



保利发展控股集团股份有限公司 向特定对象发行可转换公司债券 2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：信评委函字[2025]跟踪 2298 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 7 月 14 日

本次跟踪发行人及评级结果	保利发展控股集团股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“保利定转”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）实际控制人中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）雄厚的股东背景及有力的股东支持、很强的品牌效应及领先的行业地位以及财务政策稳健且融资渠道畅通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、公司合作开发项目管理及部分项目所在市场下行压力较大，存量土地“调转换退”进度存在不确定性等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：行业地位持续下降，优势区域土地储备严重不足，融资能力显著下滑，现金流平衡能力大幅弱化。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 很强的品牌效应及领先的行业地位 ■ 财务政策稳健，融资渠道畅通 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出挑战 ■ 公司合作项目维持较大规模，对公司项目运作及资金管理等方面提出更高水平要求 ■ 公司部分项目所在市场下行压力较大，存量土地“调转换退”进度受各地政策执行情况影响存在不确定性 		

项目负责人：蒋 膺 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

保利发展（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	14,704.64	14,369.12	13,351.08	13,306.65
所有者权益合计（亿元）	3,221.92	3,370.27	3,425.30	3,452.36
负债合计（亿元）	11,482.73	10,998.85	9,925.78	9,854.29
总债务（亿元）	3,870.80	3,584.22	3,528.07	3,685.27
营业总收入（亿元）	2,811.08	3,468.94	3,116.66	542.72
净利润（亿元）	270.11	178.99	97.38	33.68
EBITDA（亿元）	418.32	327.95	224.71	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	74.22	139.30	62.57	16.58
营业毛利率（%）	21.99	16.01	13.93	16.12
净负债率（%）	65.69	62.85	64.32	63.83
EBIT 利润率（%）	14.07	8.77	6.47	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.61	2.05	1.60	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的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 2022~2023 年度审计报告及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 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年和 2023 年财务数据分别为 2023 年和 2024 年财务报表期初数，2024 年财务数据为 2024 年财务报表期末数。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。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，永续债未计入总债务。4、2025 年 3 月末净负债率为未剔除受限货币资金口径。

同行业比较（2024 年数据）

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（%）	非受限货币资金/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）	EBIT 利润率（%）	存货周转率(X)
招商蛇口	2,193	8,603.09	44.19	1.95	1.40	1,789.48	5.81	0.39
保利发展	3,230	13,351.08	64.32	1.57	1.21	3,116.66	6.47	0.32

中诚信国际认为，与对比企业相比，保利发展规模优势显著，销售回款对总债务的保障能力及非受限货币资金对短期债务的保障能力适中，盈利能力适中；尽管与对比企业相比，保利发展财务杠杆水平略高、存货周转效率略慢，但上述指标均处于行业很好水平。

注：“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。

本次跟踪情况

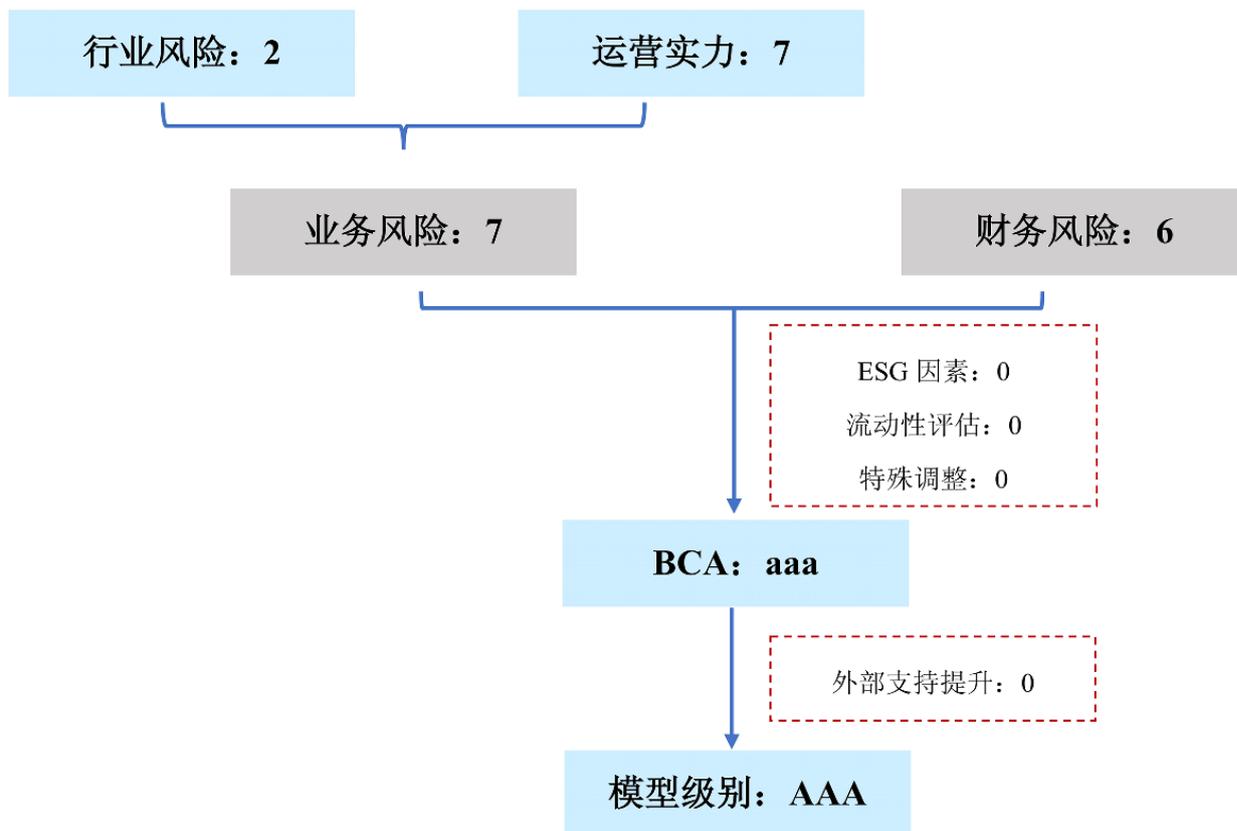
债券简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
保利定转	AAA	AAA	2025/3/31 至本报告出具日	85/85	2025/5/15~2031/5/15	有条件赎回条款、有条件回售条款

注：债券余额为 2025 年 6 月 20 日数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
保利发展	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/19 至本报告出具日

● 评级模型

保利发展控股集团股份有限公司评级模型打分(C200100_2024_06_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 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，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，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CYCOWNLnY7FvBMw

业务风险

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，公司具备极强的规模优势，整体经营稳健度极高，土地储备聚焦核心区域城市，可对其未来发展提供保障；同时，非房业务可对公司业绩形成一定补充。

2024 年以来公司治理结构变动对公司经营无重大影响。

截至 2025 年 3 月末，公司的控股股东为保利南方集团有限公司（原名为“保利科技南方公司”，以下简称“保利南方”），后者持有公司 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 40.72%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。

2024 年 3 月，公司原董事胡在新因工作调整申请辞职，股东大会选举张方斌任董事。2024 年 11 月，公司原独立董事李非、戴德明因任职期限届满离任，股东大会选举张峥、张俊生任独立董事。2024 年 12 月，公司原董事及总经理周东利因工作调整申请辞职，股东大会选举潘志华任董事，董事会聘任潘志华为总经理。2025 年 1 月，原董事陈育文因退休离任，股东大会选举童云翔任董事。2025 年 5 月，原董事於骁冬因工作调整申请辞职，同年 6 月，股东大会选举彭祎任董事。

凭借不断提升的产品服务美誉度及核心城市深耕策略，公司保持极强的规模优势；2024 年受市场下行影响，公司销售业绩下滑，但行业地位保持领先；公司当前土储策略聚焦国家重点发展区域和核心城市，但部分以往获取项目所在市场下行压力较大，存量土地“调转换退”进展有待持

续关注；公司近年来经营投资策略较为稳健，融资渠道非常通畅且融资成本较低，整体经营稳健度极高。

从项目运作情况看，2024 年受市场持续下行影响，公司坚持“以销定产”原则，同时由于投资布局更加聚焦核心城市，公司当年新开工面积持续下降；受往年销售规模下降的影响，同年竣工面积有所下降。在行业下行背景下，2024 年销售金额同比下降 23.49%，但行业地位保持领先。根据克而瑞签约销售金额排行榜，公司全口径销售已连续两年位列第一。2025 年 1~3 月，公司实现签约销售金额 630.27 亿元，同比增长 0.07%，行业排名稳居第一。土地储备方面，公司聚焦国家重点发展区域和核心城市，获取项目成本相对合理。截至 2024 年末，公司于全国一百余个城市的储备建筑面积¹为 12,573.54 万平方米，其中储备建筑面积排名前三的城市分别为广州、佛山和武汉，上述城市储备建筑面积合计占比为 20.46%。在当前行业景气度偏低的市场环境下，公司部分存量项目所在市场下行压力较大，针对该部分未开工项目，公司正积极推进通过“调规转性、换地、退地”等方式优化存量用地，截至 2024 年末，已完成约 270 万平方米存量未开工土地资源盘活，考虑到存量土地优化进度受各地相关政策执行影响较大，公司后续“调转换退”的实际进展有待持续关注。

拿地区域方面，公司进一步聚焦投资确定性，2024 年于 38 个核心城市的拓展金额占比保持 99%，且 74%位于北上广一线城市的核心区域板块。随着新获取项目城市能级提升，近年来新增土地楼面均价明显增长。2025 年 1~3 月，公司新增项目位于北京、上海、西安、天津等，均属 38 个核心城市。

融资渠道方面，公司融资方式以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为其重要融资手段，综合融资成本逐年下降，2024 年末综合融资成本同比下降 46BP 至 3.1%²，具备很强的融资成本优势。公司与金融机构保持良好合作关系，在地产行业整体融资环境收紧的背景下，公司保持了通畅的融资渠道，且融资成本较低，可为业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度极高。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营及销售情况（万平方米、亿元、个、元/平方米）

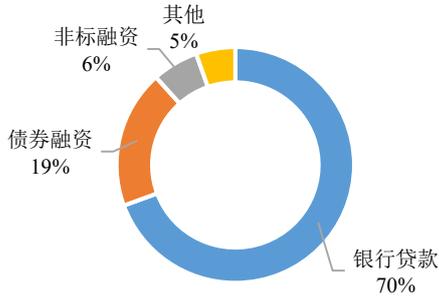
	2022	2023	2024	2025.1~3
新开工面积	2,375	1,491	1,276	166
竣工面积	3,975	4,053	3,257	721
销售面积（全口径）	2,748	2,386	1,797	308
销售金额（全口径）	4,573	4,222	3,230	630
新拓展项目	91	103	37	11
新增土地总地价	1,613	1,632	683	180
新增土地楼面均价	15,304	15,187	20,760	16,514

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 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。

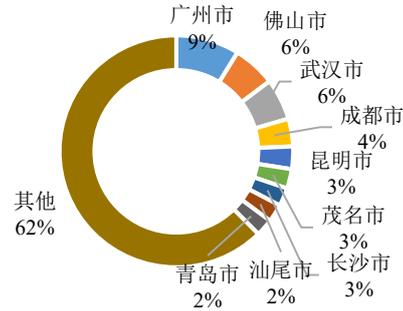
² 该综合融资成本未考虑永续债的利率成本。

图 1：截至 2024 年末公司总债务构成³（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年末公司全口径土地储备分布⁴（面积）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业服务、商业运营等其他业务对公司业绩形成一定补充。

物业服务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”，股票代码“6049.HK”）负责运营。截至 2024 年末，保利物业在管面积 8.0 亿平方米，合同面积 9.9 亿平方米，2024 年实现营业收入 163.42 亿元，同比增长 8.50%。根据中国指数研究院 2025 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二。商业运营管理板块方面，公司不断做大经营业务并积极发展保障性租赁住房，经营业态涵盖写字楼、酒店、购物中心、展馆、产业园等，对公司业绩形成一定补充。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内保利发展毛利率延续下滑趋势，资产减值损失侵蚀公司利润，盈利指标有所减弱；公司资产规模下降，资产构成中其他应收款保持较大规模，对公司管理能力提出较高要求；2024 年末债务规模同比下降，财务结构稳健；EBITDA 对债务利息覆盖程度有所降低，非受限货币资金对短期债务形成覆盖。

盈利能力

2024 年公司营业总收入有所下降，受结转项目土地成本上升的影响，综合营业毛利率持续下滑。盈利表现方面，公司期间费用率水平较优，但由于毛利率下滑，经营性业务利润持续下降；公司投资收益主要为合联营项目结利，受行业下行影响，2024 年盈利贡献有所降低；同年资产减值损失规模较大，公司对位于厦门、昆明、东莞、武汉等地的项目计提存货跌价准备 49.65 亿元；2024 年信用减值损失大幅增加，主要系公司对部分合作项目公司及合作方的其他应收款项计提单项减值准备所致。截至 2024 年末公司计提存货跌价准备余额 79.26 亿元，占同期末存货账面余额的 0.99%；此外，鉴于公司部分项目“调转换退”的落地存在不确定性，需对其进展保持关注。整体来看，由于毛利率下滑，减值损失持续上升，盈利指标呈下滑趋势。2025 年 1~3 月，公司实现营业收入 542.72 亿元，同比增长 9.09%，受项目结转毛利率下降及投资收益减少影响，净利润同比下降 15.43%。

表 2：公司主营业务收入及毛利率结构（亿元、%）

³ 公司永续债未纳入总债务核算范围。

⁴ 其他城市包括东莞、西安、兰州、南昌、上海、北京、石家庄等。

	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	2,565.78	21.19	3,225.02	16.32	2,873.54	13.85
其他业务	244.39	24.04	228.30	8.15	229.45	11.94
合计	2,810.17	21.99	3,453.36	15.78	3,102.99	13.71

注：其他收入系物业管理、建筑、装饰、酒店、展览、设计费、租赁等收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

存货、货币资金、其他应收款和长期股权投资是公司资产主要构成，跟踪期内，存货规模随项目拓展力度减弱而有所减少，因存货规模下降及开发产品规模上升使得 2024 年末开发产品占比上升。受销售回笼资金减少的影响，2024 年末公司货币资金有所下降。其他应收款余额略有降低，但仍保持较大规模，对公司合作项目的经营及资金管理提出较高要求；2024 年公司对其他应收款计提了 5.26 亿元坏账准备，年末其他应收款坏账准备余额 13.85 亿元，占其他应收款期末余额的 0.97%。由于合作开发项目规模减少，公司对联营、合营企业投资的减少，长期股权投资规模小幅下降。负债方面，合同负债（含预收款项，下同）、其他应付款项和债务是公司负债的最主要构成。截至 2025 年 3 月末，公司合同负债为 2024 年房地产销售收入的 1.18 倍，可对未来收入结转形成支撑。公司其他应付款主要由应付房地产合作方往来款、联营合营企业及其他关联方往来款和保证金押金构成，受合联营企业及其他关联方往来款及合作方往来款减少的影响，其他应付款余额持续下降。2024 年末债务规模微降，短期债务占比处于合理水平，债务期限结构良好。权益方面，得益于公司利润不断积累，自有资本得以夯实。受并表项目少数股东持续投入的影响，跟踪期内少数股东权益有所提升。此外，截至 2025 年 3 月末，公司永续债账面价值为 51.01 亿元，主要包括信托计划永续 45.01 亿元和 2020 年度第三期中期票据（永续中票）6 亿元。财务杠杆方面，2024 年末由于货币资金余额减少，净负债率略有上升，仍保持在合理水平，资产负债率小幅下降，财务结构稳健。2025 年一季度由于新增借款用于项目建设，2025 年 3 月末货币资金及债务规模均有所回升。

现金流及偿债情况

2024 年由于销售回款减少，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降，经营活动净流入规模同比降低；投资活动净现金流受对非并表公司的投资支出规模影响而变动，2024 年公司收回投资及处置子公司收到的现金金额同比降低，投资活动现金流呈净流出状态；2024 年取得借款收到的现金同比增加，筹资活动现金流净流出额有所缩窄。2025 年一季度，经营活动现金流保持净流入，投资活动净现金流小幅净流出，新增借款使得筹资活动现金流转为净流入状态。偿债指标方面，2024 年由于盈利下滑，期末 EBITDA 对债务利息保障程度有所降低，销售回笼资金减少使得公司销售商品、提供劳务收到的现金对债务的覆盖倍数降低；非受限货币资金仍对短期债务形成覆盖。截至 2024 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 7,500 亿元，其中尚未使用额度为 3,149 亿元，备用流动性均较充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
期间费用率	6.12	5.34	5.99	5.47
经营性业务利润	317.99	269.46	189.16	45.97

投资收益	42.01	22.12	17.90	1.34
资产减值损失	11.56	50.45	50.56	-0.01
信用减值损失	1.22	0.43	6.67	0.53
利润总额	353.01	246.26	155.81	47.52
EBIT 利润率	14.07	8.77	6.47	--
货币资金	1,765.37	1,479.82	1,341.67	1,481.72
其他应收款	1,574.26	1,503.88	1,431.41	1,411.89
存货	8,778.93	8,695.08	7,985.59	7,811.80
已完工开发产品/存货	19.06	18.92	24.97	--
存货周转率（次/年）	0.26	0.33	0.32	--
长期股权投资	1,062.50	1,042.96	1,012.88	1,007.70
总资产	14,704.64	14,369.12	13,351.08	13,306.65
合同负债（含预收款项）	4,129.13	3,780.32	3,353.85	3,401.43
其他应付款	1,352.35	1,304.94	1,131.14	1,109.22
总债务	3,870.80	3,584.22	3,528.07	3,685.27
短期债务/总债务	21.13	20.66	23.98	22.75
股本	119.70	119.70	119.70	119.70
资本公积	176.26	174.88	178.72	179.77
少数股东权益	1,259.27	1,384.84	1,449.33	1,456.67
未分配利润	1,515.44	1,579.19	1,578.19	1,597.13
其他权益工具	90.01	51.01	51.01	51.01
所有者权益	3,221.92	3,370.27	3,425.30	3,452.36
净负债率	65.69	62.85	64.32	63.83
经营活动净现金流	74.22	139.30	62.57	16.58
销售商品、提供劳务收到的现金	2,971.71	3,384.61	2,912.84	602.54
投资活动净现金流	6.37	72.66	-13.31	-0.37
筹资活动净现金流	-30.15	-499.62	-189.90	121.68
非受限货币资金/短期债务	2.14	1.98	1.57	1.77
EBITDA 利息保障倍数	2.61	2.05	1.60	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.30	1.06	1.21	--

注：2025 年 3 月末净负债率为未剔除受限货币资金口径。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计为 1,187.98 亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为 16.69 亿元、986.51 亿元和 178.88 亿元，受限资产占当期末总资产的 8.90%。此外，截至 2024 年末，公司受监管的预售房款为 472 亿元。

或有负债方面，截至 2024 年末，公司对外担保（不含子公司）余额为人民币 52.28 亿元，占净资产的比重为 1.53%，主要系对合作开发项目的联合营公司按股权比例提供担保。

截至 2024 年末，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，2022~2025 年 3 月 31 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。

假设与预测⁵

假设

- 2025 年，预计保利发展全年房地产销售规模同比小幅下降。
- 2025 年，预计保利发展全口径土地投资规模较上年基本持平。
- 2025 年，预计保利发展收入规模小幅下降。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
净负债率(%)	62.85	64.32	60.6~67.0
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.06	1.21	1.2~1.3

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁶表现方面，公司深化“双碳”战略研究，切实落实企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 综合表现水平较高，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司销售回款规模保持在行业较好水平，备用流动性充足，同时，公司资本市场融资渠道非常通畅，财务弹性很好。公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务结构以银行借款及公开市场融资为主，其与主要合作银行授信关联稳定且资本市场再融资渠道畅通，核心资金需求仍集中于土地投资及在建项目的开发支出，公司可根据销售回款表现及时调整土地投资和项目开发节奏。综上所述，公司资金平衡状况很好，流动性强，未来一年流动性来源能够较好覆盖需求。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

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 余个城市，具有极强的综合实力。保利集团旗下控股 5 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（00119.HK）和保利物业（06049.HK）。截至 2025 年 3 月末，保利集团总资产为 16,835.31 亿元，所有者权益合计 4,330.84 亿元，资产负债率为 74.28%；2024 年保利集团营业总收入为 4,865.20 亿元，净利润为

⁵ 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其他事项和假设因素，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。

⁶中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

127.98 亿元；2025 年一季度保利集团营业总收入为 874.94 亿元，净利润为 42.59 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 brand 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。2023 年 12 月 11 日，公司发布《关于实际控制人增持计划的公告》，公司实际控制人保利集团计划在未来 12 个月内，通过集中竞价交易方式增持公司 A 股股份，增持金额 2.5~5 亿元。截至 2024 年 12 月 13 日，保利集团已累计增持 2.67 亿元。

跟踪债券信用分析

“保利定转”合计募集资金 85 亿元，募集资金与募集说明书的约定一致。

“保利定转”设置有条件赎回、有条件回售条款。跟踪期内，“保利定转”未触发有条件赎回条款⁷，未到有条件回售条款⁸的可执行时间。

“保利定转”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司销售回款规模保持在行业较好水平，公司资本市场融资渠道非常通畅，对债券偿还形成有力支撑。

表 5：截至 2025 年 6 月 24 日，公司公开债到期分布情况（亿元）

合并口径	2025 年 6 月 25 日~12 月末	2026 年	2027 年及以后
信用债	131.10	143.26	523.26
其中：跟踪债券	0.00	0.00	85.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

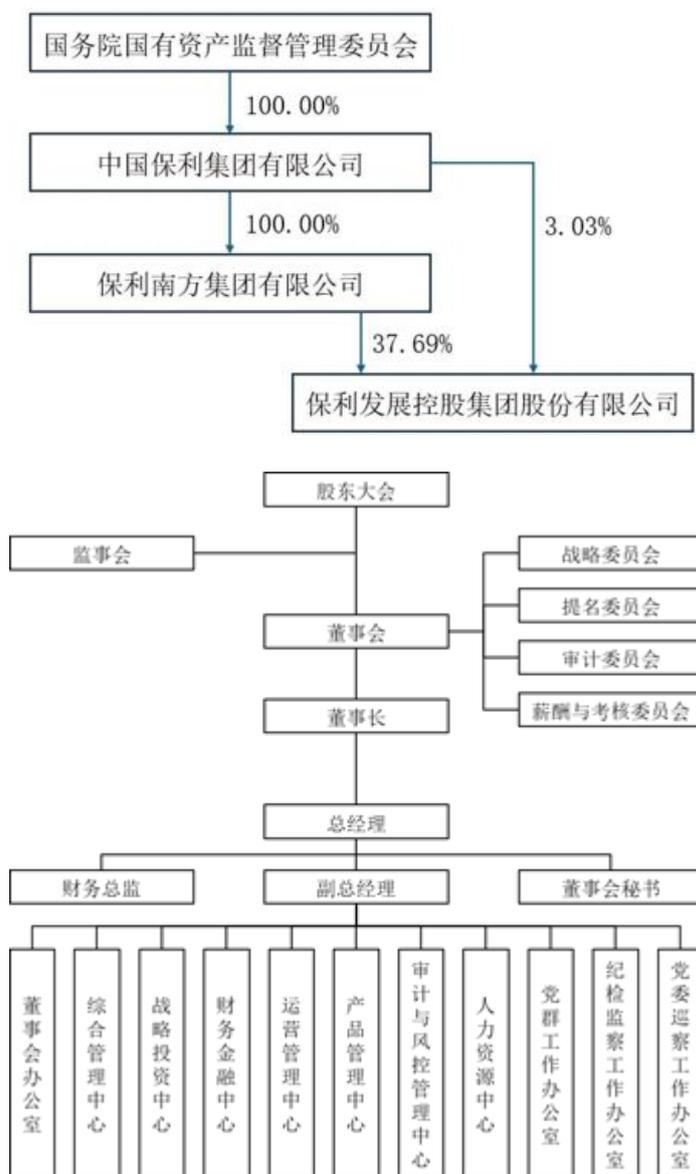
评级结论

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“保利定转”的信用等级为 **AAA**。

⁷ 在本次可转债转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。本次可转债的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。此外，当本次可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会（或由董事会授权的人士）有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次可转债。

⁸ 在本次可转债最后一个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。最后一个计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

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 2025 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	17,653,707.92	14,798,217.19	13,416,747.60	14,817,223.47
其他应收款	15,742,568.03	15,038,804.53	14,314,136.77	14,118,877.12
存货	87,789,319.33	86,950,846.42	79,855,941.92	78,117,979.90
长期投资	10,835,019.73	10,573,112.92	10,389,436.79	10,338,785.92
固定资产	1,014,675.61	836,236.49	558,597.61	551,143.12
在建工程	57,106.37	59,023.46	60,258.34	60,258.34
无形资产	37,096.76	37,348.23	34,610.34	33,813.06
投资性房地产	3,078,487.84	3,263,534.06	3,565,112.81	3,673,990.76
资产总计	147,046,440.85	143,691,179.03	133,510,801.56	133,066,549.06
预收款项	41,291,312.10	37,803,187.09	33,538,534.21	34,014,317.36
其他应付款	13,523,515.39	13,049,444.15	11,311,368.79	11,092,177.18
短期债务	8,180,118.50	7,403,759.48	8,461,455.50	8,383,240.86
长期债务	30,527,855.37	28,438,423.91	26,819,270.38	28,469,482.42
总债务	38,707,973.87	35,842,183.39	35,280,725.89	36,852,723.28
净债务	21,163,749.20	21,180,595.12	22,030,924.63	22,035,499.81
负债合计	114,827,290.07	109,988,514.61	99,257,818.84	98,542,943.92
所有者权益合计	32,219,150.78	33,702,664.42	34,252,982.72	34,523,605.14
利息支出	1,604,367.52	1,596,023.18	1,408,164.64	92,451.65
营业总收入	28,110,823.83	34,689,353.08	31,166,631.99	5,427,179.02
经营性业务利润	3,179,858.12	2,694,592.27	1,891,634.46	459,743.42
投资收益	420,100.84	221,188.80	179,033.49	13,407.76
净利润	2,701,109.53	1,789,922.06	973,788.81	336,844.31
EBIT	3,953,381.12	3,042,068.72	2,017,405.99	--
EBITDA	4,183,226.25	3,279,549.43	2,247,088.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金	29,717,061.43	33,846,101.92	29,128,387.68	6,025,406.54
经营活动产生的现金流量净额	742,237.71	1,393,000.75	625,731.06	165,842.33
投资活动产生的现金流量净额	63,732.05	726,572.08	-133,086.31	-3,732.95
筹资活动产生的现金流量净额	-301,540.75	-4,996,168.11	-1,898,963.84	1,216,778.32
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	21.99	16.01	13.93	16.12
期间费用率（%）	6.12	5.34	5.99	5.47
EBITDA 利润率（%）	14.89	9.46	7.21	--
EBIT 利润率（%）	14.07	8.77	6.47	--
净资产收益率（%）	8.64	5.43	2.87	--
存货周转率（X）	0.26	0.33	0.32	--
资产负债率（%）	78.09	76.55	74.34	74.06
总资本化比率（%）	54.57	51.54	50.74	51.63
净负债率（%）	65.69	62.85	64.32	63.83
短期债务/总债务（%）	21.13	20.66	23.98	22.75
非受限货币资金/短期债务（X）	2.14	1.98	1.57	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.03	-0.01	-0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.12	-0.03	-0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障 倍数（X）	0.46	0.87	0.44	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 （X）	1.30	1.06	1.21	--
总债务/EBITDA（X）	9.25	10.93	15.70	--
EBITDA/短期债务（X）	0.51	0.44	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.61	2.05	1.60	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的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 2022~2023 年度审计报告及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 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年和 2023 年财务数据分别为 2023 年和 2024 年财务报表期初数，2024 年财务数据为 2024 年财务报表期末数。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。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，永续债未计入总债务。4、2025 年 3 月末净负债率、净债务为未剔除受限货币资金口径。

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
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	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
	EBIT 利润率	EBIT/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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

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）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn