



# 保利置业集团有限公司

## 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230269D-02

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 2 月 10 日

<b>发行人</b>	保利置业集团有限公司	
<b>本期债项评级结果</b>	保利置业集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）	AAA
	保利置业集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）	AAA
<b>发行要素</b>	本期发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），分为两个品种，其中品种一债券期限为 3+2 年，品种二债券期限为 5+2 年，募集资金拟用于偿还有息债务及补充流动资金。	
<b>评级观点</b>	<p>中诚信国际肯定了公司实际控制方中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）雄厚的股东背景、公司丰富的房地产开发经验及较高的品牌影响力以及土地储备充沛等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险、西南及其他经济、产业、人口支撑相对偏弱区域的项目存在去化压力以及公司财务杠杆比率偏高等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。</p>	

#### 正面

- 实际控制方保利集团综合实力雄厚，可为公司提供业务资源及资金支持
- 丰富的房地产开发经验及较强的品牌影响力
- 土地储备充沛，可为未来经营业绩的保持提供有力支撑

#### 关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 在行业下行背景下，公司位于西南及其他经济、产业、人口支撑相对偏弱区域的项目存在去化压力
- 财务杠杆比率保持较高水平

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

## 财务概况

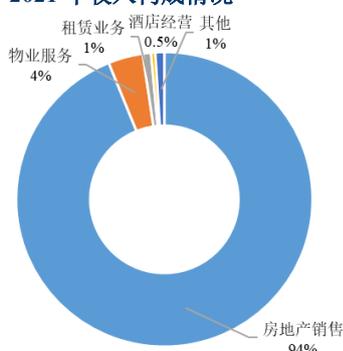
保利置业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
资产总计（亿元）	1,121.23	1,395.43	1,619.47	1,689.37
所有者权益合计（亿元）	125.78	149.82	203.91	239.83
负债合计（亿元）	995.45	1,245.62	1,415.56	1,449.54
总债务（亿元）	456.25	559.01	564.32	621.47
营业总收入（亿元）	243.68	247.70	279.89	187.43
净利润（亿元）	3.16	21.41	22.38	18.40
EBITDA（亿元）	24.76	38.34	43.18	33.03
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.69	-8.15	-32.43	-131.72
营业毛利率（%）	28.79	33.79	32.80	29.03
净负债率（%）	173.67	172.19	142.84	175.89
总债务/EBITDA（X）	18.43	14.58	13.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.01	1.26	1.45	1.52

注：1、中诚信国际根据公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度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 2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年三季度财务报告整理。其中，2019 年及 2020 年财务数据为 2020 年及 2021 年财务报表期初数，2021 年财务数据为 2021 年财务报表期末数。因缺乏相关数据 2022 年 1~9 月部分指标无法计算。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、短期债务中包含一年内到期的租赁负债，长期债务中包含租赁负债。

## 发行人概况

保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业”或“公司”）原名保利旅游投资有限责任公司，成立于 2001 年 5 月。2018 年 6 月 20 日保利发展控股集团股份有限公司（原“保利房地产（集团）股份有限公司”，以下简称“保利发展”）完成收购保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业（香港）”，股票代码 00119.HK）母公司保利（香港）控股有限公司（以下简称“保利香港控股”）50%的股权，保利集团和保利发展各持有保利香港控股 50%股权<sup>1</sup>，保利香港控股持有保利置业（香港）41.45%股份。公司作为保利置业（香港）在境内主要的房地产投资运营主体，承担了保利置业（香港）在中国内地大多数的房地产开发业务，目前公司项目已拓展至上海、广州、深圳、武汉、苏州、贵阳及南宁等二十余个城市，近三年其销售金额占保利置业（香港）销售金额的比重在 80%以上，2021 年公司实现营业总收入 279.89 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2022 年 9 月末，保利（香港）房地产发展有限公司（以下简称“保利香港发展”）和保利（香港）房地产开发有限公司（以下简称“保利香港开发”）分别持有公司 96.30%和 3.70%的股权。保利置业（香港）持有保利香港发展和保利香港开发 100%股权。保利集团和保利发展各持有保利置业（香港）母公司保利香港控股 50%股权，公司实际控制人为保利集团，最终实际控制人为国务院国资委。

## 本期债券概况

公司债券注册额度为不超过 50 亿元（含 50 亿元），本期发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），分为两个品种，其中品种一债券期限为 3+2 年，品种二债券期限为 5+2 年，本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟将 13.20 亿元用于偿还有息债务，6.80 亿元用于补充流动资金。

**含权发行条款：**发行人调整票面利率选择权、投资人回售选择权。

若本期债券发行规模为 20 亿元，公司总债务规模将小幅增长 3.22%至 641.47 亿元<sup>3</sup>，短期债务占比将小幅下降 0.86 个百分点至 26.73%，货币资金将增加 9.71%至 225.90 亿元，现金短债比将有所

<sup>1</sup> 截至 2022 年 9 月末，保利集团和保利发展各持有保利（香港）控股有限公司 50%股权，保利（香港）控股有限公司持有保利置业 41.45%股份，保利置业由保利集团并表。

<sup>2</sup> 截至 2022 年 9 月末，保利香港控股持有保利置业（香港）41.45%股份。

<sup>3</sup> 此处同比分析基于 2022 年三季度度报告数据，下同。

优化。

## 发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，部分房企信用风险事件发酵导致 2022 年以来商品房销售持续低迷，且短期内仍面临一定下行压力；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；虽然房地产政策边际好转，但市场企稳仍有待观察，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。

受房地产调控政策的影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，2021 年房地产销售额和销售面积呈倒“V”态势。2022 年以来，房地产市场景气度持续低迷，1~12 月全国商品房销售面积及销售面积分别同比回落 24.3%和 26.7%。2022 年前三季度，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房企开发投资力度减弱、拿地意愿不足，预计在销售回暖前房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续。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；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。

中诚信国际认为，公司具备很强的规模优势，整体经营稳健度适中，在当前较为低迷的房地产市场环境下，需对部分市场支撑不足地区的项目去化压力保持关注。

*依托“保利”品牌支持，公司积累了丰富的房地产开发经验和品牌影响力，具有很强的规模优势；2022 年前三季度受行业下行影响，公司销售业绩下滑。*

公司依托“保利”品牌支持，积累了较为丰富的房地产开发经验和较强的品牌影响力，成功打造了保利天琴宇、保利翡翠山和翡丽甲第等项目。从项目运作情况看，近年来开工节奏较为稳定，新开工面积始终大于当期对应的竣工面积。2022 年 1~9 月，公司调整开发节奏，新开工面积下降，同期竣工面积达到近年峰值。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2019	2020	2021	2022.1~9
新开工面积	417	378	492	125
竣工面积	304	314	309	319

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来公司销售金额及销售面积均持续增长，销售均价较为稳定，2020 年由于西南区域销售占比提高，当年销售均价略低于其他年份水平。权益比例方面，公司权益销售金额占比持续上升，近三年分别为 65.55%、73.50%和 76.02%，权益销售比例较高。2022 年 1~10 月，公司上市股东保利置业（香港）全口径签约销售金额及签约销售面积 370 亿元和 189.4 万平方米，同比分别下降 17.78%和 23.57%；此外，公司 2022 年前三季度销售的项目中权益占比下降至 65.92%。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2019	2020	2021	2022.1~9
销售面积（全口径）	209	263	285	145
销售金额（全口径）	357	434	513	267
销售均价（全口径）	17,081	16,502	17,990	18,410
销售金额（权益口径）	234	319	390	176

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，目前公司主要布局全国二十余个城市，主要来自长三角区域和珠三角区域，2021 年长三角区域贡献签约销售金额占比为 33.19%，主要来自于上海、宁波、苏州和杭州等城市；珠三角区域贡献签约销售金额占比为 25.87%，主要来自于广州、深圳、佛山和惠州等城市。2021 年公司西南区域的销售占比同比下滑 11.30 个百分点至 17.03%，主要贡献城市包括南宁、昆明和贵阳。公司其他区域销售金额占比为 23.91%，其他区域的贡献城市包括哈尔滨、济南、武汉、威海等。2022 年 1~9 月，公司销售金额贡献 Top10 城市进一步向长三角区域集中，其销售金额占比约 46.31%，珠三角区域、西南区域和其他区域的销售贡献较为接近，销售金额占比分别为 19.36%、16.55%和 17.78%。

表 3：2021 年及 2022 年 1~9 月销售金额前十大城市分布情况（亿元）

排名	城市	2021 年		2022 年 1~9 月		
		销售金额	销售金额占比	城市	销售金额	销售金额占比
1	广州	64.51	12.57%	苏州	88.15	32.99%
2	南宁	49.72	9.69%	广州	28.68	10.73%
3	上海	47.79	9.31%	南宁	26.94	10.08%
4	宁波	46.90	9.14%	济南	26.64	9.97%
5	苏州	43.62	8.50%	上海	15.63	5.85%
6	深圳	41.58	8.10%	深圳	12.79	4.78%
7	济南	39.72	7.74%	宁波	11.65	4.36%
8	哈尔滨	33.90	6.60%	昆明	8.94	3.35%
9	佛山	26.09	5.08%	佛山	7.65	2.86%
10	昆明	21.90	4.27%	哈尔滨	6.85	2.56%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

*公司在长三角和珠三角的储备项目可为其未来发展提供保障，但其于广西、贵州、云南等地区的土地储备较大且近年市场表现欠佳，在当前较为低迷的房地产市场环境下，需关注其后续的销售去化情况。*

截至 2022 年 9 月末，公司土地储备面积<sup>4</sup>为 1,088.29 万平方米，从区域分布来看，长三角、珠三角的土地储备建筑面积占比分别为 12.71%和 22.39%，为公司未来发展奠定一定基础；另一方面，以遵义、南宁、贵阳、柳州为代表的西南区域土地储备建筑面积占比 35.20%，上述区域近年市场表现欠佳，公司于 2019 年~2021 年期间已对上述区域内项目计提了较大规模的减值准备。此外，公司在以济南、武汉为代表的其他区域土地储备建筑面积占比 29.71%，在当前较为低迷的房地产市场环境下，需关注公司位于西南及其他经济、产业、人口支撑相对偏弱区域的项目去化压力。

表 4：截至 2022 年 9 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米）

地区	期末剩余可售面积	面积占比
遵义	158.90	14.60%

<sup>4</sup>土地储备面积为已竣工未售面积、在建未售面积和拟建面积之和

济南	135.06	12.41%
深圳	117.51	10.80%
武汉	112.80	10.37%
广州	92.17	8.47%
苏州	83.86	7.71%
南宁	76.90	7.07%
贵阳	65.05	5.98%
昆明	63.39	5.82%
佛山	33.97	3.12%
上海	27.66	2.54%
其他	121.02	11.12%
<b>总计</b>	<b>1,088.29</b>	<b>100.00%</b>

注：其他城市包括哈尔滨、柳州、威海、常州、烟台等 11 个城市

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司近年来投资策略偏激进，2021 年以来拓展的新项目向高能级城市集中；此外，公司融资渠道顺畅、融资成本较低，整体经营稳健度适中。**

土地储备方面，公司以长三角和珠三角地区为主要战略点，近年来公司新获取项目力度整体保持较大规模，获取新项目建筑面积逐年下降，但由于 2021 年新增项目的城市等级有所提高，当年土地支出及新增项目楼面地价均有提升。2019~2021 年，公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 93.56%、59.68%和 68.81%，为匹配公司近年提出的发展战略，其近年土地投资策略偏激进。从区域分布看，2021 年公司新获取项目分别位于苏州、深圳、广州、济南、宁波、贵阳、常州、佛山、上海，建筑面积占比分别为 22.71%、16.62%、14.63%、14.54%、8.75%、8.28%、6.29%、5.79%和 2.38%。2022 年 1~9 月公司投资力度下降，新获取项目进一步向高能级城市集中，当年新增 6 个项目分别位于上海、苏州、深圳和济南，土地成本保持在合理水平。

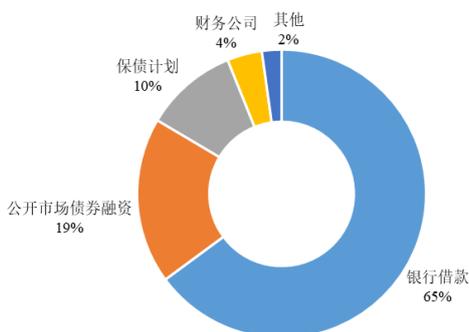
**表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）**

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
新增项目个数	13	21	19	6
新增土地储备建筑面积（全口径）	538	425	361	94
新增土地储备金额（全口径）	334	259	353	88
新增土地储备楼面地价（全口径）	10,624	8,351	14,850	12,995

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

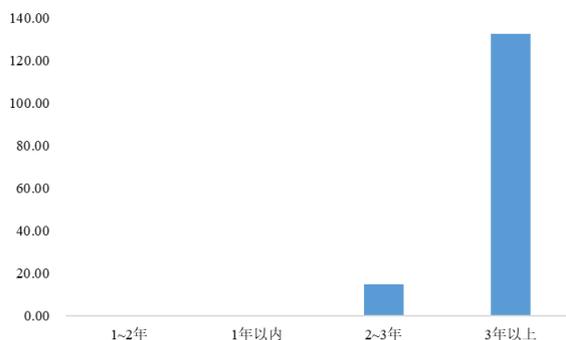
融资渠道方面，公司以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为公司重要的融资手段，多元化融资方式有助于公司优化债务结构、降低融资成本。截至 2022 年 9 月末公司共获得银行授信额度 797.01 亿元，其中未使用额度为 263.51 亿元，此外，保利集团财务公司在资金方面亦对公司提供一定支持，整体财务弹性较好。信用债期限结构方面，截至 2022 年 9 月末，公司无 2 年内到期的信用债，短期信用债到期压力很小。

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司信用债期限结构（单位：亿元）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**公司持有的办公物业和酒店区位优势突出，可对公司收入和现金流形成较好补充。**

公司投资物业主要位于上海、深圳和武汉，从运营情况来看，2021 年深圳保利文化广场出租率为 100%，上海保利广场的出租率为 78%，武汉保利广场出租率为 75%。2022 年前三季度受疫情影响，武汉保利广场出租率下降至 58%。酒店物业方面，2021 年上海嘉定凯悦酒店、武汉保利大酒店和佛山保利假日酒店的入住率分别为 64%、51%和 33%，2022 年以来疫情管控加强，上述三个酒店的入住率均有所下降。物业管理方面，公司旗下物业管理公司业务涉及住宅、商业、办公楼、城市综合体、酒店、剧院、文化广场等多种类型的物业经营管理服务，在全国物业管理行业中位居前列。

表 6：公司持有物业出租情况（万平方米、亿元）

项目名称	区域	业态	截至 2022 年 9 月末出租面积	2021 年租金收入	2022 年 1-9 月租金收入
<b>投资物业</b>					
上海保利广场	上海	办公	3.0	0.74	0.40
深圳保利文化广场	上海	商业	13.5	0.98	0.61
武汉保利广场	上海	办公	5.6	0.67	0.40
<b>酒店</b>					
湖北保利大酒店	上海	酒店	2.8	0.49	0.26
上海嘉定凯悦酒店	上海	酒店	6.9	0.89	0.49
佛山保利假日酒店	上海	酒店	3.1	0.40	0.27
<b>合计</b>	--	--	<b>34.90</b>	<b>4.17</b>	<b>2.43</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，保利置业收入结转规模持续增长，营业毛利率维持较好水平，减值损失对利润形成较大侵蚀，整体盈利能力尚可。公司存货构成中开发产品余额较大，竣工项目的去化情况有待持续关注；总债务规模持续增长，财务杠杆保持较高水平，财务结构稳健性有待改善。同时，公司盈利获现对债务本息的保障能力存在一定可优化空间。

随着公司业务规模的扩张，其收入结转规模持续增长，营业毛利率维持较好水平，近年来减值损失对利润形成较大侵蚀，整体盈利能力尚可。

得益于公司业务规模的快速扩张，近年来其收入规模持续增长；同时，受项目结转节奏及区域分布影响，公司营业毛利率整体有所提升，其中，2020 年结转了广西领秀前城和黑龙江保利城等高盈利空间项目，毛利率提升较多。2022 年前三季度，公司房地产项目竣工交楼节奏大幅加快，当期实现营业收入同比大幅增长，此外，由于当期结转了盈利空间相对较低的深圳保利花园项目，导致当期毛利率出现下滑，但整体毛利率水平仍处于行业较好水平。

期间费用方面，公司近年管理费用保持相对平稳；随着销售规模的扩大，销售费用整体有所上升；在公司利息支出资本化较多的影响下，财务费用稳步下降，综合来看，公司期间费用整体控制能力较好。盈利表现方面，受益于收入的增长及较高的初始盈利水平，公司经营性业务利润稳步增加。非经常性损益方面，投资收益近年波动较大，其中 2020 年及 2021 年因处置贵州、上海及武汉地区的子公司而产生较大投资收益。此外，公司近年来对贵州、上海、柳州、昆明地区的商业项目（含车位）计提了较大规模的存货跌价准备，同时，2020 年信用减值损失为近年峰值，主要系对贵州子公司计提的坏账损失，整体而言，减值损失对公司利润产生较大程度的侵蚀。2022 年前三季度，得益于期间费用率的下降以及减值损失的减少，盈利水平有所提高，整体盈利能力尚可。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-9
营业毛利率	28.79	33.79	32.80	29.03
期间费用率	9.22	8.72	8.77	7.08
经营性业务利润	21.02	33.68	37.65	25.41
投资收益	1.79	8.33	5.20	0.60
资产减值损失	9.08	2.20	6.42	0.13
信用减值损失	-0.28	6.56	0.09	0.13
EBITDA	24.76	38.34	43.18	33.03
利润总额	13.61	34.89	36.37	25.91
净利润率	1.30	8.64	7.99	9.82

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产构成中存货占比较高，其中开发产品余额较大，竣工项目的去化情况有待持续关注；在公司落实“十四五”规划提出的规模扩张战略过程中，债务规模持续增长，杠杆水平保持较高水平，财务结构稳健性有待改善。**

近年来，公司资产规模逐年增长，从资产结构来看，存货和货币资金为其主要构成项目，近年合计占比保持在 80%左右。具体来看，随着业务规模的扩大，公司存货快速增长，存货周转效率下降，其中开发产品占比虽有所降低，但仍保持较高水平，开发产品主要位于佛山、上海、贵阳、惠州等城市，其中业态主要包括上述区域的商办和车位以及佛山、贵阳、惠州区域的住宅，考虑到当前行业下行背景，公司竣工项目的去化情况有待持续关注；由于拿地及工程款支出高于销售回款，2021 年末货币资金余额有所下降；公司其他应收款余额波动较大，其中 2022 年 9 月末，由于对同一控制下的关联区域公司的关联借款增加，关联方/合作方应收款项规模大幅增长；公司投资性房地产采用成本计量模式，其中 2020 年末下降主要系贵州子公司出表所致，考虑到公司自持型物业布局区域较优且经营情况较好，未来存在一定升值潜力。截至 2022 年 9 月末，由于公司对同一控制下的关联区域公司借款增加，货币资金规模相应减少，存货余额延续增长趋势，整体资产规模小幅上升。

负债方面，随着销售规模的扩张，公司预收款项（含合同负债，下同）持续增长。截至 2022 年 9 月末，公司预收款项为 2021 年房地产销售收入的 1.44 倍，可对未来收入结转形成支撑。根据公司“十四五”规划，公司致力于保持业务规模的发展和增长，其融资需求亦相应加大，近年来公司总债务整体呈上升趋势，短期债务占比总体成上升态势，债务期限结构有待优化。

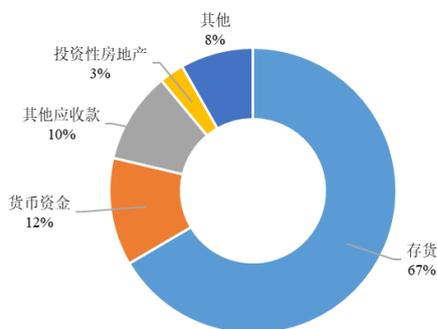
所有者权益方面，公司利润留存不断夯实自有资本实力；同时，公司加强项目合作开发，少数股东权益提升较快。财务杠杆方面，由于净资产增长，2021 年末公司净负债率实现下降，但整体杠杆仍保持较高水平。截至 2022 年 9 月末，公司及合作方加大对合作项目资本金的投入，少数股东权益规模有所上升，此外，公司于当期加大了公开市场融资力度，债务规模进一步攀升，将其杠杆水平推升至近年峰值，财务结构稳健性有待改善。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	238.53	303.12	276.57	205.90
其他应收款	66.15	103.15	76.29	174.25
存货	656.02	816.25	1,077.60	1,123.64
开发产品/存货	25.16	16.86	16.09	19.78
存货周转率	0.28	0.22	0.20	--
投资性房地产	53.25	44.37	47.31	47.04
长期股权投资	30.13	31.45	34.48	36.26
流动资产占比	90.28	93.13	93.37	93.58
总资产	1,121.23	1,395.43	1,619.47	1,689.37
其他应付款	206.59	309.92	278.37	278.43
预收款项（含合同负债）	244.73	288.24	394.40	379.19
总债务	456.25	559.01	564.32	621.47
短期债务/总债务	17.24	24.54	31.10	27.59
净负债率	173.67	172.19	142.84	175.89
未分配利润	76.17	93.13	113.77	124.51
少数股东权益	17.79	27.52	63.06	88.24
所有者权益	125.78	149.82	203.91	239.83

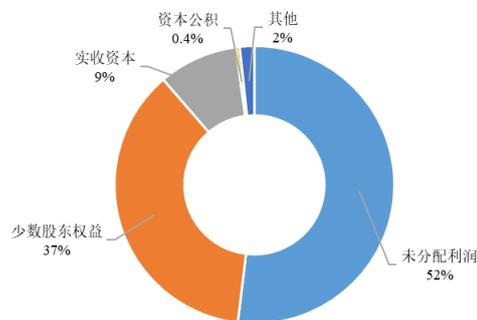
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2022 年 9 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受公司保持较大项目获取力度的影响，其经营活动净现金持续净流出；公司非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，但覆盖程度随债务期限结构的弱化而逐年下降，同时，经营获现对利息的保

### 障能力亦有待优化。

公司并表口径销售回款表现良好，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的保障程度较强。由于公司在建规模不断扩大，拿地及工程支出仍高于销售回笼，经营性活动净现金流压力较大；公司对外投资整体规模相对较小，其中 2021 年净流入增加，主要系当年获取深圳市保达房地产开发有限公司子公司所持有的现金并表所致；筹资活动现金流方面，由于 2021 年债务到期偿还额高于借入额，当年筹资活动净现金转为净流出状态；2022 年前三季度融资力度加大，筹资活动净现金恢复净流入。

受益于利润规模的提升，公司 EBITDA 对债务利息的覆盖倍数有所提高，由于公司有息债务保持较高余额，2021 年末该指标仍有一定改善空间。公司非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，但覆盖程度随短期债务规模的快速上升而逐步下降，同时值得注意的是，公司及其上市股东期末非受限货币资金中尚有部分存放于预售资金监管账户及合作项目账户中，该部分资金不可用于集团层面发行的境内外信用债及境外银团贷款等信用类借款偿付用途。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~9
经营活动净现金流	-7.69	-8.15	-32.43	-131.72
销售商品、提供劳务收到的现金	253.17	311.60	362.21	175.47
投资活动净现金流	3.79	3.80	21.04	0.09
筹资活动净现金流	68.01	67.58	-16.60	60.96
非受限货币资金/短期债务	3.02	2.19	1.56	1.16
总债务/EBITDA	18.43	14.58	13.07	--
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.26	1.45	1.52
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.80	1.79	1.56	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司受限资产合计为 205.35 亿元，其中受限货币资金和存货的账面价值分别为 6.28 亿元和 164.27 亿元，受限资产占当期末总资产的 12.16%。

或有负债方面，截至 2022 年 9 月末，公司及其子公司对外担保余额合计 31.59 亿元，占当期末所有者权益的比重为 13.17%，部分合作方涉及出险房企，存在一定或有负债风险。

截至 2022 年 9 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

**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，2019~2022 年 11 月 15 日，公司本部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。

## 预测与假设<sup>5</sup>

### 假设

<sup>5</sup>中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——受房地产市场下行影响，2022 年保利置业全年销售规模同比下降 12%左右。

——2022 年，保利置业获取新项目力度大幅下降。

——2022 年，保利置业收入结转占期初合同负债的比例较上年略有上升，收入规模同比上升 40%左右，全年毛利率较上年下降 5 个百分点左右。

## 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
净负债率(%)	172.19	142.84	155~190
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	1.79	1.56	1.8~2.3

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，保利置业的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。**

公司销售回款规模保持在较好水平；公司融资渠道通畅，对其业务运营及再融资提供流动性支持。

公司资金流出主要用于获取土地储备、项目工程建设和各项税费支出以及偿还债务。由于公司融资渠道顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资、工程建设及税费支出，而土地投资支出处于可控水平，工程建设及税费支出可由其销售回款及融资提供较大支持。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

## ESG 分析

**中诚信国际认为，公司持续推行绿色设计、绿色施工和绿色运营，努力减少建筑建造对环境的负面影响，积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，作为房地产开发企业，公司积极担当企业公民的环境责任，持续推行绿色设计、绿色施工和绿色运营等举措，努力将自身对环境的影响减至最低，其中，2021 年公司新增 8 个绿建项目的绿色认证，新增认证绿建面积 163.67 万平方米。

社会方面，公司按照“统一领导、落实责任、分级管理、分类指导、全员参与”的原则，建立了安全生产委员会，近年来，公司未发生员工因工作关系而死亡的案件；员工发展方面，公司建立“客观公正、民主公平、注重实绩、简便易行”的员工绩效管理机制，致力为员工提供具有市场竞争力的薪酬与福利，员工稳定性尚可。

保利置业建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范公司治理，公司设立了股东会、董事会、监事和总经理。股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构，决定公司经营方针和投资计划，股东按照出资比例行使表决权；董事会是公司的经营决策机构，由五人组成，由公司股

东共同委派，并经股东会确定，对公司股东会负责，按照公司章程行使各项职权；公司设监事一名，由股东保利香港发展推荐人选，并由股东会确定，负责对公司的董事、高级管理人员进行监督，并按照公司章程行使各项职权；公司设总经理一名，由董事会决定聘任或解聘，也可由董事长、董事兼任，总经理负责执行董事会决定的各项决议，直接对董事会负责。2021 年 10 月，公司董事长、法定代表人变更为万宇清先生。

会计核算制度方面，公司根据相关法律法规、和财务报告的内控应用指引，建立了行之有效的会计核算体系。财务管理制度方面，公司规范会计核算、资金管理、债权债务管理、存货管理、固定资产管理、收入成本费用和利润分配管理、财务报告管理等经营活动。内部资金管理方面，公司明确了预算资金管理、资金调动管理规定、项目融资管理规定等内容。关联交易管理方面，公司明确了关联人及关联交易的认定、关联交易披露及决策程序、关联交易披露范围及关联交易定价等内容。

作为保利置业（香港）境内旗下最重要的房地产开发平台，保利置业（上海）与保利置业（香港）的战略规划基本一致。从未来发展方针来看，公司将坚定不移地执行保利集团确立的房地产主业的发展方向，根据市场需求考虑房地产地域分布及产品结构，形成集投资控股、开发建设、销售出租、物业管理等于一体的系统化房地产投资管理体系，将保利置业建设成为房地产主业全面发展、资产优质、经营稳健、管理规范、效益显著的房地产开发平台。另根据公司“十四五”规划，期间目标为再造一个保利置业，争取期内销售上千亿，中诚信国际将对公司上述发展规划的落实情况保持关注。

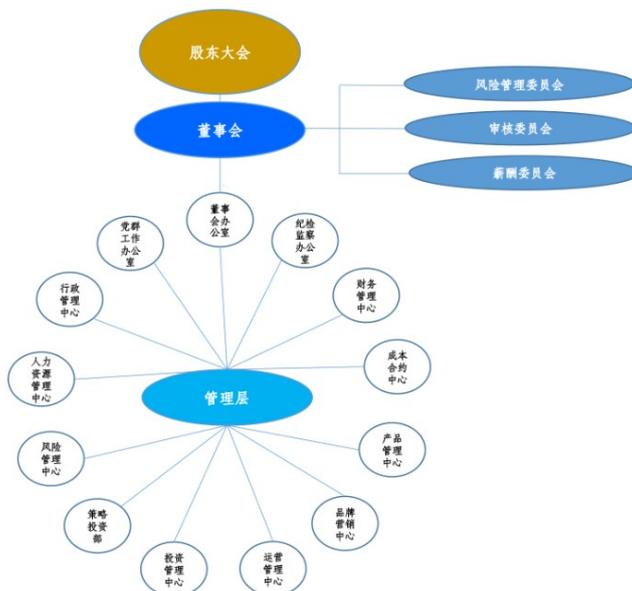
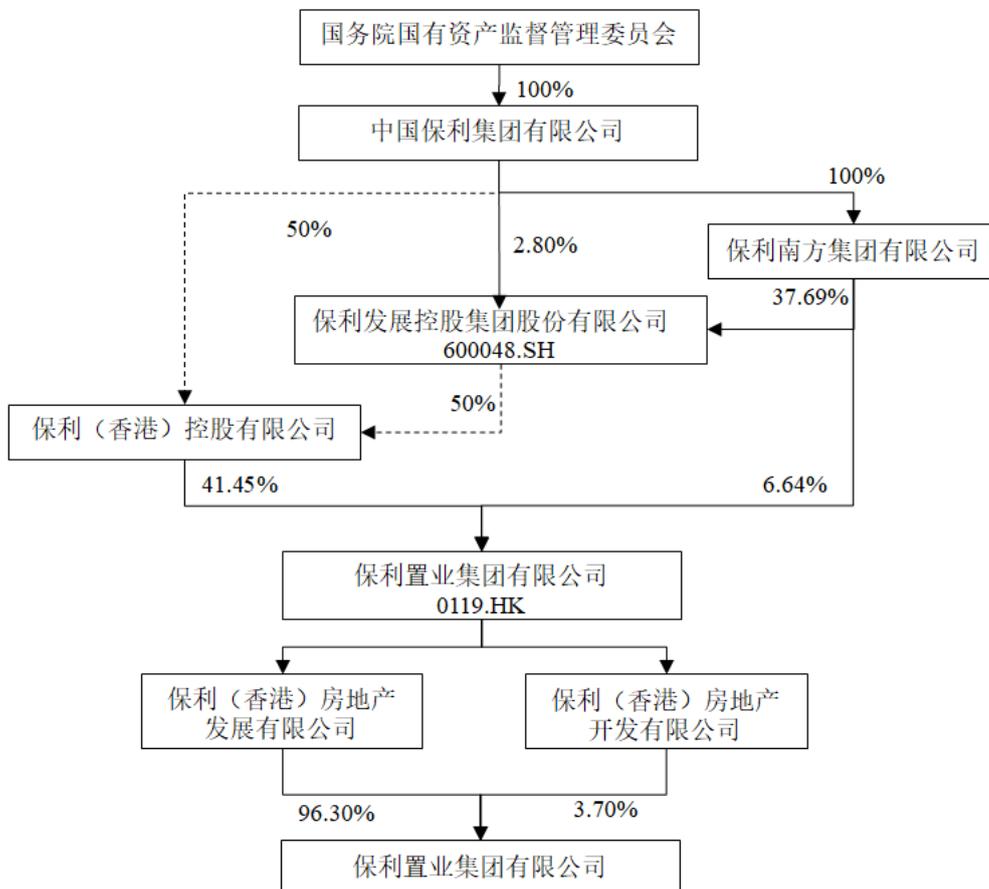
## 外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“保利置业集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**；评定“保利置业集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

### 附一：保利置业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：保利置业集团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	2022.9
货币资金	2,385,296.48	3,031,178.83	2,765,710.50	2,059,037.64
其他应收款	661,517.80	1,031,539.43	762,870.60	1,742,539.63
存货	6,560,185.92	8,162,499.91	10,776,031.73	11,236,434.38
长期投资	308,421.79	321,599.66	361,887.02	379,731.03
固定资产	188,329.73	137,475.81	165,709.62	152,309.08
在建工程	0.00	285.68	0.00	0.00
无形资产	9,199.60	3,728.42	11,301.10	11,424.24
投资性房地产	532,521.01	443,729.58	473,143.25	470,414.33
资产总计	11,212,318.77	13,954,325.02	16,194,687.08	16,893,728.27
预收款项	2,447,263.40	2,882,446.52	3,943,980.66	3,791,933.52
其他应付款	2,065,944.96	3,099,232.49	2,783,685.59	2,784,257.56
短期债务	786,638.23	1,371,849.65	1,755,206.93	1,714,748.95
长期债务	3,775,906.56	4,218,229.51	3,887,975.96	4,499,947.88
总债务	4,562,544.79	5,590,079.15	5,643,182.89	6,214,696.82
净债务	2,184,481.84	2,579,704.58	2,912,711.91	4,184,859.19
负债合计	9,954,500.14	12,456,165.37	14,155,557.96	14,495,440.90
所有者权益合计	1,257,818.63	1,498,159.65	2,039,129.12	2,398,287.37
利息支出	246,059.78	304,426.91	297,358.78	216,992.63
营业总收入	2,436,842.24	2,476,974.24	2,798,860.83	1,874,321.56
经营性业务利润	210,191.09	336,762.94	376,510.10	254,092.01
投资收益	17,873.15	83,281.31	51,957.17	5,957.57
净利润	31,579.95	214,129.81	223,764.53	183,985.13
EBIT	219,390.74	356,030.04	407,901.54	312,190.85
EBITDA	247,564.94	383,387.84	431,836.83	330,337.74
销售商品、提供劳务收到的现金	2,531,662.64	3,115,957.87	3,622,053.94	1,754,686.10
经营活动产生的现金流量净额	-76,891.57	-81,511.83	-324,318.17	-1,317,188.15
投资活动产生的现金流量净额	37,919.83	38,045.33	210,417.07	915.54
筹资活动产生的现金流量净额	680,070.12	675,846.52	-166,002.50	609,599.75
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率（%）	28.79	33.79	32.80	29.03
期间费用率（%）	9.22	8.72	8.77	7.08
EBITDA 利润率	10.16	15.48	15.43	17.62
销售净利率（%）	1.30	8.64	7.99	9.82
净资产收益率（%）	2.50	15.54	12.65	--
存货周转率（X）	0.28	0.22	0.20	--
资产负债率（%）	88.78	89.26	87.41	85.80
总资本化比率（%）	78.39	78.86	73.46	72.15
净负债率（%）	173.67	172.19	142.84	175.89
短期债务/总债务（%）	17.24	24.54	31.10	27.59
非受限货币资金/短期债务（X）	3.02	2.19	1.56	1.16
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	-0.07	-0.11	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.41	-0.28	-0.35	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.31	-0.27	-1.09	-6.07
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.80	1.79	1.56	--
总债务/EBITDA（X）	18.43	14.58	13.07	--
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.28	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.01	1.26	1.45	1.52

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用；3、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	
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn