

保利发展控股集团股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0595 号

保利发展控股集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 保利房产 MTN001”、“17 保利房产 MTN002”、“20 保利发展 MTN001”、“20 保利发展 MTN002”、“20 保利发展 MTN003”、“20 保利发展 MTN004”、“20 保利发展 MTN005”、“21 保利发展 MTN001”、“21 保利发展 MTN002”、“21 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN004”、“22 保利 01”、“22 保利 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。维持“17 保利房产 MTN001”、“17 保利房产 MTN002”、“20 保利发展 MTN001”、“20 保利发展 MTN002”、“20 保利发展 MTN003”、“20 保利发展 MTN004”、“20 保利发展 MTN005”、“21 保利发展 MTN001”、“21 保利发展 MTN002”、“21 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN004”、“22 保利 01”、“22 保利 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了雄厚的股东背景及有力的股东支持、行业地位领先，销售规模稳健增长、区域布局合理，土地储备充沛及财务政策稳健，融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险以及合联营项目风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

保利发展	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	10,332.09	12,514.41	13,999.33	14,297.92
所有者权益（亿元）	2,295.22	2,666.99	3,029.14	3,118.84
总负债（亿元）	8,036.87	9,847.42	10,970.19	11,179.08
总债务（亿元）	2,779.04	3,117.50	3,517.54	3,692.20
营业总收入（亿元）	2359.81	2,432.22	2,850.24	335.55
净利润（亿元）	375.54	400.49	371.89	38.65
EBITDA（亿元）	563.94	597.09	577.24	-
经营活动净现金流（亿元）	391.55	151.56	105.51	-398.87
营业毛利率（%）	34.96	32.56	26.78	27.89
净负债率（%）	60.34	62.14	59.54	74.30
总债务/EBITDA（X）	4.93	5.22	6.09	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	3.74	3.21	-

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，因缺乏相关数据 2022 年 1~3 月部分指标无法计算；2、长期债务中包含租赁负债。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产住宅开发(C200100_2019_04)

保利发展控股集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	13,999.33	10
	合同销售金额	10	10
	项目储备	10	10
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	1.46	10
	净利率率(%)*	15.14	10
	存货周转率(X)*	0.27	8
偿债能力(36%)	净负债率(%)	59.54	8
	货币资金/短期债务(X)	2.31	10
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.93	8
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	3.78	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、财务政策、租赁及其他多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **雄厚的股东背景及有力的股东支持。**公司实际控制人中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）监管的大型中央企业之一，也是国务院国资委首批确定的 16 家央企房地产企业之一。公司作为保利集团旗下主要房地产开发平台，可在项目资源及资金安排等方面持续得到有力的股东支持。

■ **行业地位领先，销售规模稳健增长。**跟踪期内，公司销售规模稳健增长，单城贡献过百亿城市进一步增加，城市深耕效果显著，同时公司市场占有率稳居行业前列，保持了领先的行业地位。

■ **区域布局合理，土地储备充沛。**跟踪期内，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，持续优化土地储备资源。截至 2021 年末，公司于全国一百余个城市的项目储备面积充沛，为其未来发展形成保障。

■ **财务政策稳健，融资渠道畅通。**跟踪期内，公司坚持执行稳健的财务政策，财务杠杆处于较低水平，货币资金对短期债务覆盖能力很强；此外，公司与金融机构长期保持良好合作关系，资本市场融资渠道通畅，综合融资成本不断下行。

关注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经逐步调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **合联营项目风险。**近年来房地产企业合作开发项目现象逐渐普遍，公司亦维持了一定规模的合作开发项目，合作对象主要为房地产企业，对公司项目运作及资金管理等方面提出更高水平要求。

评级展望

中诚信国际认为，保利发展控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**行业领先地位发生显著不利变化、现金流平衡能力严重弱化。

评级历史关键信息

保利发展控股集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 保利 02 (AAA)	2022/4/11	蒋旻、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	22 保利 01 (AAA)	2022/4/11	蒋旻、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	21 保利发展 MTN004 (AAA)	2021/10/19	蒋旻、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	21 保利发展 MTN003 (AAA)	2021/10/19	蒋旻、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	21 保利发展 MTN002 (AAA)	2021/7/16	蒋旻、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文
	21 保利发展 MTN001 (AAA)				
	20 保利发展 MTN005 (AAA)				
	20 保利发展 MTN004 (AAA)				
	20 保利发展 MTN003 (AAA)				
	20 保利发展 MTN002 (AAA)				
	20 保利发展 MTN001 (AAA)				
	17 保利房产 MTN002 (AAA)				
	17 保利房产 MTN001 (AAA)				
AAA/稳定	21 保利发展 MTN002 (AAA)	2021/4/12	石旸、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 保利发展 MTN001 (AAA)	2021/3/10	石旸、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	-
AAA/稳定	20 保利发展 MTN005 (AAA)	2020/10/19	石旸、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 保利发展 MTN004 (AAA)	2020/4/14	石旸、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 保利发展 MTN003 (AAA)	2020/04/08	石旸、李昂	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 保利发展 MTN002 (AAA)	2020/03/11	白茹、杨宣、王钰莹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 100100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 保利发展 MTN001 (AAA)	2019/11/11	白茹、李博伦	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 100100 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	17 保利房产 MTN002 (AAA)	2017/9/26	陈言一、白茹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100 2017_03	阅读全文
AAA/稳定	17 保利房产 MTN001 (AAA)	2017/7/19	陈言一、白茹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100 2017_03	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期债务 (X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)
万科企业	6,278	19,386.38	36.37	2.47	0.63	4,527.98	8.41	0.34
华润置地*	3,150	9,498.05	61.75	1.96	-	2,121.08	17.63	0.38
招商蛇口	3,268	8,562.03	36.43	1.80	0.93	1,606.43	9.46	0.31
保利发展	5,349	13,999.33	59.54	2.31	0.93	2,850.24	13.05	0.27

注：“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ；“华润置地”为“华润置地有限公司”简称，证券代码 1109.HK；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称，证券代码 001979.SZ。带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

本期跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 保利房产 MTN001	AAA	AAA	2021/7/16	25	25	2017/10/23~2022/10/23	续期选择权，票面利率选择权，赎回
17 保利房产 MTN002	AAA	AAA	2021/7/16	25	25	2017/11/6~2022/11/6	续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 保利发展 MTN001	AAA	AAA	2021/7/16	9	9	2020/2/24~2023/2/24	续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 保利发展 MTN002	AAA	AAA	2021/7/16	15	15	2020/4/13~2023/4/13	续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 保利发展 MTN003	AAA	AAA	2021/7/16	6	6	2020/4/22~2025/4/25	续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 保利发展 MTN004	AAA	AAA	2021/7/16	15	15	2020/5/27~2023/5/27	续期选择权，票面利率选择权，赎回
20 保利发展 MTN005	AAA	AAA	2021/7/16	20	20	2020/11/19~2023/11/19	-
21 保利发展 MTN001	AAA	AAA	2021/7/16	25	25	2021/3/31~2024/3/31	-
21 保利发展 MTN002	AAA	AAA	2021/7/16	25	25	2021/4/22~2024/4/22	-
21 保利发展 MTN003	AAA	AAA	2021/10/19	30	30	2021/11/5~2024/11/4	-
21 保利发展 MTN004	AAA	AAA	2021/10/19	20	20	2021/11/18~2026/11/17	-
22 保利 01	AAA	AAA	2022/4/11	5	5	2022/4/26~2027/4/21	调整票面利率，回售，赎回
22 保利 02	AAA	AAA	2022/4/11	10	10	2022/4/26~2029/4/21	调整票面利率，回售，赎回

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在存续期内对公司的主体信用状况进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

保利发展控股集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（专项用于并购）（品种一）和保利发展控股集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（专项用于并购）（品种二）（债券简称分别为“22 保利 01”和“22 保利 02”、债券代码分别为“185693.SH”和“185694.SH”）均于 2022 年 4 月 26 日发行，发行规模分别为 5 亿元和 10 亿元，发行票面利率分别为 2.96%和 3.59%，发行年限分别为 3+2 年期和 5+2 年期，其中，“22 保利 01”附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权；“22 保利 02”附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务

业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

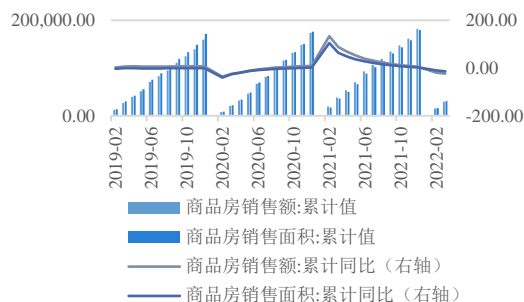
2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3月

全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米¹，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以

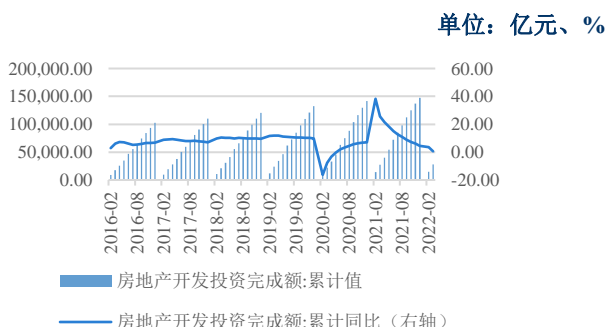
¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021 年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021 年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长 15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3 月，房地产开发投资增速降至 0.7%。房屋新开工面积则自 2021 年 7 月持续回落，2021 年全年同比回落 11.4%。2022 年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至 17.5%。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

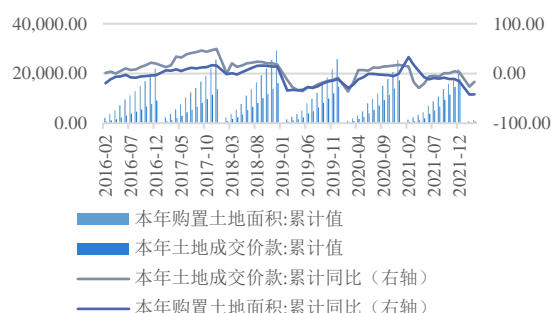
土地投资方面，2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金

实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从 2021 年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5%和同比上升 2.8%。

2022 年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与 2021 年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022 年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 41.8%和 16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来,房地产行业融资政策进一步收紧,尤其在8月“三道红线”出台后,国内贷款增速明显回落。2020年12月末,央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(以下简称“《通知》”),划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平,防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021年以来,在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下,按揭贷款发放进度明显放缓,房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021年2月,自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”,要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争,22座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月,住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》,提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。**此外值得关注的是**,2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵,境内外债券投资者信心较弱,大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大,2021年四季度以来政策端已经逐步调整:从中央层面来看,在坚持“房住不炒”政策导向下,主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整,同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”,房地产税改革试点扩大工作暂缓推进,均向市场释放了积极信号;年内LPR下调及降准也有利于恢复房地产合理融资;

从地方层面来看,各地“因城施策”,从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是,除三、四线城市外,包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。**中诚信国际认为**,相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展,但当前仍处于政策传导期,房地产市场企稳仍有待观察。长期来看,“房住不炒”政策基调并未改变,中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中,各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标,在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

公司治理结构完善,内部控制制度体系健全

截至2022年3月末,公司的控股股东保利南方集团有限公司(以下简称“保利南方”)持有公司37.69%的股权,中国保利集团有限公司(以下简称“保利集团”)持有保利南方100%股权,并直接及间接通过保利南方共计持有保利发展40.49%的股权,公司实际控制人为保利集团,最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司治理方面,公司根据《公司法》和《证券法》等有关规定设立了股东大会、董事会和监事会,建立了各项工作细则,明确了各方的职责权限,公司董事会共9名董事,其中3名独立董事。股东大会是公司的最高权力和决策机构;董事会对股东大会负责,其成员由股东大会选举产生,董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专业委员会;监事会对公司董事、管理层以及公司的日常运营负有监督义务;公司管理层则负责主持日常经营管理工作。公司与控股股东、实际控制人在业务、人员、资产、机构、财务

² 4月11日,苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中,二手房限售期限由5年改为3年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时,社保(个税)由3年内连续缴满24个月改为累计24个月;非苏州户口居民卖房后2年内无需社保或税单可直接购房;4月12日,南京市六合区房产交易

管理中心确认,从当日起,外地户籍购房者,可在南京市六合区限制购买一套住房,凭借户口本、身份证,已婚家庭携带结婚证等证明,即可前往当地开具购房证明。

五方面保持了应有的独立性。

跟踪期内，公司销售规模稳健增长，单城贡献过百亿城市进一步增加，城市深耕效果显著

房地产销售方面，公司持续发力，灵活把握市场节奏，2021年，公司合同销售金额同比增长6.38%，销售面积同比小幅下降2.23%，销售均价同比上升8.81%。根据CRIC发布的《2021年中国房地产企业销售金额排行榜》，公司位列第4位，排位较上年前进一名；此外，公司市场占有率稳中有升，2021年按商品房销售金额计算公司的全国市场占有率达到2.94%，同比上升0.04个百分点，行业领先地位稳固。

从销售区域分布来看，公司核心区域及城市聚焦保持稳定，2021年公司于38个核心城市的销售贡献达到78%，其中，珠三角及长三角地区销售合计超过2,800亿元，合计销售占比达53%，较去年提升1个百分点。从单城表现上来看，公司单城签约过百亿城市有17个，较2020年增加2个，其中，广州、佛山合计实现销售超920亿元，杭州首次突破300亿元，南京、北京超200亿元，东莞、上海、郑州、武汉等超100亿元，城市深耕效果显著。从销售回款率来看，公司回款率稳中有升，2021年同比上升0.2个百分点至93.8%，居于行业高位。另2022年一季度，公司实现销售金额906.95亿元，销售面积553.87万平方米，分别同比下降27.02%和22.89%。

表1：2019~2021年及2022年1~3月公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2019	2020	2021	2022.Q1
销售面积（全口径）	3,123	3,409	3,333	554
销售金额（全口径）	4,618	5,028	5,349	907
销售均价	14,788	14,750	16,049	16,375
结算面积	1,766	2,069	2,198	--
结算金额	2,237	2,264	2,608	--
结算均价	12,667	10,941	11,861	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2021年，公司结算面积和结算金额同比分别增长6.26%和15.18%。从结算区域分布来

看，华南和华东区域对公司的结算贡献占比较大，2021年合计结算金额仍保持在50%以上。

表2：2019~2021年公司结算金额分布情况

单位：%

	2019	2020	2021
华南区域	31.65	29.46	34.45
华东区域	22.99	20.62	17.37
中部区域	13.02	14.03	15.80
华北区域	8.72	11.62	14.27
西部区域	18.58	18.59	12.46
东北区域	4.89	5.43	5.42
海外区域	0.15	0.25	0.23
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目开竣工方面，2021年，公司保持较快的开工节奏，新开工面积同比增长11.35%，竣工面积同比增长5.18%。另2022年一季度受全国多地疫情反复的影响，公司新开工面积同比下降41.29%，竣工面积同比下降2.28%。

表3：2019~2021年及2022年1~3月公司开竣工情况

单位：万平方米

	2019	2020	2021	2022.3
新开工面积	4,983	4,630	5,155	607
竣工面积	2,981	3,986	4,193	471

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，重点补仓珠三角、长三角区域，期末项目储备充沛，对其未来发展形成保障

2021年，由于房地产销售和土地市场出现一定波动，公司新增土地储备面积及拿地金额分别同比下降14.56%和21.08%。拿地区域方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，重点补仓珠三角、长三角区域，上述区域拓展金额合计占比54%，较上年提升7个百分点。同年，公司灵活把握投资节奏，在供地热度下降时加大投资力度，公司新增储备项目平均楼面地价同比下降7.67%至6,821元/平方米。另2022年一季度，公司新增土地容积率面积较上年同期下降76.08%，由于拿地进一步聚焦38个核心城市，新增土地总地价较上年同期下降

24.56%，新增土地总地价与同期销售金额比重为37.60%，投资力度保持相对稳健。同期，公司新增土地楼面均价大幅提升至17,577元/平方米，主要系公司加强在38个核心城市的布局所致。

表 4：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2019	2020	2021	2022.3
新拓展项目	127	146	145	14
新增土地容积率面积	2,680	3,186	2,722	194
新增土地总地价	1,555	2,353	1,857	341
新增土地楼面均价	5,802	7,388	6,821	17,577

注：公司房地产开发及销售相关指标包括合联营项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，公司于全国一百余个城市的储备建筑面积³为18,064.15万平方米，其中，公司储备建筑面积规模排名前五的城市为广州、佛山、武汉、成都和长沙，上述城市储备建筑面积合计占比为24.21%，公司项目储备面积充沛。

物业服务、商业运营等其他业务规模持续扩大，可对公司业绩形成一定补充

物业服务方面，该业务主要由保利物业服务股份有限公司（以下简称“保利物业”）运营。截至2021年末，保利物业在管面积达4.65亿平方米，合同面积达6.56亿平方米，合同管理项目2,428个。全年实现营业收入107.8亿元，同比增长34.2%。根据中国指数研究院2022年的综合实力排名，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第三。商业运营管理板块方面，截至2021年末，公司已开业购物中心35个，在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等38个城市，开业面积247.5万平方米。酒店管理方面，截至2021年末，公司已开业酒店、会议中心20个，客房数近5,000间。租赁租房方面，公司积极践行国家战略，继续布局租赁租房市场，截至2021年末，在营长租公寓项目43个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。不动产金融方面，公司基金累计管理规模超1,700亿元，其中信保基

³ 储备建筑面积=总建筑面积-累计签约面积，包含不计容面积及自持物业。

金、保利资本均获《中国房地产金融》2021年度“中国最具实力房地产基金TOP10”。

财务分析

以下分析基于经立信国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2019年审计报告及经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2020~2021年审计报告及未经审计的2022年1~3月财务报告。公司财务报表均依照新会计准则进行编制，均为合并口径数据，2019年财务数据为2020年审计报告期初数，2020年财务数据为2021年审计报告期初数，2021年财务数据为2021年审计报告期末数，2022年一季度财务数据为2022年一季报期末数。

跟踪期内，公司营业毛利率水平进一步下滑，各项盈利指标表现均有不同程度弱化，但考虑到当前行业下行背景，公司整体盈利能力仍处于同行业较好水平

2021年，公司营业收入在房地产销售收入和其他业务收入共同带动下同比增长17.19%。同期，行业整体初始获利空间缩窄，公司高地价项目结转占比增长，公司房地产销售板块的毛利率同比下滑6.35个百分点；同时，公司不断增强其他板块业务能力，当年其他业务毛利率同比增加2.79个百分点；整体而言，2021年公司整体毛利率同比下降5.78个百分点。另2022年一季度，受益于房地产项目竣工交楼结转收入增加，公司实现营业收入同比增长33.84%至335.37亿元，；毛利率同比下滑7.49个百分点至27.89%，未来随着高地价项目的陆续结转，毛利率或仍将承压。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
房地产销售	2,237.31	2,263.80	2,607.67
其他业务	122.02	167.29	241.66
营业收入	2,359.34	2,431.09	2,849.33
毛利率	2019	2020	2021
房地产销售	35.38	33.48	27.13

其他业务	27.34	20.16	22.95
营业毛利率	34.96	32.56	26.78

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着业务的不断发展，公司期间费用有所上升。细分来看，公司加大房地产营销力度，销售现场费、代理费增长，销售费用同比上升 7.38%；随着管理规模的扩大，管理费用（含研发费用）同比增加 23.04%；财务费用方面，由于汇兑净收益减少，财务费用同比提升 7.20%。公司整体期间费用增速低于营业收入增速，期间费用率同比下降 0.23 个百分点至 6.19%，公司期间费用控制能力保持在较好水平。

跟踪期内公司高地价项目结转规模增长，公司经营业务利润同比下降 4.52%。随着合作项目增加并逐步进入结转期，公司投资收益同比增长 1.14%。2021 年公司资产减值损失为-0.95 亿元，主要系对绍兴保利房地产开发有限公司、合肥和旭房地产有限公司和江苏保利宁恒房地产开发有限公司分别转回存货跌价准备 0.84 亿元、0.20 亿元和 0.01 亿元。从盈利指标来看，2021 年公司 EBITDA 利润率、净利润率和净资产收益率分别同比下降 4.30 个百分点、3.42 个百分点和 3.08 个百分点，各项盈利指标均有不同程度下滑，但考虑到行业下行背景，公司盈利能力仍处于同行业较好水平。另 2022 年一季度公司经营业务利润同比增长 13.73%，受合作项目结转节奏的影响，公司投资收益同比大幅下降 84.64%，净利润同比小幅增长 0.71%。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	66.81	68.77	73.84	10.54
管理费用（含研发费用）	42.89	55.83	68.70	10.90
财务费用	25.82	31.59	33.86	8.23
期间费用率（%）	5.74	6.42	6.19	8.84
经营业务利润	471.88	453.03	432.55	49.85
资产减值损失	10.48	-8.49	-0.95	0.00
信用减值损失	1.54	0.71	1.53	0.04
公允价值变动收益	7.13	0.53	2.46	-0.07
投资收益	37.02	61.41	62.11	1.07

营业外损益	1.28	2.73	3.65	0.45
利润总额	505.31	525.39	500.35	51.35
EBITDA	563.94	597.09	577.24	--
EBITDA 利润率	23.90	24.55	20.25	--
净利润	375.54	400.49	371.89	38.65
净利润率（%）	15.91	16.47	13.05	11.52
净资产收益率（%）	18.05	16.14	13.06	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着经营规模的扩大，公司资产规模及负债规模保持增长，债务规模有所上升，但债务期限结构良好，财务杠杆水平有所降低

2021 年末，随着业务规模的扩大，公司资产总额同比增长 11.87%。具体来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，随着公司补充项目资源及开发投入，存货规模同比增长 9.20%，呈稳步上升态势；受益于公司销售规模的扩张以及稳中有升的销售回款率，公司货币资金同比增长 17.37%，2021 年末受限的货币资金为 11.24 亿元，受限规模较小；公司其他应收款主要由公司对合联营公司的往来款、子公司合作方股东往来款以及押金、保证金和代垫款等项目构成，随着联合营企业投资逐步增加，2021 年末公司其他应收款同比增长 3.00%。公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。其中，投资性房地产主要包括写字楼、酒店和购物中心等，以成本模式进行计量，2021 年末投资性房地产规模同比上升 28.26%；公司长期股权投资同比增长 31.07%，主要系对联合营企业追加投资及在权益法下确认的投资收益有所增加。另截至 2022 年 3 月末，公司总资产规模较期初小幅上升，其中，受签约销售规模下降的影响，公司货币资金较期初下降 19.78%；2022 年一季度公司保持一定的拿地力度，期末存货较期初小幅增长 6.24%。

跟踪期内，公司负债总额亦呈增长态势，2021 年末同比增长 11.40%，负债主要由预收款项、有息债务和其他应付款构成。其中随着销售规模的稳步扩张，公司预收款项同比增长 13.74%；公司经营规模有所拓展，融资需求亦随之增长，债务规模同比

增长 12.83%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.27 倍，债务期限结构比较健康；公司其他应付款主要由应付合作方往来款、联营合营企业及其他关联方往来款和保证金构成，2021 年末同比增加 4.90%。另截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较年初小幅增长，其中债务规模较期初小幅提升 4.97%，主要系增加开发贷的支取所致；同期末，其他应付款较期初下降 9.37%。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成。其中未分配利润同比增长 13.56%。受合作开发项目增多的影响，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益同比提升 24.24%。此外，公司永续债规模有所下降，2021 年末为 186.80 亿元，同比减少 7.43%。另截至 2022 年 3 月末，公司少数股东权益较期初小幅增加 6.14%；永续债规模保持不变。

公司规模平稳扩张的同时，财务杠杆亦有所降低，2021 年末，公司净负债率同比下降 2.60 个百分点至 59.54%。另截至 2022 年 3 月末，受货币资金减少且债务规模小幅增长的影响，公司净负债率较期初提升 14.76 个百分点至 74.30%。

表 7：近年来公司主要资产负债表及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	10,332.09	12,514.41	13,999.33	14,297.92
流动资产	9369.22	11,362.37	12,473.42	12,745.91
货币资金	1,394.19	1,460.19	1,713.84	1,374.82
其他应收款	1,331.25	1,532.46	1,578.49	1,558.99
存货	5,840.01	7,414.75	8,096.56	8,601.91
非流动资产	962.87	1,152.04	1,525.91	1,552.01
投资性房地产	195.10	212.82	272.95	264.02
长期股权投资	590.46	725.50	950.89	973.96
总负债	8,036.87	9,847.42	10,970.19	11,179.08
其他应付款	1,000.58	1,405.25	1,474.14	1,335.97
预收款项（合同负债）	3,287.50	3,664.99	4,168.69	4,373.72
短期债务	742.87	794.95	741.44	723.52
长期债务	2,036.17	2,322.55	2,776.10	2,968.68
总债务	2,779.04	3,117.50	3,517.54	3,692.20
所有者权益	2,295.22	2,666.99	3,029.14	3,118.84
未分配利润	1,063.08	1,244.30	1,410.52	1,435.76
少数股东权益	735.00	864.07	1,073.54	1,139.45
永续债	156.80	201.80	186.80	186.80

资产负债率	77.79	78.69	78.36	78.19
净负债率	60.34	62.14	59.54	74.30

注：2019 年、2020 年、2021 年及 2022 年 3 月末的合同负债纳入预收款项分析

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产占总资产的比重较高，存货周转速度有所回升，整体资产流动性较强

2022 年 3 月末，公司流动资产占总资产的比重为 89.15%。其中货币资金、存货及其他应收款合计占流动资产比重达 90.51%。

表 8：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	90.68	90.79	89.10	89.15
存货/流动资产	62.33	65.26	64.91	67.49
货币资金/流动资产	14.88	12.85	13.74	10.79
其他应收款/流动资产	14.21	13.49	12.65	12.23
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	91.42	91.60	91.31	90.51
开发产品	528.77	674.43	1,009.46	--
开发产品/存货	9.05	9.10	12.47	--
开发成本	5,311.05	6,739.30	7,081.11	--
开发成本/存货	90.94	90.89	87.46	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，受限比例较低，2021 年末货币资金中受限货币资金占比仅为 0.66%，可动用资金较为充足。

公司其他应收款主要由公司对合联营公司的往来款、子公司合作方股东往来款以及押金、保证金和代垫款等项目构成。

公司存货主要由开发产品和开发成本构成，跟踪期内，公司开发产品规模有所增长，其中期末账面价值大于 10 亿元的项目有 18 个，主要位于一二线核心城市，大部分项目竣工时间为 2021 年，部分项目分期竣工亦被分类为开发产品，整体而言，公司开发产品占比较小，去化压力不大；2021 年公司较好地把控销售节奏，存货周转率和总资产周转率均较上年有所提升。

表 9：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.29	0.25	0.27

总资产周转率（次/年）	0.25	0.21	0.22
-------------	------	------	------

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司货币资金可对短期债务提供充足的保障，销售回款维持在较高水平，对总债务的保障力度较强

跟踪期内，公司总债务规模持续上升，截至 2022 年 3 月末，短期债务在总债务中占比为 19.94%，较 2021 年末进一步下降 1.14 个百分点，债务期限结构比较健康；从融资来源来看，公司债务主要来自于银行借款和债券融资。2021 年公司息负债综合融资成本约 4.46%，融资成本进一步下降 0.31 个百分点。

跟踪期内，公司的签约销售规模稳步增长，2021 年回款率为 93.8%，同比提升 0.2 个百分点，保持在较高水平，受益于此，年内公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 17.32%，公司经营活动净现金流仍保持净流入状态，但由于公司项目投资支出增加，2021 年公司经营活动净现金流金额大幅下降 30.38%，对总债务的覆盖度有所降低。因对不并表公司的投资支出增加，公司投资活动产生的现金流净额有所减少。由于融资规模增加以及合作方投入增加，公司筹资活动产生的现金流净额大幅增加，并由净流出转成净流入状态。跟踪期内，公司货币资金规模稳步增长，对短期债务的覆盖能力较好。此外，2021 年公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金保持较好水平，回款对其债务形成良好支撑。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	391.55	151.56	105.51	-398.87
销售商品、提供劳务收到的现金	2,820.39	3,229.86	3,789.25	569.86
投资活动净现金流	-104.98	-69.27	-199.87	-24.95
筹资活动净现金流	-28.35	-18.78	344.58	106.31
货币资金/短期债务	1.88	1.84	2.31	1.90
总债务	2,779.04	3,117.50	3,517.54	3,628.67
短期债务/总债务	26.73	25.50	21.08	19.94
总债务/EBITDA	4.93	5.22	6.09	--
经营活动净现金流/总债务	0.14	0.05	0.03	--

总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.99	0.97	0.93	--
--------------------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司流动性提供支持，此外，公司受限资产比例低，或有负债风险低

截至 2021 年末公司共获得银行授信额度 5,390 亿元，其中未使用额度为 2,610 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 1,254.89 亿元，其中受限货币资金、存货、固定资产和投资性房地产账面价值分别为 11.24 亿元、1,132.30 亿元、10.70 亿元和 100.65 亿元。受限资产占当期末总资产的 8.96%，受限比例较低。

截至 2021 年末，公司对外担保（不含子公司）担保余额为人民币 188.50 亿元，占净资产的比重为 6.22%，主要担保对象为合作开发项目的联合营公司，或有负债风险较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 26 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

房地产开发是保利集团的主业之一，保利发展系保利集团房地产业务的主要平台和载体，在资金支持、资源获取和品牌共享等方面都可获得保利集团的支持

公司实际控制人保利集团是直属于国务院国资委的大型央企，也是十六家以房地产为主业的央企之一，具有经国家批准的军品进出口贸易资质，目前已形成国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及相关业务为主业的多元发展格局，业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 多个城市，具有极强的综合实力。保利集团旗下控股 6

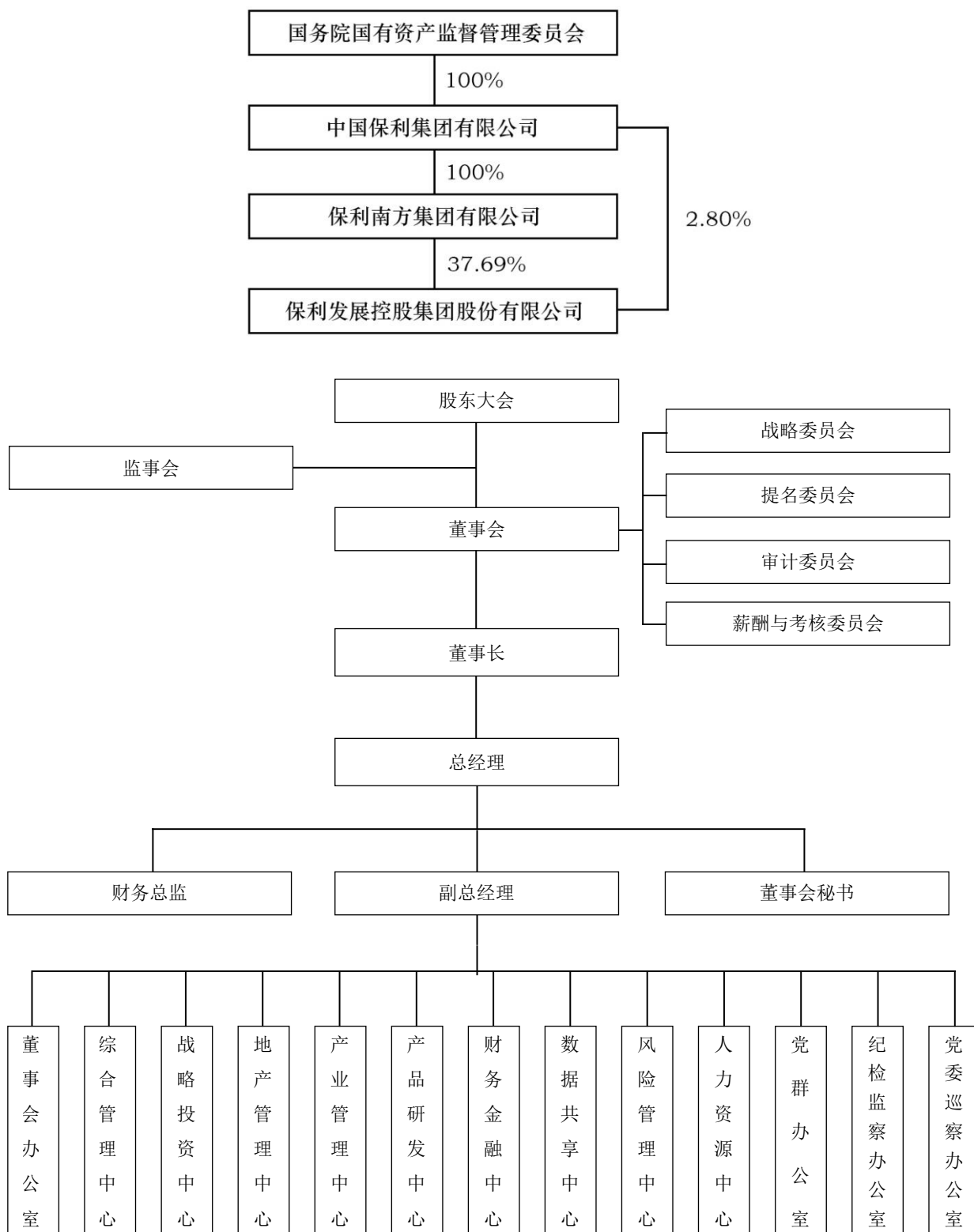
家上市公司，分别是保利发展（600048.SH）、保利联合（002037.SZ）、中国海诚（002116.SZ）、保利置业集团（00119.HK）、保利文化（03636.HK）、保利物业（06049.HK）。截至 2021 年末，保利集团总资产为 17,401.57 亿元，所有者权益合计 3,747.73 亿元，资产负债率为 78.46%；2021 年保利集团营业总收入为 4,451.17 亿元，净利润为 415.42 亿元。

资金支持方面，保利集团通过财务公司借贷等方式给予公司资金支持；品牌共享方面，借助保利集团的品牌和社会影响力有利于公司快速扩张；此外，由于保利集团有较高的信誉度，可在项目合作方面促进公司房地产业务的发展。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持保利发展控股集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。维持“17 保利房产 MTN001”、“17 保利房产 MTN002”、“20 保利发展 MTN001”、“20 保利发展 MTN002”、“20 保利发展 MTN003”、“20 保利发展 MTN004”、“20 保利发展 MTN005”、“21 保利发展 MTN001”、“21 保利发展 MTN002”、“21 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN004”、“22 保利 01”、“22 保利 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：保利发展控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：保利发展控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	13,941,943.31	14,601,854.57	17,138,445.60	13,748,245.98
其他应收款	13,312,481.41	15,324,555.09	15,784,867.31	15,589,870.28
存货净额	58,400,143.50	74,147,538.37	80,965,646.27	86,019,078.31
长期投资	5,904,625.59	7,254,988.54	9,508,937.93	9,739,615.75
固定资产	747,197.16	766,195.58	1,127,520.68	1,120,160.32
在建工程	49,526.77	54,646.25	57,106.37	56,664.00
无形资产	38,924.29	42,976.68	40,416.42	40,401.49
投资性房地产	1,950,963.37	2,128,150.44	2,729,465.95	2,640,186.38
总资产	103,320,871.96	125,144,099.39	139,993,305.29	142,979,217.10
预收款项	32,874,963.08	36,649,928.39	41,686,862.00	43,737,191.29
其他应付款	10,005,803.43	14,052,458.35	14,741,385.21	13,359,703.07
短期债务	7,428,668.30	7,949,514.74	7,414,431.89	7,235,162.97
长期债务	20,361,746.69	23,225,498.40	27,760,955.51	29,686,844.63
总债务	27,790,414.99	31,175,013.13	35,175,387.40	36,922,007.60
净债务	13,848,471.67	16,573,158.56	18,036,941.80	23,173,761.62
总负债	80,368,671.10	98,474,154.30	109,701,859.14	111,790,781.35
费用化利息支出	460,461.97	587,039.78	558,338.14	--
资本化利息支出	997,146.35	1,008,294.46	1,241,171.96	--
所有者权益（含少数股东权益）	22,952,200.86	26,669,945.10	30,291,446.14	31,188,435.74
营业总收入	23,598,103.57	24,322,247.61	28,502,410.42	3,355,497.75
经营性业务利润	4,718,839.89	4,530,315.87	4,325,494.44	498,483.60
投资收益	370,158.67	614,142.14	621,115.34	10,733.87
净利润	3,755,396.62	4,004,928.72	3,718,947.58	386,517.92
EBIT	5,513,533.54	5,840,986.68	5,561,834.34	--
EBITDA	5,639,404.33	5,970,912.25	5,772,381.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	28,203,877.24	32,298,598.21	37,892,450.93	5,698,647.55
经营活动产生现金净流量	3,915,531.57	1,515,589.53	1,055,121.72	-3,988,687.64
投资活动产生现金净流量	-1,049,837.49	-692,744.90	-1,998,658.27	-249,463.35
筹资活动产生现金净流量	-283,465.11	-187,793.71	3,445,777.99	1,063,141.28
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	34.96	32.56	26.78	27.89
期间费用率（%）	5.74	6.42	6.19	8.84
EBITDA 利润率（%）	23.90	24.55	20.25	--
净利润率（%）	15.91	16.47	13.05	11.52
净资产收益率（%）	18.05	16.14	13.06	5.03
存货周转率(X)	0.29	0.25	0.27	--
资产负债率（%）	77.79	78.69	78.36	78.19
总资本化比率（%）	54.77	53.89	53.73	54.21
净负债率（%）	60.34	62.14	59.54	74.30
短期债务/总债务（%）	26.73	25.50	21.08	19.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.05	0.03	-0.43
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	0.19	0.14	-2.21
经营活动净现金/利息支出（X）	2.69	0.95	0.59	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.99	0.97	0.93	1.62*
总债务/EBITDA（X）	4.93	5.22	6.09	--
EBITDA/短期债务（X）	0.76	0.75	0.78	--
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	3.74	3.21	--
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.47	4.29	3.78	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告整理；2、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；3、长期债务中包含租赁负债；4、2022 年一季度带*指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
总债务	=长期债务+短期债务
净债务	=总债务-货币资金
净负债率	=净债务/所有者权益合计
资产负债率	=负债总额/资产总额
总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业总收入
资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
流动比率	=流动资产/流动负债
速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。