



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2021年公司债券(第二期) 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 CYD【2021】384-4 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拟公开发行 2021 年公司债券（第二期）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 2021 年公司债券（第二期）的信用等级为 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇二一年三月二日





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：本次债券计划发行总规模不超过人民币 150 亿元（含 150 亿元），本期发行规模不超过人民币 19.40 亿元（含人民币 19.40 亿元）

债券期限：品种一，期限为 5 年，附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二，期限为 7 年，附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：拟全部用于偿还到期的公司债券

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2020.9	2019	2018	2017
总资产	11,479	10,332	8,465	6,976
所有者权益	2,532	2,295	1,865	1,582
总有息债务	3,096	2,779	2,683	2,060
营业收入	1,174	2,359	1,945	1,466
净利润	183	376	261	197
经营性净现金流	-182	392	119	-293
毛利率	33.98	34.96	32.48	31.03
总资产报酬率	2.50	5.34	4.76	4.19
资产负债率	77.95	77.79	77.97	77.33
债务资本比率	55.02	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	-2.14	5.35	1.98	-6.58

注：公司提供了 2017~2019 年及 2020 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 2017~2019 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 2017 和 2018 年数据采用 2018 和 2019 年审计报告中期初数据；公司 2020 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：张行行

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。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，2017 年以来，盈利能力不断增强，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；但有息债务规模保持增长，同时在房地产项目拓展及建设上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；
- 2017~2019 年，公司营业收入及毛利润持续快速增长，毛利率稳步提升，盈利能力不断增强；
- 2017 年以来，公司签约销售规模保持增长，资金回笼情况良好；
- 公司现有土地储备较为充足，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；
- 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。

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有较大规模的资金需求。

展望

预计未来，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。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。

肖尧
张行行



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-2021-V.4，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：财富创造能力（81%）	6.59
（一）营运能力	6.08
（二）规模	7.00
（三）盈利能力	6.46
要素二：偿债来源与负债平衡（19%）	6.27
（一）债务状况	6.52
（二）偿债来源对债务的保障程度	6.18
调整项	0.25
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	-	2021/01/11	肖尧、牛林祥	房地产企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
AAA/稳定	-	2015/09/25	郑孝君、胡聪、孙瑞	大公信用评级方法总论	点击阅读全文



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，其中第一期 20 亿元、第二期 20 亿元、第三期 23.10 亿元和第四期 25.30 亿元已分别于 2020 年 4 月、2020 年 6 月、2020 年 9 月和 2021 年 1 月发行完毕。本期债券为第五期（2021 年第二期），发行规模不超过人民币 19.40 亿元（含人民币 19.40 亿元），分为两个品种，其中：品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、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 年末公司赎回选择权、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

本期债券发行总额不超过 19.40 亿元（含 19.40 亿元），根据公司的财务状况和资金需求情况，拟全部用于偿还到期的公司债券。

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；2006 年 7 月，公司股票于上海证券交易所上市，证券代码 600048，股票简称“保利地产”；2018 年 9 月 29 日，公司变更为现名。截至 2020 年 9 月末，公司注册地址为广东省广州市，注册资本为 119.67 亿元，其中，保利南方持股 37.70%，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服务股份有限公司（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 2021 年 1 月 22 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

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；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；2020 年 4 月以来，随着复工节奏加快及前期积压需求的释放，我国房地产市场持续恢复。

（一）宏观环境

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

近几年来，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速有所放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。2017~2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）增速分别为 6.8%、6.6%和 6.1%。2020 年，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，我国经济运行先降后升、稳步复苏，全年经济实现正增长，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020 年我国 GDP 达到 101.60 万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长 2.3%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，三季度同比增长 4.9%，四季度同比增长 6.5%。分三次产业看，2020 年，农业增加值同比增长 3.0%，粮食生产再获丰收，生猪产能快速恢复，经济“压舱石”作用稳固；



规模以上工业增加值同比增长 2.8%，高技术制造业和装备制造业增长较快；服务业增加值同比增长 2.1%，以新技术为引领的现代服务业领域增势较好。2020 年，我国三次产业结构为 7.7:37.8:54.5，第三产业占比较上年提高 0.2 个百分点，产业结构更趋优化。从需求端看，2020 年，全国固定资产投资同比增长 2.9%，高技术产业和社会领域投资增长较快；社会消费品零售总额同比下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3 个百分点，在市场销售逐季恢复的同时消费升级类商品销售快速增长；货物进出口同比增长 1.9%，一般贸易和民营企业进出口占外贸总额比重上升，机电产品和防疫物资出口增长较快。

2020 年，针对疫情防控和经济社会形势变化，我国加大了宏观政策跨周期调节力度，实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策，并注重与就业、产业、投资、消费、区域等政策紧密配合，形成合力。2020 年，在财政政策方面：适当提高赤字率，向市场传递积极信号；加大政府债券发行规模（包括 1 万亿元抗疫特别国债和 3.75 万亿元地方政府专项债），发挥政府投资引领带动作用，扩大内需；加大减税降费规模，对冲市场主体经营困难；建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层，直接惠企利民；加强预算平衡，应对疫情造成的减收增支影响。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%，随着经济持续稳定恢复，财政收入逐季好转，重点领域支出得到保障。货币政策方面，2020 年，人民银行根据内外部环境变化及时调整政策方向：上半年为应对疫情冲击和支持复工复产，货币政策整体明显宽松；下半年随着疫情得到有效控制和经济企稳复苏，货币政策边际收敛，强调防控金融风险。总量上，人民银行综合运用降准、再贷款再贴现等工具，保持市场流动性合理充裕，解决实体经济融资难问题。2020 年末，广义货币供应量（M2）同比增长 10.1%，比上年末高 1.4 个百分点，社会融资规模存量同比增长 13.3%，比上年末高 2.6 个百分点。价格上，2020 年以来人民银行多次调降各类政策利率，包括两次下调中期借贷便利（MLF）利率，成功引导贷款市场报价利率（LPR）下行，并推动存量贷款定价基准转换工作，切实降低实体经济融资成本。此外，人民银行还创设了两个直达工具，即普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划，进一步增强帮扶中小微企业的效率和效果。

整体来看，2020 年我国疫情防控和复工复产走在世界前列，全年经济实现正增长，充分彰显了我国经济的强大韧性和显著制度优势。2021 年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国 GDP 增速将达到 8%。与此同时，世界经济正经历百年未有之大变局，我国发展仍处于重要战略机遇期，在此重要时刻，党的十九



届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上作出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（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；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，未来房企仍将面临一定的融资压力。

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。2020 年 7 月，中央政治局会议再次重申“房住不炒”的定位。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，2017~2019 年，房地产开发企业到位资金分别为 156,053 亿元、165,963 亿元和 178,609 亿元，整体保持高位，但随着调控政策深入，房地产融资渠道收紧。其中 2019 年国内贷款 25,229 亿元，同比增长 5.1%；利用外资 176 亿元，同比增长 62.7%；自筹资金 58,158 亿元，同比增长 4.2%；定金及预收款 61,359 亿元，同比增长 10.7%；个人按揭贷款 27,281 亿元，同比增长 15.1%。利用外资增长较快，然而，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。2020 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 136,376 亿元，同比增长 4.45%，其中，国内贷款 20,484 亿元，同比增长 4.38%；利用外资 93.71



亿元，同比下降 9.53%。整体来看，随着房地产行业融资渠道不断收紧，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 年 7 月以来，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑；2020 年 4 月以来，随着复工节奏加快及前期积压需求的释放，我国房地产市场持续恢复。

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。2017~2019 年，全国商品房销售面积分别为 169,407 万平方米、171,654 万平方米和 171,558 万平方米；销售金额分别为 133,701 万亿元、149,973 万亿元和 159,725 万亿元，增速分别为 12.02%、10.85 和 6.11%，逐年放缓。开发投资方面，2017~2019 年，全国房地产开发投资完成额分别为 10.98 万亿元、12.03 万亿元和 13.22 万亿元，增速有所放缓，其中 2019 年新开工面积同比增长 8.50%，土地购置面积累计同比下降 11.40%，土地成交价款累计同比下降 8.70%。

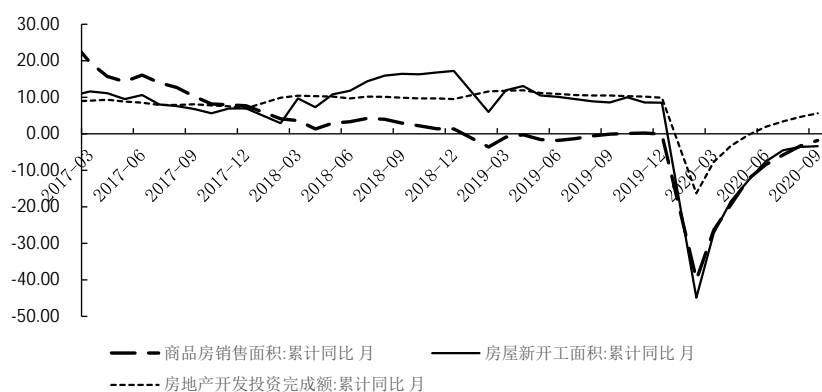


图 1 2017 年 3 月至 2020 年 9 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind

2020 年 1~3 月，在疫情冲击下，短期内房地产市场成交压力增大，房地产工程复工延后，销售面积增速和新开工面积增速下滑幅度较大，均转为负值；2020 年 4 月以来，地方因城施策也更加灵活，叠加疫情缓和后前期积压的购房需求积极释放，我国房地产市场持续恢复。2020 年 1~9 月，全国商品房销售面积累计同比下降 1.80%，新开工面积累计同比下降 3.40%，降幅相较一季度明显收窄；全国房地产开发投资 10.35 万亿元，同比增长 5.60%，房地产投资继续回暖。



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着一定的压力。

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。2021 年 2 月，全国各地陆续提出在试点范围内开展“土地集中供应”政策，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；2017~2019 年，公司营业收入及毛利润持续快速增长，毛利率稳步提升，盈利能力不断提升。

公司主要经营房地产开发销售业务，房地产销售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在 90%以上；其他业务¹主要为物业管理、建筑、装饰、租赁、销售代理、展览和酒店等。

2017~2019 年，公司营业收入及毛利润持续快速增长，毛利率稳步提升，均主要是受房地产业务的推动。具体来看，房地产销售业务营业收入逐年大幅增长，主要是竣工结算项目规模大幅增长所致；毛利率逐年稳步提升，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稳步提升，毛利润逐年快速增长。其他业务营业收入及毛利润均有所波动，毛利率逐年下降，整体上，其他业务对公司收入和毛利润的贡献较小。此外，公司有少量利息和手续费及佣金收入，分别为 0.36 亿元、0.42 亿元和 0.47 亿元，占营业总收入比重极小。

¹ 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。

**表 1 2017~2019 年及 2020 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	2020 年 1~9 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	1,174.04	100.00	2,359.34	100.00	1,945.14	100.00	1,466.23	100.00
房地产销售	1,070.39	91.17	2,237.31	94.83	1,824.98	93.82	1,377.78	93.97
其他业务	103.65	8.83	122.02	5.17	120.16	6.18	88.45	6.03
毛利润	398.93	100.00	824.84	100.00	631.75	100.00	454.90	100.00
房地产销售	352.97	88.48	791.48	95.96	596.49	94.42	419.86	92.30
其他业务	45.96	11.52	33.36	4.04	35.26	5.58	35.05	7.70
毛利率	33.98		34.96		32.48		31.03	
房地产销售	32.98		35.38		32.68		30.47	
其他业务	44.34		27.34		29.34		39.62	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~9 月，公司营业收入同比增长 5.02%，主要是房地产销售业务结转项目规模同比有所提升；但毛利润同比微降，主要是当期结转部分项目毛利率较低所致；毛利率同比下降 1.89 个百分点。此外，利息和手续费及佣金收入为 0.78 亿元。根据业绩预告，2020 年公司预计实现营业收入 2,452.62 亿元，同比增长 3.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 289.08 亿元，同比增长 3.39%。

（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；公司开发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。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²排行榜中均位列第五位，规模优势明显。

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。

² 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。

**表 2 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

从具体区域来看，2017~2019 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 年以来开始形成收入，收入规模及占比均处于很低的水平。

2017~2019 年，公司签约销售规模保持增长，资金回笼情况良好，为未来的收入和项目开发建设提供了良好保障。

2017~2019 年，公司项目开工建设和竣工规模持续增加。具体来看，公司新开工面积持续增长，2018 年和 2019 年同比增速分别为 42.93%和 13.35%，增速有所回落；竣工面积逐年增长，2018 年和 2019 年同比分别大幅增长 42.70%和 34.10%，主要是受前期开工量增长的影响。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，公司签约销售金额和签约销售面积均保持逐年增长，其中 2018 年公司签约销售金额和签约销售面积同比分别增长 30.91%和 23.36%，2019 年同比分别增长 14.09%和 12.91%，增速有所回落。公司资金回笼情况始终保持在良好水平，实现销售回笼金额分别为 2,644 亿元、3,562 亿元和 4,312 亿元，回笼率分别为 86%、88%和 93%，回笼规模及回笼率均逐年提升。2020 年 1~9 月，随着疫情影响的减弱，公司签约销售金额和面积同比分别增长 5.94%和 6.55%。

表 3 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司房地产开发及销售情况

地区	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	3,839	4,983	4,396	3,075
竣工面积（万平方米）	2,203	2,973	2,217	1,554
签约销售金额（亿元）	3,674	4,618	4,048	3,092
签约销售面积（万平方米）	2,444	3,123	2,766	2,242
签约销售均价（万元/平方米）	1.50	1.48	1.46	1.38
结算金额（亿元）	1,070	2,237	1,825	1,375
结算面积（万平方米）	922	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以中心城市及城市群为主，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。其中，2018 年公司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。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%。从拓展项目的平均楼面地价来看，2017~2019 年，有所波动，其中 2019 年同比下降 6.21%；公司平均楼面地价占平均销售单价比重分别约为 44%、42%和 39%，不断下降，有利于提升项目盈利空间。2020 年 1~9 月，公司新增容积率面积 1,982 万平方米，拓展成本 1,314 亿元，同比分别增长 32.75%和 31.93%，拓展力度有所提升；其中 38 个核心城市拓展金额占比为 83%，较 2019 年提升 4 个百分点，因此平均楼面地价有所增长。

表 4 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司土地储备拓展情况

项目	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
新增项目个数（个）	88	127	132	204
新增容积率面积（万平方米）	1,982	2,680	3,116	4,520
新增地价（亿元）	1,314	1,555	1,927	2,765
期末规划总建筑面积（万平方米）	14,021	26,573	24,150	20,723
期末待开发建筑面积（万平方米）	7,075	8,112	9,154	9,090
平均楼面地价 ³ （元/平方米）	6,630	5,802	6,186	6,118

数据来源：根据公司提供资料整理

土地储备方面，截至 2020 年 9 月末，公司共有在建及拟建项目合计 714 个，总建筑面积 14,021 万平方米，待开发面积 7,075 万平方米；基本可以满足公司未来 2 年左右的开发需求。

整体来看，公司位居国内房地产行业前列，2019 年项目建设及销售规模保持增长，但增速有下滑；项目拓展仍以中心城市及城市群为主，规模同比仍有所收缩。2020 年 1~9 月，随着疫情影响的减弱，公司项目开工建设及销售均逐步恢复，同比有所增长。

³ 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。



（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；2017 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，2017 年以来，公司借助资本运作，提升了综合服务实力。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”）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 年末，该业务覆盖城市已超过 200 个，代理项目近 2,000 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。商业管理方面，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，其中购物管理中心管理面积 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

2017 年以来，利润规模逐年增长，盈利能力不断提升；公司经营性净现金流规模不断增长，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，有息债务规模逐年增长，债务负担有所加重。

（一）偿债来源

1、盈利

2017 年以来，公司期间费用规模保持增长，但期间费用率持续下降，费用控制能力较好；随着合作项目竣工规模增长，投资收益不断增加；利润规模逐年增长，盈利能力不断提升。

2017~2019 年，受竣工结算项目规模大幅增长及结算项目单价提高的推动，公司营业收入及毛利润持续快速增长，毛利率稳步提升。

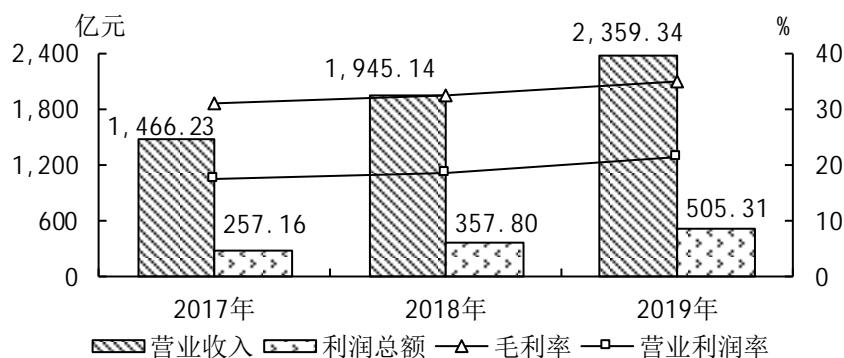


图 2 2017~2019 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年，公司期间费用逐年增长，主要是业务规模保持扩张所致。具体来看，销售费用在期间费用中占比最高，且保持较快的增长，其中 2018 年同比增长 52.25%，主要期内推盘规模大幅增加所致；管理费用逐年增长，其中 2018 年和 2019 年分别同比增长 23.82% 和 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；研发费用逐年增长，但保持在很小的规模；财务费用有所波动，其中 2018 年同比增长 8.14%，主要是期内有息债务规模增幅较大，利息支出随之增长所致。公司利息支出规模较大，其中大部分均资本化于房地产开发成本中，资本化利息支出分别为 103.57 亿元、94.04 亿元和 99.71 亿元。期间费用占营业收入的比例逐年下降，维持在较低水平，费用控制能力较好。

**表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	32.91	66.81	59.12	38.83
管理费用	31.48	42.33	34.95	28.23
研发费用	0.27	0.56	0.41	0.35
财务费用	32.87	25.82	25.85	23.90
期间费用	97.52	135.52	120.33	91.31
期间费用/营业收入	8.30	5.74	6.19	6.23

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年，公司资产减值损失分别为 0.61 亿元、23.51 亿元和 10.48 亿元，有所波动，主要构成为存货跌价准备，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。公司 2019 年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。公允价值变动收益分别为 -58.65 万元、1.90 亿元和 7.13 亿元，逐年增长，其中 2019 年同比大幅增加 5.22 亿元，主要是期内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。投资收益分别为 16.80 亿元、26.90 亿元和 37.02 亿元，逐年大幅增长，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分别为 6.58%、7.56%和 7.34%，对利润形成重要补充。

2017~2019 年，公司营业利润分别为 255.45 亿元、355.93 亿元和 504.02 亿元；利润总额分别为 257.16 亿元、357.80 亿元和 505.31 亿元；净利润分别为 196.94 亿元、261.49 亿元和 375.54 亿元，其中归属于母公司的所有者的比例分别为 79.38%、72.29%和 74.45%。报酬率方面，公司总资产报酬率分别为 4.19%、4.76%和 5.34%；净资产收益率分别为 12.45%、14.02%和 16.36%，均持续提升。整体来看，公司利润规模保持增长，盈利能力持续提升。

2020 年 1~9 月，公司营业收入同比增长 5.02%，毛利润同比微降，毛利率同比下降 1.89 个百分点。期间费用同比下降 2.13%，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、研发费用及财务费用分别同比下降 3.60%、20.25%及 4.19%所致。投资收益为 24.91 亿元，同比大幅增长 54.82%，主要是确认联合营房地产项目公司投资收益增加所致。同期，营业利润、利润总额、净利润和归属于母公司股东的净利润分别为 242.45 亿元、244.15 亿元、183.27 亿元和 132.04 亿元，同比均小幅增长；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.50%和 7.24%，同比保持稳定。



2、现金流

2017~2019 年，公司经营性净现金流规模不断增长，对债务和利息的保障程度不断提升；2020 年 1~9 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净流出；截至 2020 年 9 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。

2017~2019 年，公司经营性现金流净流入规模不断增长，其中 2018 年由负转正，2019 年净流入规模同比大幅增加 272.62 亿元，主要是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不断增加，经营性净现金流对债务和利息的保障程度不断提升。2020 年 1~9 月，经营性现金流同比由净流入转为净流出，主要是联合营公司往来款支出增加所致。

2017~2019 年，公司投资性现金流持续大额净流出，主要是对联合营公司的投资及收并购项目的支出较大所致；净流出规模逐年小幅下降，主要是对联合营公司及在收并购项目上的投资支出相对下降所致。2020 年 1~9 月，投资性现金流净流出规模同比增加 99.79 亿元，主要是投资及收购现金支出同比大幅增加所致。

表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司经营性及投资性现金流情况

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	-181.58	391.55	118.93	-292.61
投资性净现金流（亿元）	-108.62	-104.98	-134.59	-169.51
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.57	2.69	0.85	-2.11
经营性净现金流/流动负债（%）	-2.89	7.50	2.94	-9.52
经营性净现金流/总负债（%）	-2.14	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 9 月末，房地产开发项目待开发建筑面积为 7,075 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

2017~2019 年，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，融资成本保持在较低水平。

2017~2019 年，公司筹资性现金流入规模有所波动，但始终维持在较大规模，其中 2019 年同比减少 321.61 亿元；随着债务到期规模增长，筹资性现金流出规模逐年增加。从筹资性净现金流来看，流入规模不断下降，其中 2019 年由



正转负，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。2020 年 1~9 月，随着借款收到现金规模的增加，筹资性现金流入小幅增长，筹资性净现金流同比由净流出转为净流入。

表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月债务融资情况分析（单位：亿元）

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	1,271.07	1,204.60	1,526.21	1,301.34
借款所收到的现金	1,179.21	1,024.18	1,283.34	1,142.65
筹资性现金流出	1,145.65	1,232.95	1,061.23	627.53
偿还债务所支付的现金	914.57	982.89	827.52	474.03
筹资性净现金流	125.42	-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 9 月末，公司共获得银行授信 5,330.00 亿元，尚未使用银行授信额度 2,905.00 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。2017~2019 年，公司有息债务综合成本分别为 4.82%、5.03%和 4.95%，有所波动，但维持在较低水平。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，2017~2019 年末，公司接受保利集团财务资助余额分别为 9.05 亿元、4.15 亿元和 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分别为 70.07 亿元、83.60 亿元和 115.23 亿元⁴。此外，公司可获得少量的政府补助。整体上，外部支持对公司偿债来源贡献较小。

⁴ 利率等于或略优于公司外部融资成本。



5、可变现资产

2017 年以来，公司资产规模保持增长，以流动资产为主；以房地产开发成本及开发产品为主的存货逐年增长，其中个别项目存在减值风险；截至 2020 年 9 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。

2017 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 2020 年 9 月末，公司资产总额较 2019 年末小幅增长 11.10%，其中流动资产占比为 91.39%。

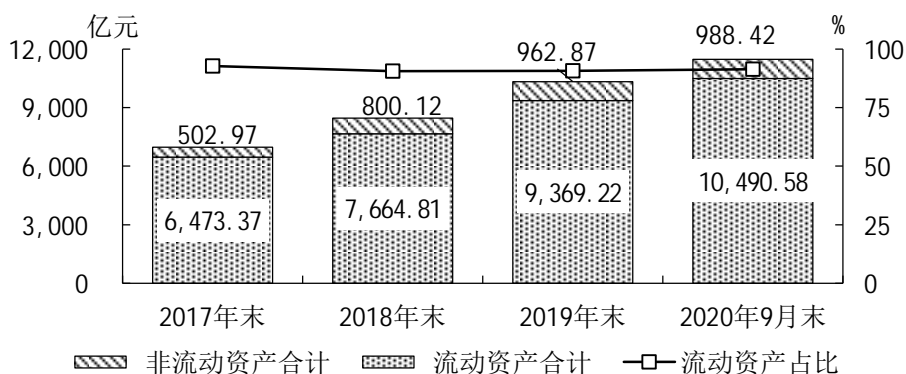


图 3 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司资产构成情况

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。2017~2019 年末，公司货币资金分别为 680.51 亿元、1,134.31 亿元和 1,394.19 亿元，逐年大幅增长，主要是房地产销售款回笼规模增长所致；2019 年末，受限货币资金为 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较大，同时受限比例很低。

表 8 截至 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
四川府河华益置业有限公司	17.94	1 年以内	1.34	是
合计	141.07	-	10.57	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年末，其他应收款分别为 645.42 亿元、1,193.52 亿元和 1,331.25 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 2019 年末，其他应收款余额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，共计



提坏账准备 6.46 亿元，其他应收款前五大客户欠款余额合计 141.07 亿元，占其他应收款余额的 10.57%，整体看，公司其他应收款规模较大，关联方占比较高。公司存货分别为 4,396.69 亿元、4,745.05 亿元和 5,840.01 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；2019 年末，存货中开发成本为 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%；2019 年末，存货累计计提存货跌价准备 37.03 亿元，2017 年以来，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存货跌价准备增长较快。

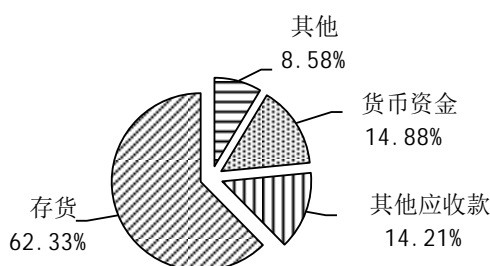


图 4 截至 2019 年末流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 9 月末，货币资金较 2019 年末下降 12.03%，主要是经营性占款增加所致；其他应收款为 1,519.38 亿元，较 2019 年末增长 14.13%，主要是应收联营房地产企业款项增加所致；存货为 6,820.59 亿元，较 2019 年末增长 16.79%，主要是房地产项目工程进度推进所致；流动资产其他主要科目较 2019 年末变动均不大。

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。2017~2019 年末，公司长期股权投资分别为 234.51 亿元、484.89 亿元和 590.46 亿元，逐年大幅增长，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。投资性房地产分别为 165.25 亿元、198.90 亿元和 195.10 亿元，有所波动，其中 2018 年末同比增长 20.36%，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 41.04 亿元、45.94 亿元和 74.72 亿元，逐年增长，其中 2019 年末同比增长 62.65%，主要是企业合并范围扩大所致。2020 年 9 月末，非流动资产主要科目较 2019 年末变动均不大。

资产周转率方面，2017~2019 年，公司存货周转天数分别为 1,322.37 天、1,252.88 天和 1,241.65 天，周转效率逐年小幅提升；应收账款周转天数分别为 4.26 天、3.57 天和 2.94 天，受益于营业收入快速增长及应收账款余额较小，周



转效率处于较高水平且不断提升。2020 年 1~9 月，公司存货周转天数为 2,205.08 天，应收账款周转天数为 4.93 天，同比保持稳定。

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，经营性净流入规模不断增加，债务融资渠道通畅，且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占比较高，货币资金规模较大，资产的变现能力较好。

2017 年以来，公司经营性现金流净流入规模不断增长，对利息和负债的保障程度不断提升；融资渠道通畅，债务收入规模较大，未使用的银行授信规模较为充足，且综合融资成本较低；此外，货币资金维持在较大的规模，公司流动性偿债来源规模较大。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

2017 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，逐年增长，对未来收入提供了一定保障。

2017 年以来，公司负债规模逐年增加，以流动负债为主。截至 2020 年 9 月末，公司负债总额较 2019 年末增长 11.33%，其中流动负债占比为 71.93%。

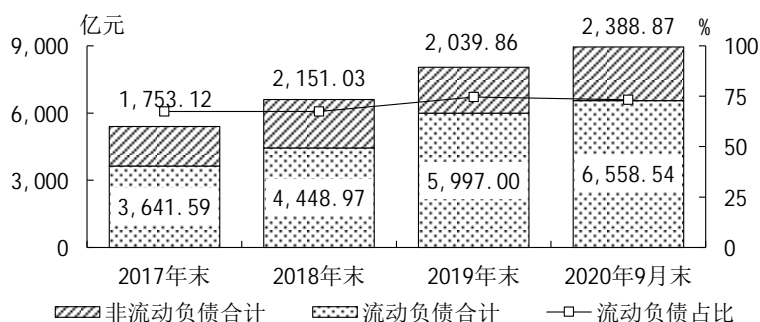


图 5 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司负债结构情况

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。2017~2019 年末，公司应付账款分别为 454.82 亿元、和 460.49 亿元和 1,053.25 亿元，逐年增加，其中 2019 年末大幅增加 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。预收款项分别为 2,261.89 亿元、2,997.95 亿元和 3,278.13 亿元，逐年增长，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分别为 41.93%、45.42%和 40.79%，比重较大。其他应付款分别为 695.22 亿元、522.97 亿元和 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分别为 681.30 亿元、511.71 亿元和 989.52 亿元，有所波动，其中 2018 年末同比下降 24.89%，2019 年末同比大幅增长 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波动所致；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分别为 264.28 亿元、457.07 亿元和 633.26 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，2017~2019 年末，公司应交税费分别为 -81.45 亿元、-69.14 亿元和 -90.89 亿元。

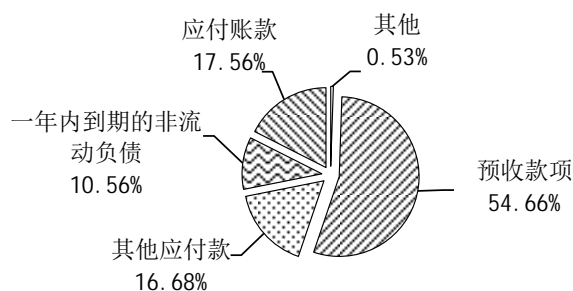


图 6 截至 2019 年末公司流动负债构成

数据来源：根据公司提供资料整理

2020年9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4.05亿元，合同负债增至3,797.05亿元；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。2017~2019年末，公司长期借款分别为1,477.04亿元、1,818.74亿元和1,720.72亿元，有所波动，其中2018年末同比增长23.13%，主要是项目拓展及建设资金需求增长导致借款规模增加所致；2019年末同比下降5.39%；截至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。应付债券分别为274.52亿元、330.65亿元和315.18亿元，有所波动，其中，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。2020年9月末，公司长期借款为2,094.53亿元，较2019年末增长21.72%，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。



2017 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，有息债务期限结构较为合理。

2017 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，长期有息债务占比逐年小幅下降，但仍维持在较高水平；短期有息债务规模保持增长，占比波动提升，但维持在较低水平。总有息债务在总负债中占比有所波动，处于较低水平。

表 9 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司有息债务情况⁵（单位：亿元、%）

项目	2020 年 9 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	718.23	742.87	533.55	308.53
长期有息债务	2,378.10	2,035.90	2,149.39	1,751.56
总有息债务	3,096.32	2,778.77	2,682.94	2,060.09
短期有息债务占总总有息债务比重	23.20	26.73	19.89	14.98
总有息债务占总负债比重	34.58	34.58	40.65	38.19

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 9 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 23.20%，且能够被非受限货币资金所覆盖。

表 10 截至 2020 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	718.23	679.38	1,048.66	650.05	3,096.32
占比	23.20	21.94	33.87	20.99	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 2020 年 6 月末⁶，公司对外担保余额为 1,460.92 亿元，担保比率为 59.71%，其中公司对联合营公司提供的担保余额为 128.79 亿元，主要是为联合营房地产项目公司提供担保；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 1,332.13 亿元。公司扣除为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额后的担保比率为 5.26%。

2017 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。

2017~2019 年末，公司所有者权益分别为 1,581.63 亿元、1,864.94 亿元和 2,295.22 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。具体来看，公司股本分别为 118.58 亿元、118.95 亿元和 119.33 亿元，其中 2018 年末和 2019 年末分别同比增加 0.37 亿元和 0.38 亿元，均是由于公司向股票期

⁵ 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 9 月末公司有息债务为 3,298.12 亿元。

⁶ 公司未提供截至 2020 年 9 月末对外担保数据。



权激励对象定向发行股票所致；其他权益工具分别为 50.00 亿元、65.00 亿元和 156.80 亿元，其中，2017 年发行共计 50.00 亿元的永续中票“17 保利房产 MTN001”和“17 保利房产 MTN002”，2018 年发行 15.00 亿元的永续中票“18 保利发展 MTN004”，2019 年发行信托计划永续债 91.80 亿元；资本公积分别为 155.68 亿元、152.46 亿元和 183.23 亿元，其中 2018 年末同比减少 3.23 亿元，是由于购买子公司少数股东股权及少数股东增资子公司所致，2019 年末同比增加 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；未分配利润分别为 710.98 亿元、845.59 亿元和 1,063.08 亿元，随着利润的结转逐年增加；少数股东权益分别为 512.40 亿元、645.72 亿元和 735.00 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。2020 年 9 月末，公司所有者权益为 2,531.59 亿元，较 2019 年末增长 10.30%，其中其他权益工具为 201.80 亿元，因发行“20 保利发展 MTN001”、“20 保利发展 MTN002”、“20 保利发展 MTN003”和“20 保利发展 MTN004”较 2019 年末增加 45.00 亿元；未分配利润为 1,105.54 亿元，较 2019 年末增长 3.99%；少数股东权益为 875.91 亿元，较 2019 年末增长 19.17%。

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。

2017~2019 年，公司盈利规模逐年增长，使得 EBITDA 利息保障倍数逐年增长，分别为 2.17 倍、2.97 倍和 3.87 倍，盈利对利息的保障能力不断提升。

2017~2019 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；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；公司债务融资渠道保持通畅，融资成本较低，截至 2019 年 9 月末，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。

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。2017~2019 年末，公司资产负债率分别为 77.33%、77.97%和 77.79%，债务资本比率分别为 56.57%、58.99%和 54.76%，均小幅波动；扣除预收款项后负债占资产的比率分别为 44.91%、42.55%和 46.06%，处于较低水平；流动比率分别为 1.78 倍、1.72 倍和 1.56 倍，速动比率分别为 0.57 倍、0.66 倍和 0.59 倍，均有所波动。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。2017 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，盈利能力持续提升；截至 2020



年 9 月末，土地储备较为充足，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；截至 2020 年 9 月末，未开发项目规模较大，未来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。

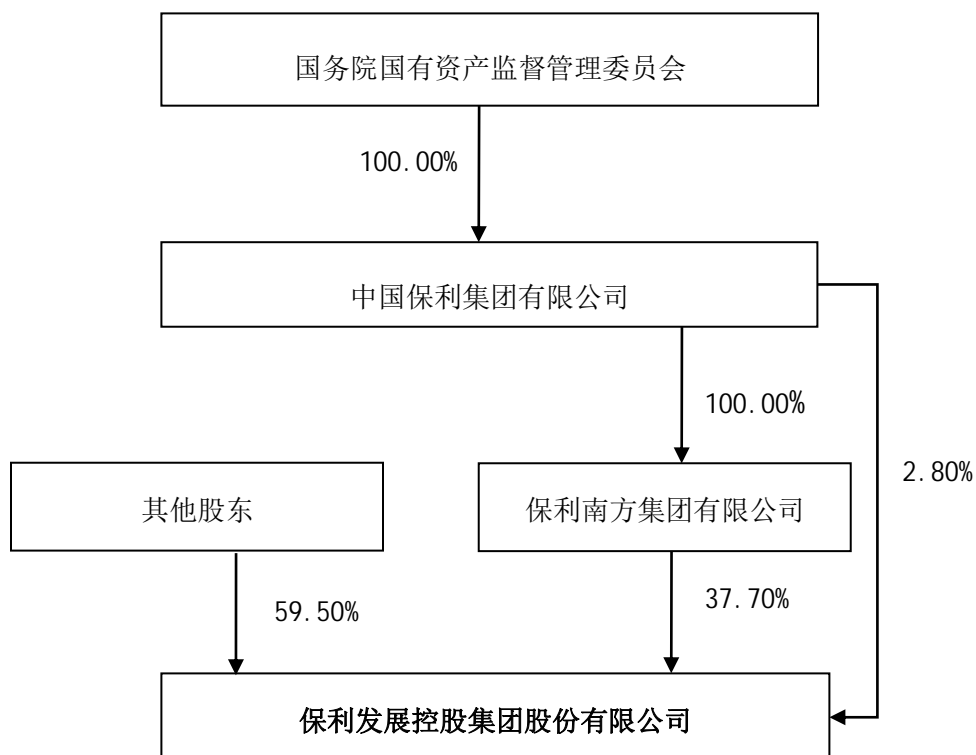
大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。



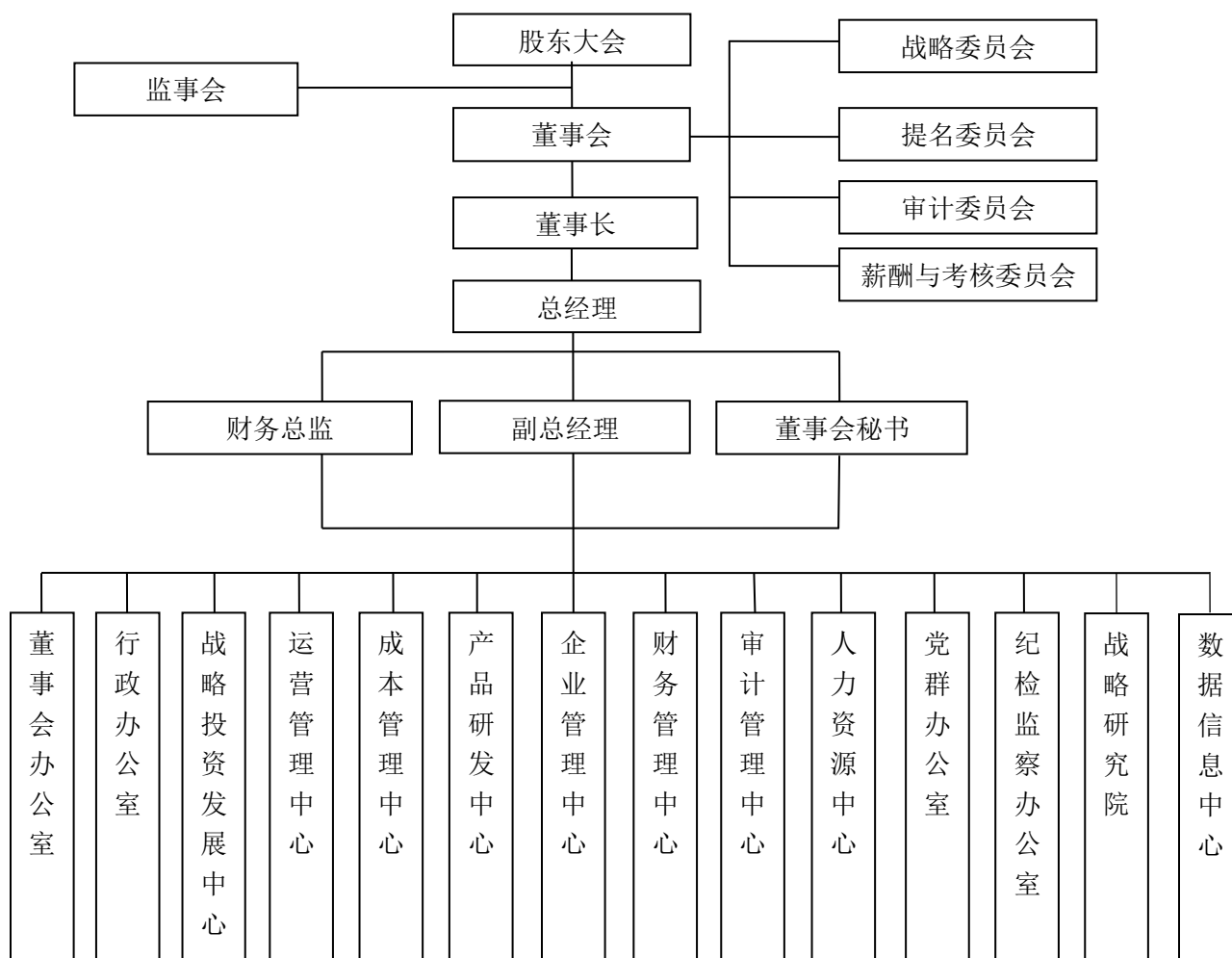
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 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 2020 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	2020 年 1~9 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	12,264,141	13,941,943	11,343,129	6,805,092
交易性金融资产	5,590	7,280	-	-
衍生金融资产	24,523	27,632	38,713	13,155
应收票据	4,376	-	3,796	1,825
应收账款	244,106	184,528	200,585	185,501
预付款项	4,377,959	4,275,095	2,604,493	5,424,309
其他应收款	15,193,851	13,312,481	11,935,240	6,454,179
存货	68,205,870	58,400,144	47,450,509	43,966,916
其他流动资产	4,585,376	3,543,093	3,071,684	1,882,746
流动资产合计	104,905,791	93,692,197	76,648,150	64,733,724
可供出售金融资产	-	-	162,843	170,869
长期股权投资	5,923,611	5,904,626	4,848,938	2,345,065
其他权益工具投资	33,000	33,000	-	-
其他非流动金融资产	268,238	278,009	-	-
投资性房地产	2,024,755	1,950,963	1,989,002	1,652,503
固定资产	766,449	747,197	459,398	410,367
在建工程	52,427	49,527	87,764	48,494
无形资产	39,881	38,924	11,886	4,104
商誉	4,896	4,896	4,805	982
长期待摊费用	51,045	53,177	35,609	20,865
递延所得税资产	529,066	516,200	368,984	335,687
非流动资产合计	9,884,217	9,628,675	8,001,243	5,029,743
资产总计	114,790,008	103,320,872	84,649,392	69,763,467
占资产总额比 (%)				
货币资金	10.68	13.49	13.40	9.75
交易性金融资产	-	0.01	-	-
衍生金融资产	0.02	0.03	0.05	0.02
应收票据	-	-	0.00	0.00
应收账款	0.21	0.18	0.24	0.27
预付款项	3.81	4.14	3.08	7.78
其他应收款	13.24	12.88	14.10	9.25
存货	59.42	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 1~9 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	3.99	3.43	3.63	2.70
流动资产合计	91.39	90.68	90.55	92.79
可供出售金融资产	-	-	0.19	0.24
长期股权投资	5.16	5.71	5.73	3.36
其他权益工具投资	0.03	0.03	-	-
其他非流动金融资产	0.23	0.27	-	-
投资性房地产	1.76	1.89	2.35	2.37
固定资产	0.67	0.72	0.54	0.59
在建工程	0.05	0.05	0.10	0.07
无形资产	0.03	0.04	0.01	0.01
商誉	-	-	0.01	-
长期待摊费用	0.04	0.05	0.04	0.03
递延所得税资产	0.46	0.50	0.44	0.48
非流动资产合计	8.61	9.32	9.45	7.21
负债类				
短期借款	511,443	313,347	301,124	306,694
应付票据	757,245	782,756	463,686	135,747
应付账款	9,752,647	10,532,535	4,604,947	4,548,192
预收款项	40,521	32,781,290	29,979,501	22,618,850
合同负债	37,970,473	93,673	-	-
应交税费	-1,841,036	-908,921	-691,429	-814,548
其他应付款	9,271,194	10,005,803	5,229,688	6,952,167
一年内到期的非流动负债	5,913,567	6,332,565	4,570,687	2,642,848
其他流动负债	3,174,665	-	-	-
流动负债合计	65,585,381	59,970,048	44,489,696	36,415,942
长期借款	20,945,295	17,207,233	18,187,395	14,770,385
应付债券	2,835,667	3,151,785	3,306,512	2,745,209
递延所得税负债	104,477	36,877	16,354	15,609
非流动负债合计	23,888,706	20,398,624	21,510,261	17,531,203
负债合计	89,474,088	80,368,671	65,999,957	53,947,146
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.57	0.39	0.46	0.57
应付票据	0.85	0.97	0.70	0.25
应付账款	10.90	13.11	6.98	8.43
预收款项	0.05	40.79	45.42	41.93
合同负债	42.44	0.12	-	-



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 1~9 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
应付职工薪酬	0.04	0.05	0.05	0.05
应交税费	-2.06	-1.13	-1.05	-1.51
其他应付款	10.36	12.45	7.92	12.89
一年内到期的非流动负债	6.61	7.88	6.93	4.90
其他流动负债	3.55	-	-	-
流动负债合计	73.30	74.62	67.41	67.50
长期借款	23.41	21.41	27.56	27.38
应付债券	3.17	3.92	5.01	5.09
递延所得税负债	0.12	0.05	0.02	0.03
非流动负债合计	26.70	25.38	32.59	32.50
权益类				
股本	1,196,689	1,193,268	1,189,503	1,185,844
其他权益工具	2,018,000	1,568,000	650,000	500,000
资本公积	1,912,570	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	11,055,414	10,630,845	8,455,916	7,109,794
归属于母公司所有者权益合计	16,556,793	15,602,194	12,192,252	10,692,307
少数股东权益	8,759,128	7,350,006	6,457,184	5,124,014
所有者权益合计	25,315,921	22,952,201	18,649,436	15,816,321
损益类				
营业总收入	11,748,179	23,598,104	19,455,549	14,665,858
营业收入	11,740,406	23,593,356	19,451,384	14,662,300
营业成本	7,751,111	15,344,964	13,133,880	10,113,256
营业税金及附加	841,420	2,184,055	1,612,237	1,247,257
销售费用	329,050	668,066	591,221	388,320
管理费用	314,848	423,304	349,545	282,295
研发费用	2,693	5,626	4,095	3,458
财务费用	328,652	258,173	258,465	239,016
资产减值损失	-	104,784	235,104	6,102
信用减值损失	9,195	15,445	-	-
公允价值变动收益	-795	71,290	19,042	-59



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 1~9 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
投资收益	249,078	370,159	268,975	168,043
其他收益	6,827	4,925	189	147
营业利润	2,424,483	5,040,228	3,559,264	2,554,467
营业外收支净额	17,022	12,844	18,766	17,147
利润总额	2,441,505	5,053,072	3,578,030	2,571,614
所得税费用	608,831	1,297,675	963,116	602,226
净利润	1,832,674	3,755,397	2,614,914	1,969,388
其中：归属于母公司所有者的净利润	1,320,356	2,795,902	1,890,372	1,563,356
少数股东损益	512,318	959,495	724,542	406,032
占营业收入比 (%)				
营业成本	66.02	65.04	67.52	68.97
营业税金及附加	7.17	9.26	8.29	8.51
销售费用	2.80	2.83	3.04	2.65
管理费用	2.68	1.79	1.80	1.93
研发费用	0.02	0.02	0.02	0.02
财务费用	2.80	1.09	1.33	1.63
资产减值损失	-	0.44	1.21	0.04
信用减值损失	0.08	0.07	-	-
公允价值变动收益	-0.01	0.30	0.10	-
投资收益	2.12	1.57	1.38	1.15
其他收益	0.06	0.02	-	-
营业利润	20.65	21.36	18.30	17.42
营业外收支净额	0.14	0.05	0.10	0.12
利润总额	20.80	21.42	18.39	17.54
所得税费用	5.19	5.50	4.95	4.11
净利润	15.61	15.92	13.44	13.43
其中：归属于母公司所有者的净利润	11.25	11.85	9.72	10.66
少数股东损益	4.36	4.07	3.72	2.77
现金流类				
经营性净现金流	-1,815,796	3,915,532	1,189,332	-2,926,142
投资性净现金流	-1,086,155	-1,049,837	-1,345,917	-1,695,072
筹资性净现金流	1,254,207	-283,465	4,649,775	6,738,153



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 1~9 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT	2,864,140	5,513,534	4,030,236	2,920,530
EBITDA	-	5,639,404	4,131,698	2,999,787
总有息债务	30,963,217	27,787,687	26,829,404	20,600,884
毛利率	33.98	34.96	32.48	31.03
营业利润率	20.65	21.36	18.30	17.42
总资产报酬率	2.50	5.34	4.76	4.19
净资产收益率	7.24	16.36	14.02	12.45
资产负债率(%)	77.95	77.79	77.97	77.33
债务资本比率(%)	55.02	54.76	58.99	56.57
长期资产适合率(%)	497.81	450.23	501.92	663.01
流动比率(倍)	1.60	1.56	1.72	1.78
速动比率(倍)	0.56	0.59	0.66	0.57
保守速动比率(倍)	0.19	0.23	0.26	0.19
存货周转天数(天)	2,205.08	1,241.65	1,252.88	1,322.37
应收账款周转天数(天)	4.93	2.94	3.57	4.26
经营性现金净流/流动负债(%)	-2.89	7.50	2.94	-9.52
经营性现金净流/总负债(%)	-2.14	5.35	1.98	-6.58
经营现金流利息保障倍数(倍)	-1.57	2.69	0.85	-2.11
EBIT 利息保障倍数(倍)	2.48	3.78	2.89	2.11
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	3.87	2.97	2.17
现金比率(%)	18.71	23.26	25.50	18.69
现金回笼率(%)	172.52	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-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⁷ = 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数⁸ = 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

⁷ 前三季度取 270 天。

⁸ 前三季度取 270 天。



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）
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+非流动负债）/非流动资产×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
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。