司的投资及收并购项目的支出相对下降所致。2020 年 1~3 月，投资性现金流净流出规模同比减少 5.27 亿元。

表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司经营性及投资性现金流情况

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	-301.01	391.55	118.93	-292.61
投资性净现金流（亿元）	-49.91	-104.98	-134.59	-169.51
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-8.45	2.69	0.85	-2.11
经营性净现金流/流动负债（%）	-5.07	7.50	2.94	-9.52
经营性净现金流/总负债（%）	-3.70	5.35	1.98	-6.58

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 2020 年 3 月末，房地产开发项目待开发建筑面积为 7,877 万平方米，未来建设仍需大规模资金投入；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

2019 年以来，公司债务收入维持在较大规模，其中 2019 年受益于项目回笼资金增加同时拓展支出下降，筹资规模同比有所下降；融资渠道通畅，以银行借款为主，发行债券为辅，融资成本仍保持在较低水平。

2019 年，公司筹资性现金流入规模同比减少 321.61 亿元，但仍维持在较大规模；筹资性现金流出规模同比增加 171.72 亿元，主要是随着前期融资到期规模增长，偿还债务本金及利息支出增加所致。筹资性现金流净流入规模由正转负，主要原因一方面是项目回笼资金增加同时拓展支出下降，相应融资需求相对下



降；另一方面是前期大幅增长的债务逐步到期。2020 年 1~3 月，筹资性现金流入及流出规模同比均有所增长，净流入规模同比减少 26.81 亿元。

表 8 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	441.93	1,204.60	1,526.21	1,301.34
借款所收到的现金	421.65	1,024.18	1,283.34	1,142.65
筹资性现金流出	267.30	1,232.95	1,061.23	627.53
偿还债务所支付的现金	225.89	982.89	827.52	474.03
筹资性净现金流	174.63	-28.35	464.98	673.82

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 年末，公司共获得银行授信 5,170.00 亿元，尚未使用银行授信额度 2,690.00 亿元，未使用额度充足。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。2019 年，公司有息债务综合成本为 4.95%，同比下降 0.08 个百分点，仍维持在较低水平。整体来看，公司具备较好的融资能力，对债务偿还还将形成一定保障。

4、外部支持

股东在财务上能够为公司提供一定规模的资金支持，但整体上外部支持对偿债来源贡献仍较小。

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一定规模的资金支持，2019 年末，公司接受保利集团财务资助余额降为 0 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增至 115.23 亿元。此外，公司可获得少量政府补助，2019 年计入其他收益及营业外收入的政府补助共计 0.60 亿元。整体上，外部支持对公司偿债来源贡献较小。

5、可变现资产

2019 年以来，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主；存货占比仍较高，其中个别项目开发成本存在减值风险；截至 2020 年 3 月末，货币资金保有量仍较大，受限资产占比较低，资产流动性较好。

2019 年末，受房地产开发规模扩大推动，公司资产总额同比增长 22.06%，其中仍以流动资产为主，占比为 90.68%。截至 2020 年 3 月末，公司资产总额较 2019 年末小幅增长 2.43%，其中流动资产占比为 90.93%。

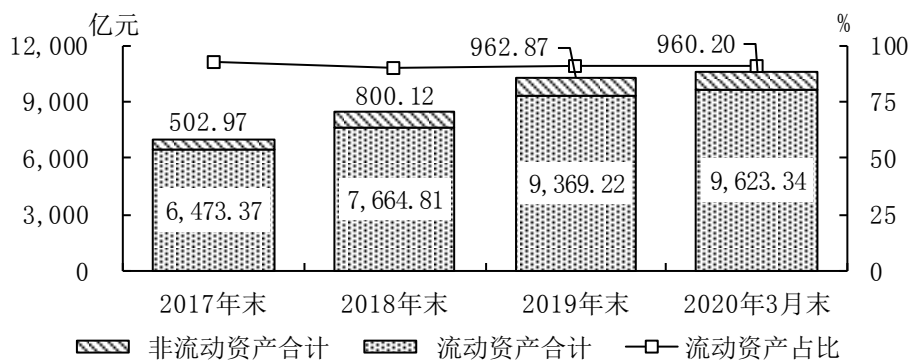


图3 2017~2019年末及2020年3月末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收账款和存货等构成。2019年末，公司货币资金为1,394.19亿元，同比增长22.91%，主要是房地产销售款回笼规模增长所致；其中受限部分为4.46亿元，主要为履约保证金，占货币资金余额的比重为0.32%；公司货币资金保有量仍较大，同时受限比例很低。

表9 2019年末按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	账龄	占比	是否关联方
上海华轶实业有限公司	50.17	1年以内、1~2年	3.76	是
保利（香港）控股有限公司	29.32	1年以内、1~2年	2.20	是
广东葛洲坝房地产开发有限公司	22.84	1~2年、2~3年、3年以上	1.71	是
葛矿利南京房地产开发有限公司	20.80	2~3年	1.56	是
漳州中世置业有限公司	17.94	1~2年	1.34	是
合计	141.07	-	10.57	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2019年末，其他应收款为1,331.25亿元，扣除应收股利和应收利息的其他应收款为1,327.98亿元，同比增长11.41%，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；其中与项目合作方等外部单位的往来款为512.61亿元、与联合营企业等关联单位的往来款为784.08亿元；从账龄分布来看，账龄在1年以内、1~2年及2~3年的余额占比分别为42.33%、35.38%及16.12%；共计提坏账准备6.46亿元，期内新增3.64亿元，同时转回1.58亿元；按欠款方归集的期末余额前五单位均为关联方，其合计欠款余额为141.07亿元，占其他应收款余额的10.57%；整体来看，其他应收款规模较大，关联方占比较高。

2019年末，公司存货为5,840.01亿元，同比增长23.08%，主要是房地产开发项目增多及项目投入增加所致；其中开发成本为5,311.05亿元，同比增长23.86%，开发产品为528.77亿元，同比增长15.84%；累计计提存货跌价准备37.03亿元，因合肥保利海上明悦、厦门保利同安新城通福路项目等项目存在较大减值风险使得当期新增10.48亿元。

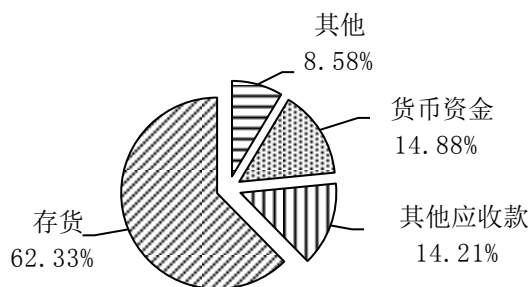


图4 截至2019年末流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020年3月末，公司货币资金为1,218.20亿元，较2019年末下降12.62%，主要是销售回款下降，同时对联合营项目的支出增长所致；其他应收款为1,479.47亿元，较2019年末增长11.13%，主要是与联合营项目公司的往来款规模增长所致；流动资产的其他主要科目较2019年末变动不大。

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产等构成。2019年末，公司长期股权投资为590.46亿元，同比增长21.77%，主要是对联合营企业的投资随合作项目量增长而增长，同时联合营企业的结转利润有所增加所致。投资性房地产为195.10亿元，同比小幅下降1.91%。固定资产为74.72亿元，同比增长62.65%，主要是企业合并范围扩大所致。2020年3月末，非流动资产主要科目较2019年末变动不大。

资产周转率方面，2019年，公司存货周转天数为1,241.65天，同比减少11.22天，周转效率小幅提升；应收账款周转天数为2.94天，同比减少0.63天，受益于营业收入快速增长及应收账款余额较小，周转效率仍处于较高水平。及2020年1~3月，公司存货周转天数为3,733.04天，同比增加481.56天；应收账款周转天数为3.49天，同比减少4.87天。

截至2019年末，公司受限资产为887.01亿元，占总资产比重为8.59%，占净资产比重为33.65%，处于较低水平。其中，受限存货、投资性房地产和固定资产分别为773.90亿元、99.09亿元和9.56亿元，均为借款抵押所致；受限货币资金为4.45亿元，为履约保证金存款。

总体来看，通畅的融资渠道保证了较大规模的债务收入，同时货币资金保有量较高，公司流动性偿债来源规模较大；资产中以房地产开发成本为主的存货和货币资金占比仍较高，资产的变现能力较好。

2019年，公司经营性现金流净流入规模同比大幅增长，对利息和负债的保障程度明显提升；融资渠道通畅，债务收入仍保持较大规模，未使用的银行授信规模较为充足，且综合融资成本较低；货币资金仍维持在较大的规模，且受限部分极小。2020年1~3月，受销售回笼减少、往来款支付增加等因素影响，经营



性现金流同比转为大额净流出，流动性受到一定影响；但公司货币资金保有量仍较大，同时随着疫情缓和，销售逐步回归正常状态，预计现金流状况将随着销售回款增长而改善。整体来看，公司流动性偿债来源仍维持在较大规模。2019 年以来，公司资产中房地产开发成本为主的存货及货币资金规模占比仍较高，资产变现能力较好。

（二）债务及资本结构

2019 年以来，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主；预收款项在负债中占比仍较高，对未来收入提供了一定保障。

2019 末，公司负债总额同比增长 21.77%，其中流动负债占比为 74.62%，同比增加 7.21 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较 2019 年末小幅下降 2.35%，其中流动负债占比为 71.53%。

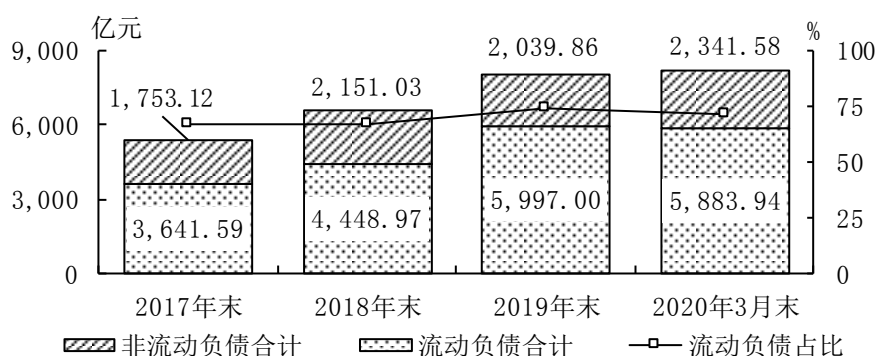


图 5 2017~2019 年末公司负债结构情况

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。2019 年末，公司应付账款为 1,053.25 亿元，同比大幅增加 592.76 亿元，主要是随着项目建设规模大幅增长，项目预提成本费用及应付的工程款相应增加所致。预收款项为 3,278.13 亿元，同比增长⁶9.66%，主要是销售规模扩大，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为 40.79%，比重仍较大。其他应付款为 1,000.58 亿元，其中扣除应付利息和应付股利之后的其他应付款为 989.52 亿元，同比大幅增长 93.38%，主要是应付联合营企业及子公司合作方股东往来款规模增长所致；截至 2019 年末，其他应付款中应付联合营企业及其他关联方往来款为 466.97 亿元，同比增长 71.85%，应付房地产合作方往来款 359.03 亿元，同比增加 201.52 亿元，应付保证金 67.64 亿元，同比增长 78.15%。一年内到期的非流动负债为 633.26

⁶ 2019 年将预收物业管理费等款项 9.37 亿元计入合同负债；此处同比计算 2019 年数据使用预收款项及合同负债的合计数。



亿元，同比增长 38.55%，主要是一年内到期的长期借款转入所致。此外，2019 年末，公司应交税费为-90.89 亿元。

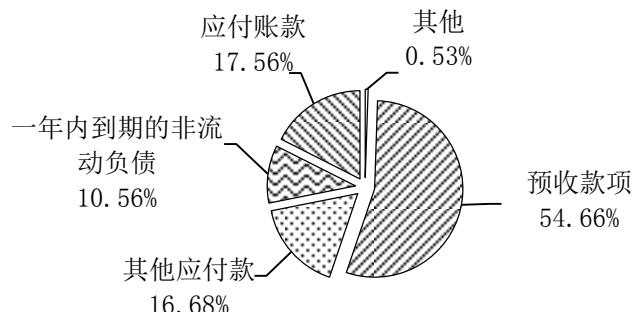


图 6 2019 年末公司流动负债构成

数据来源：根据公司提供资料整理

2020年3月末，公司因执行新收入准则，将部分预收款项转入合同负债等科目，使得预收款项降至2.73亿元，合同负债增至3,160.73亿元；一年内到期的非流动负债为536.15亿元，较2019年末下降15.33%，主要是偿还到期借款所致；流动负债的其他主要科目较2019年末变动不大。

公司非流动负债由长期借款和应付债券等构成。2019年末，公司长期借款和应付债券分别为1,720.72亿元和315.18亿元，分别同比下降5.39%和4.68%，主要是项目回笼资金增加同时拓展支出下降，相应融资需求相对下降所致。2019年末，长期借款中保证借款为1,340.00亿元、抵押借款为320.19亿元、信用借款为60.52亿元。2020年3月末，公司长期借款为2,016.64亿元，较2019年末增长17.20%，主要是随着项目建设规模增长资金需求增加所致；非流动负债其他主要科目较2019年末变动不大。

2019 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继续保持增长；有息债务期限结构较为合理。

2019 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继续保持增长，其中，仍以长期有息债务为主。2020 年 3 月末，短期有息债务规模及占比较 2019 年末均有所下降，其占比依然处在较低水平。总有息债务在总负债中占比有所变动，但仍处于较低水平。

**表 10 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司有息债务情况⁷ (单位: 亿元、%)**

项目	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	613.72	742.87	533.55	308.53
长期有息债务	2,332.38	2,035.90	2,149.39	1,751.56
总有息债务	2,946.10	2,778.77	2,682.94	2,060.09
短期有息债务占总总有息债务比重	20.83	26.73	19.89	14.98
总有息债务占总负债比重	35.82	34.58	40.65	38.19

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末, 公司有息债务期限分布较为合理, 无大规模集中到期现象, 其中, 1 年内到期的占比为 20.83%, 且能够被非受限货币资金所覆盖。

表 11 截至 2020 年 3 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	613.72	643.55	972.50	716.33	2,946.10
占比	20.83	21.84	33.01	24.31	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 年末, 公司对外担保余额为 1,047.63 亿元, 担保比率为 45.64%, 其中公司对联合营公司提供的担保余额为 142.29 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 905.34 亿元。

2019 年以来, 随着未分配利润及少数股东权益的增加, 公司所有者权益规模逐年增长。

2019 年末, 公司所有者权益为 2,295.22 亿元, 同比增长 23.07%, 主要是未分配利润和少数股东权益的增加所致。具体来看, 公司股本为 119.33 亿元, 同比增加 0.38 亿元, 是由于公司向股票期权激励对象定向发行股票; 其他权益工具因发行信托计划永续债 91.80 亿元而同比增长至 156.80 亿元; 资本公积为 183.23 亿元, 同比增加 30.78 亿元, 主要是子公司保利物业在香港联交所主板上市发行股票的影响; 未分配利润为 1,063.08 亿元, 同比增长 25.72%, 主要是期内净利润规模同比大幅增长所致; 少数股东权益为 735.00 亿元, 同比增长 13.83%, 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。2020 年 3 月末, 公司所有者权益为 1,058.35 亿元, 较 2019 年末增长 2.74%, 其中其他权益工具为 165.80 亿元, 因发行“20 保利发展 MTN001”较 2019 年末增加 9.00 亿元; 未分配利润为 1,097.22 亿元, 较 2019 年末增长 3.21%; 少数股东权益为 747.27 亿元, 较 2019 年末增长 1.67%。

⁷ 若将其他权益工具中的永续债计入长期有息债务核算, 截至 2020 年 3 月末公司有息债务为 3,111.90 亿元。



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。

2019 年，公司盈利规模同比大幅增长，使得 EBITDA 利息保障倍数同比由 2.97 倍提升至 3.87 倍，盈利对利息的保障能力明显提升。

2019 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；2019 年，经营性现金流净流入规模不断增长，其对负债和利息的保障能力逐年提升；债务融资渠道保持通畅，融资成本较低，截至 2019 年末，未使用的银行授信规模较充足。整体来看，公司流动性偿债能力良好。

2019 年末，公司资产中以房地产开发成本和开发产品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。公司资产负债率为 77.79%，债务资本比率为 54.76%，同比均小幅下降；扣除预收款项后的负债占资产的比率为 46.06%，仍处于较低水平；流动比率为 1.56 倍，速动比率为 0.59 倍，流动及速动资产对流动负债的保障能力同比均小幅下降。整体来看，公司清偿性偿债能力较好。

偿债能力

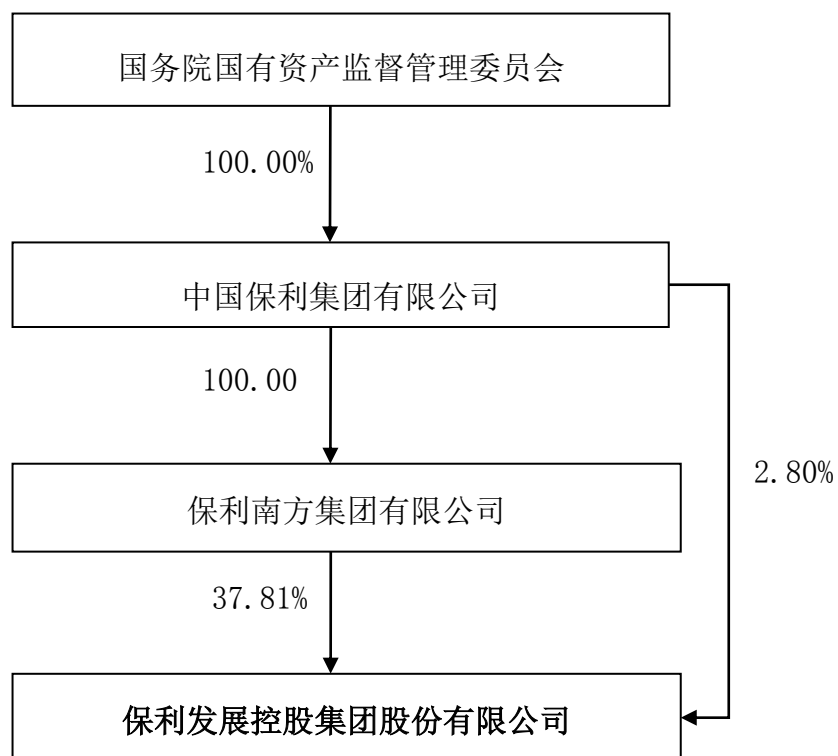
综合来看，公司的抗风险能力极强。公司是我国房地产行业龙头企业之一，区域布局完善，拥有很高的品牌知名度和明显的规模优势。2019 年，公司业务规模继续扩张，签约销售金额同比增长，资金回笼情况良好；利润规模同比大幅增长，盈利能力继续提升；截至 2020 年 3 月末，土地储备较为充足，能够支持未来业务的持续扩张。但受项目规模的扩张的推动，公司有息债务继续增长；截至 2020 年 3 月末，未开发项目规模仍较大，未来需较大规模的资金投入。此外，疫情对公司经营产生了一定不利影响，2020 年 1~3 月签约销售规模同比出现较大幅度下降，销售回笼随之下滑。

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”和“20 保利 01”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



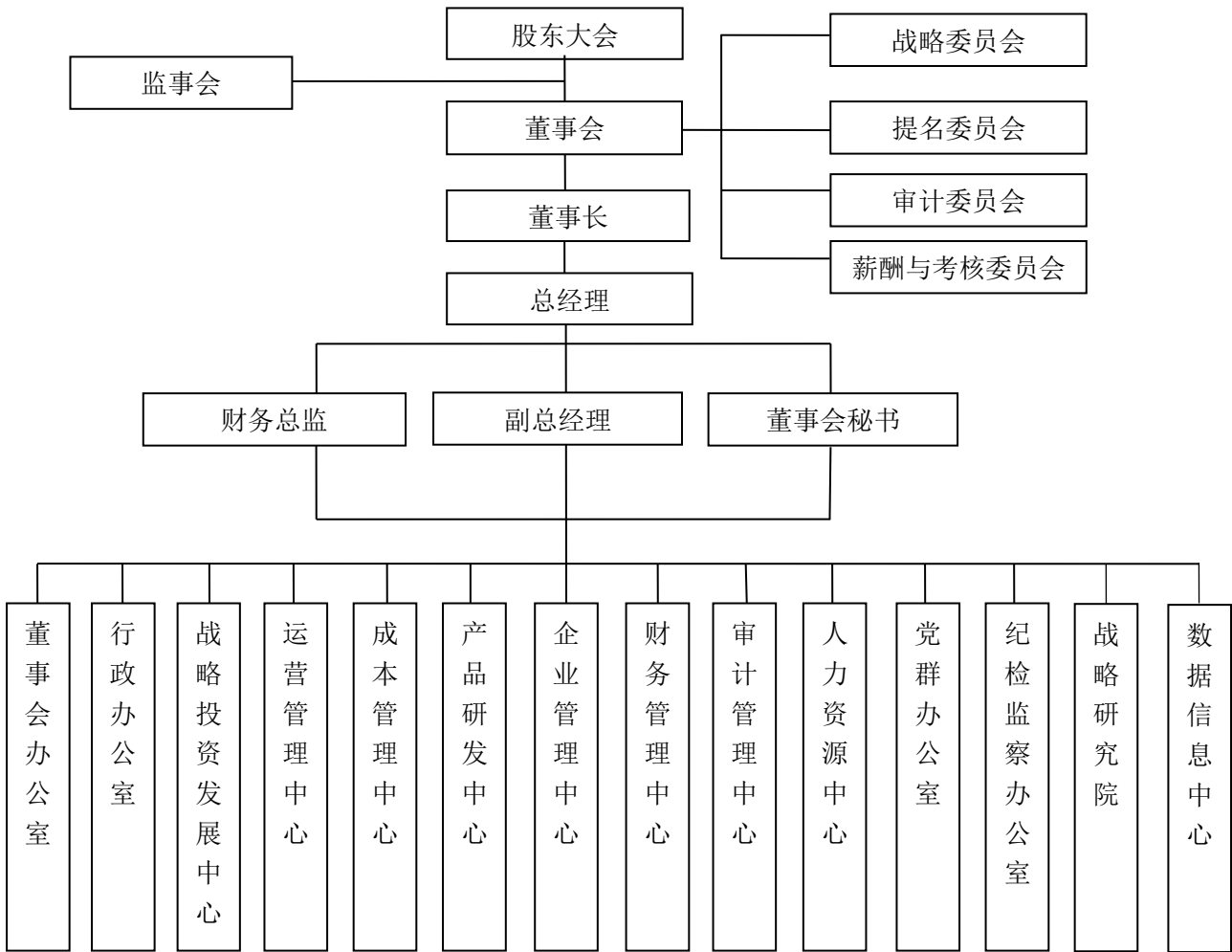
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 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 2020 年 3 月末保利发展控股集团股份有限公司组织架构图





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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	12,181,987	13,941,943	11,343,129	6,805,092
交易性金融资产	6,430	7,280	0	0
衍生金融资产	46,689	27,632	38,713	13,155
应收票据	2,381	0	3,796	1,825
应收账款	233,120	184,528	200,585	185,501
预付款项	4,288,147	4,275,095	2,604,493	5,424,309
其他应收款	14,794,659	13,312,481	11,935,240	6,454,179
存货	60,607,935	58,400,144	47,450,509	43,966,916
其他流动资产	4,072,056	3,543,093	3,071,684	1,882,746
流动资产合计	96,233,405	93,692,197	76,648,150	64,733,724
可供出售金融资产	0	0	162,843	170,869
长期股权投资	5,915,482	5,904,626	4,848,938	2,345,065
其他权益工具投资	33,000	33,000	0	0
其他非流动金融资产	277,755	278,009	0	0
投资性房地产	1,925,154	1,950,963	1,989,002	1,652,503
固定资产	740,375	747,197	459,398	410,367
在建工程	50,263	49,527	87,764	48,494
无形资产	40,582	38,924	11,886	4,104
商誉	4,896	4,896	4,805	982
长期待摊费用	50,211	53,177	35,609	20,865
递延所得税资产	516,333	516,200	368,984	335,687
非流动资产合计	9,602,022	9,628,675	8,001,243	5,029,743
资产总计	105,835,427	103,320,872	84,649,392	69,763,467
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.51	13.49	13.40	9.75
交易性金融资产	0.01	0.01	0.00	0.00
衍生金融资产	0.04	0.03	0.05	0.02
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	0.22	0.18	0.24	0.27
预付款项	4.05	4.14	3.08	7.78
其他应收款	13.98	12.88	14.10	9.25
存货	57.27	56.52	56.06	63.02



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
其他流动资产	3.85	3.43	3.63	2.70
流动资产合计	90.93	90.68	90.55	92.79
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.19	0.24
长期股权投资	5.59	5.71	5.73	3.36
其他权益工具投资	0.03	0.03	0.00	0.00
其他非流动金融资产	0.26	0.27	0.00	0.00
投资性房地产	1.82	1.89	2.35	2.37
固定资产	0.70	0.72	0.54	0.59
在建工程	0.05	0.05	0.10	0.07
无形资产	0.04	0.04	0.01	0.01
商誉	0.00	0.00	0.01	0.00
长期待摊费用	0.05	0.05	0.04	0.03
递延所得税资产	0.49	0.50	0.44	0.48
非流动资产合计	9.07	9.32	9.45	7.21
负债类				
短期借款	296,484	313,347	301,124	306,694
应付票据	479,168	782,756	463,686	135,747
应付账款	10,492,386	10,532,535	4,604,947	4,548,192
预收款项	27,340	32,781,290	29,979,501	22,618,850
合同负债	31,607,257	93,673	0	0
应付职工薪酬	35,832	36,999	31,491	25,686
应交税费	-1,028,166	-908,921	-691,429	-814,548
其他应付款	8,718,696	10,005,803	5,229,688	6,952,167
应付利息	40,002	94,792	91,739	101,442
应付股利	14,319	15,839	20,892	37,756
其他应付款	8,664,375	9,895,173	5,117,057	6,812,969
一年内到期的非流动负债	5,361,504	6,332,565	4,570,687	2,642,848
其他流动负债	2,848,935	0	0	0
流动负债合计	58,839,437	59,970,048	44,489,696	36,415,942
长期借款	20,166,433	17,207,233	18,187,395	14,770,385
应付债券	3,157,373	3,151,785	3,306,512	2,745,209
递延所得税负债	89,347	36,877	16,354	15,609
非流动负债合计	23,415,837	20,398,624	21,510,261	17,531,203
负债合计	82,255,273	80,368,671	65,999,957	53,947,146



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.36	0.39	0.46	0.57
应付票据	0.58	0.97	0.70	0.25
应付账款	12.76	13.11	6.98	8.43
预收款项	0.03	40.79	45.42	41.93
合同负债	38.43	0.12	0.00	0.00
应付职工薪酬	0.04	0.05	0.05	0.05
应交税费	-1.25	-1.13	-1.05	-1.51
其他应付款	10.60	12.45	7.92	12.89
应付利息	0.05	0.12	0.14	0.19
应付股利	0.02	0.02	0.03	0.07
其他应付款	10.53	12.31	7.75	12.63
一年内到期的非流动负债	6.52	7.88	6.93	4.90
其他流动负债	3.46	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	71.53	74.62	67.41	67.50
长期借款	24.52	21.41	27.56	27.38
应付债券	3.84	3.92	5.01	5.09
递延所得税负债	0.11	0.05	0.02	0.03
非流动负债合计	28.47	25.38	32.59	32.50
权益类				
股本	1,193,268	1,193,268	1,189,503	1,185,844
其他权益工具	1,658,000	1,568,000	650,000	500,000
资本公积	1,894,014	1,832,316	1,524,559	1,556,846
盈余公积	379,772	379,772	356,139	313,228
未分配利润	10,972,220	10,630,845	8,455,916	7,109,794
归属于母公司所有者权益合计	16,107,478	15,602,194	12,192,252	10,692,307
少数股东权益	7,472,676	7,350,006	6,457,184	5,124,014
所有者权益合计	23,580,154	22,952,201	18,649,436	15,816,321



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
损益类				
营业总收入	2,383,518	23,598,104	19,455,549	14,665,858
营业收入	2,382,299	23,593,356	19,451,384	14,662,300
营业成本	1,434,584	15,344,964	13,133,880	10,113,256
营业税金及附加	196,246	2,184,055	1,612,237	1,247,257
销售费用	69,360	668,066	591,221	388,320
管理费用	90,598	423,304	349,545	282,295
研发费用	307	5,626	4,095	3,458
财务费用	103,036	258,173	258,465	239,016
资产减值损失	-	104,784	235,104	6,102
信用减值损失	8,955	15,445	-	-
公允价值变动收益	-1,104	71,290	19,042	-59
投资收益	1,800	370,159	268,975	168,043
其他收益	1,633	4,925	189	147
营业利润	482,710	5,040,228	3,559,264	2,554,467
营业外收支净额	4,516	12,844	18,766	17,147
利润总额	487,226	5,053,072	3,578,030	2,571,614
所得税费用	126,464	1,297,675	963,116	602,226
净利润	360,762	3,755,397	2,614,914	1,969,388
其中: 归属于母公司所有者的净利润	237,934	2,795,902	1,890,372	1,563,356
少数股东损益	122,828	959,495	724,542	406,032
占营业收入比 (%)				
营业成本	60.22	65.04	67.52	68.97
营业税金及附加	8.24	9.26	8.29	8.51
销售费用	2.91	2.83	3.04	2.65
管理费用	3.80	1.79	1.80	1.93
研发费用	0.01	0.02	0.02	0.02
财务费用	4.33	1.09	1.33	1.63
资产减值损失	-	0.44	1.21	0.04
信用减值损失	0.38	0.07	-	-
公允价值变动收益	-0.05	0.30	0.10	0.00
投资收益	0.08	1.57	1.38	1.15
其他收益	0.07	0.02	0.00	0.00
营业利润	20.26	21.36	18.30	17.42
营业外收支净额	0.19	0.05	0.10	0.12
利润总额	20.45	21.42	18.39	17.54



2-5 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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
所得税费用	5.31	5.50	4.95	4.11
净利润	15.14	15.92	13.44	13.43
其中: 归属于母公司所有者的 净利润	9.99	11.85	9.72	10.66
少数股东损益	5.16	4.07	3.72	2.77
现金流类				
经营性净现金流	-3,010,094	3,915,532	1,189,332	-2,926,142
投资性净现金流	-499,072	-1,049,837	-1,345,917	-1,695,072
筹资性净现金流	1,746,296	-283,465	4,649,775	6,738,153
主要财务指标				
EBIT	613,313	5,513,534	4,030,236	2,920,530
EBITDA	-	5,639,404	4,131,698	2,999,787
总有息债务	29,460,962	27,787,687	26,829,404	20,600,884
毛利率 (%)	39.78	34.96	32.48	31.03
营业利润率 (%)	20.26	21.36	18.30	17.42
总资产报酬率 (%)	0.58	5.34	4.76	4.19
净资产收益率 (%)	1.53	16.36	14.02	12.45
资产负债率 (%)	77.72	77.79	77.97	77.33
债务资本比率 (%)	55.54	54.76	58.99	56.57
长期资产适合率 (%)	489.44	450.23	501.92	663.01
流动比率 (倍)	1.64	1.56	1.72	1.78
速动比率 (倍)	0.61	0.59	0.66	0.57
保守速动比率 (倍)	0.21	0.23	0.26	0.19
存货周转天数 (天)	3,733.04	1,241.65	1,252.88	1,322.37
应收账款周转天数 (天)	3.49	2.94	3.57	4.26
经营性现金净流/流动负债 (%)	-5.07	7.50	2.94	-9.52
经营性现金净流/总负债 (%)	-3.70	5.35	1.98	-6.58
经营现金流利息保障倍数 (倍)	-8.45	2.69	0.85	-2.11
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.72	3.78	2.89	2.11
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.87	2.97	2.17
现金比率 (%)	20.71	23.26	25.50	18.69
现金回笼率 (%)	162.21	119.54	138.69	142.69
担保比率 (%)	-	45.64	55.72	44.48



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⁸ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁹ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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)

⁸ 一季度取 90 天。

⁹ 一季度取 90 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 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。