

中信建投-邦鑫-熙悦 37 号 资产支持专项计划 2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕4092号

联合资信评估股份有限公司通过对“中信建投-邦鑫-熙悦37号资产支持专项计划”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“中信建投-邦鑫-熙悦37号资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券“熙悦37优”的信用等级维持AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

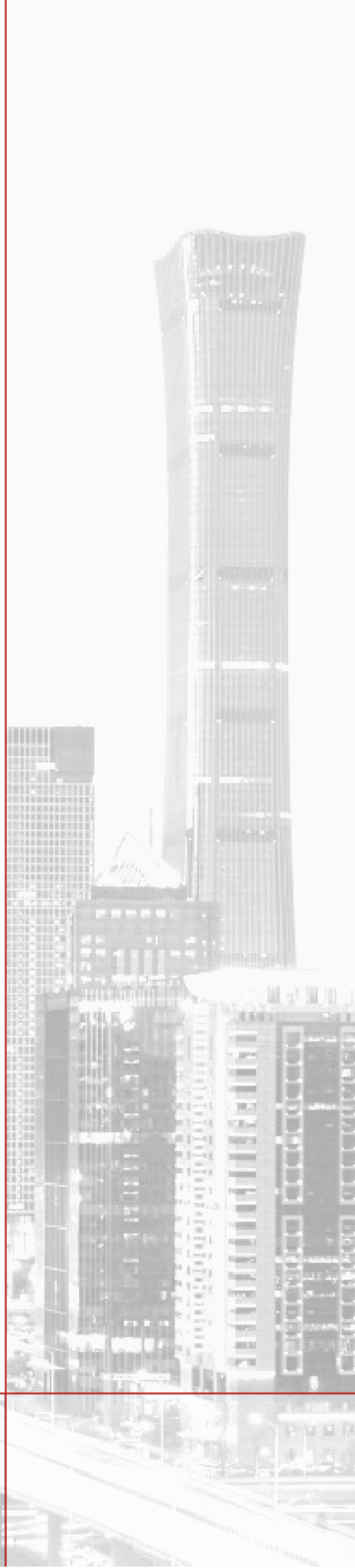
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中信建投-邦鑫-熙悦 37 号资产支持专项计划

2026 年跟踪评级报告

证券简称	金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
熙悦 37 优	4.09	4.09	99.76%	99.76%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
熙悦 37C	0.01	0.01	0.24%	0.24%	NR	NR
总计	4.10	4.10	100.00%	100.00%	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

评级关键要素

交易概览	基础资产池特征	
基础资产：应收账款债权及其附属权益	应收账款余额总计（万元）	41842.26
原始债务人/保利发展子公司/项目公司：保利发展直接或间接控股的子公司	应收账款笔数（笔）	291
债务人：保利发展及保利发展子公司	原始债务人户数（户）	96
保利发展：保利发展控股集团股份有限公司	原始债权人户数（户）	215
发行利率：2.00%	单笔应收账款平均余额（万元）	143.79
专项计划成立日：2025/11/21	关联资产占比	0.00%
跟踪期间：2025/11/14—2026/06/15	量化模型测试	
预期到期日：2026/11/20	现金流覆盖倍数（倍）	1.0022
法定到期日：2027/11/21		

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“中信建投-邦鑫-熙悦 37 号资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外等因素进行了综合考量，以评定本专项计划项下优先级资产支持证券的信用等级。

跟踪期内，基础资产池所涉应收账款均尚未到期；量化测算结果显示，基础资产可分配现金流可覆盖优先级资产支持证券本息支出。跟踪期内，保利发展主体长期信用等级仍为 AAA，评级展望为稳定，保利发展提供的到期付款义务有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持证券本息偿付仍起到主要的信用支撑作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定本专项计划项下“熙悦 37 优”的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- **保利发展信用水平极高。** 保利发展的实际控制人实力雄厚，保利发展融资能力很强；并且拿地方式多元，规模优势突出，项目储备充足，销售仍有一定韧性。

关注

- **需关注房地产行业风险及保利发展相关运营风险。** 2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，未来房地产市场运行存在一定不确定性。同时，保利发展合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。2023 年以来，保利发展综合毛利率逐年下降；受布局区域更为聚焦核心城市影响，保利发展新增土储楼面均价保持较高水平，叠加大多数城市房价下行，上述情况对保利发展房地产销售毛利率形成持续下降压力。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.1.202511
供应链应收账款资产支持证券评级方法	V4.1.202512

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

保利发展控股集团股份有限公司主要财务数据（合并口径）

项目	2024年	2025年	2026年3月	项目	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	1347.05	1232.54	1279.10	营业利润率（%）	12.03	10.89	11.52
资产总额（亿元）	13351.08	11882.92	11760.37	净资产收益率（%）	2.84	1.52	--
所有者权益（亿元）	3425.30	3296.36	3304.61	资产负债率（%）	74.34	72.26	71.90
短期债务（亿元）	846.15	706.21	762.89	全部债务资本化比率（%）	65.74	64.97	64.55
长期债务（亿元）	2681.93	2734.44	2663.12	流动比率（%）	50.74	51.07	50.90
全部债务（亿元）	3528.07	3440.65	3426.01	经营现金流动负债比（%）	161.51	172.60	171.97
营业总收入（亿元）	3116.66	3081.44	457.30	现金短期债务比（倍）	0.87	2.60	--
利润总额（亿元）	155.81	97.37	21.88	EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.75	1.68
EBITDA（亿元）	236.41	174.25	--	全部债务/EBITDA（倍）	1.68	1.49	--
经营性净现金流（亿元）	62.57	151.89	86.73				

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2.“-”表示数据未获取，“--”表示数据无意义；3.2026年一季度财务报告未经审计

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告及公开资料整理

债券过往评级情况

评级时间	“熙悦37优”信用等级
2025/11/14	AAA _{sf}

注：“熙悦37优”起息日2025年11月21日

评级时间

2026年6月15日

评级项目组

项目负责人：姜洋 jiangyang@lhratings.com

项目组成员：肖月 xiaoyue@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、证券兑付概况

截至本报告出具日，“中信建投-邦鑫-熙悦37号资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）尚未到兑付日，本专项计划存续期内发行优先级资产支持证券如下表所示。

图表 1 • 截至本报告出具日本专项计划存续期内发行优先级资产支持证券情况（单位：万元）

证券代码	债券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
267081.SH	熙悦 37 优	2.00%	2025/11/21	2026/11/20	到期一次性还本付息	40900.00

资料来源：Wind，联合资信整理

二、基础资产分析

1 基础资产概况

本专项计划基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无变化。

基础资产方面，截至本报告出具日，本专项计划基础资产涉及的 291 笔应收账款债权尚未到期，基础资产涉及的债务人、债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。跟踪期内，本专项计划基础资产符合入池合格标准。

本专项计划基础资产已于 2025 年 12 月 31 日进行转让登记，出让人为保利商业保理有限公司（以下简称“保利保理”），受让人为中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投”），登记期间为 24 个月，登记到期日为 2027 年 12 月 30 日，可以覆盖本专项计划存续期。跟踪期内，本专项计划基础资产未发生变化。

2 债务人

保利发展对本专项计划项下基础资产承担到期付款义务，保利发展主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（详见附件 1-1）。保利发展作为债务人对底层资产提供的到期付款义务，为基础资产提供了极强的信用保障。

保利发展作为中央国有控股的大型房地产上市企业，股东背景雄厚，规模优势和行业地位突出，具备很强的综合竞争力和品牌影响力，2025 年位列克而瑞全口径销售金额榜第一。2025 年以来，受行业整体下行影响，保利发展房地产销售规模有所回落，但降幅优于行业平均水平，业绩表现体现出较强韧性；保利发展土地储备规模较大，可售资源充足且更为聚焦于高能级城市，为未来销售提供支撑，同时需关注，保利发展综合毛利率受结转项目地价较高及房价调整等因素影响持续下降，且布局聚焦核心城市导致新增土储楼面均价保持较高水平，未来毛利率仍面临持续下行压力。财务方面，保利发展在手现金较为充足，债务负担适中且融资能力很强，偿债指标表现很好，整体财务风险非常低，但保利发展合作开发规模较大，若合作方出现资金紧张，可能对项目开发产生不利影响。综合考虑保利发展经营和财务风险，以及其股东背景、品牌影响力和再融资能力，保利发展整体偿债能力极强，其信用风险极低。

未来，随着地产行业深度整合，保利发展房地产项目进一步实现销售，市场占有率或将提升，业绩表现优于行业平均水平，融资渠道保持畅通且融资成本低，未来经营状况和偿债能力有望保持稳定。

优势

（1）实际控制人实力雄厚，保利发展融资能力很强。保利发展为国务院国有资产监督管理委员会直属大型央企保利集团旗下房地产板块两大境内运营主体之一，股东背景雄厚。依托央企信用优势，保利发展综合融资能力很强，银行授信充足，融资渠道多元，2025 年保利发展综合融资成本持续下降至 2.72%。

（2）保利发展拿地方式多元，规模优势突出，项目储备充足，销售仍有一定韧性。近年来，保利发展通过招拍挂、合作开发、旧改以及收并购等多元化方式获取土地，可售项目储备充足；2025 年，保利发展全年实现销售签约 2530 亿元，全口径销售金额连续三年位列行业第一。截至 2025 年底，保利发展在手土地储备计容面积（待售项目计容面积）约 5654 万平方米，为保利发展 2025 年签约销售面积的 4.58 倍，保利发展土地储备较为充裕。

关注

（1）房地产市场运行存在一定不确定性，保利发展面临合作方风险。2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，未来房地产市场运行存在一定不确定性。同时，保利发展合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

(2) 保利发展综合毛利率逐年下降，且主要布局城市土地市场竞争激烈，保利发展未来房地产项目毛利率存在下降压力。2023年以来，保利发展综合毛利率逐年下降；受布局区域更为聚焦核心城市影响，保利发展新增土储楼面均价保持较高水平，叠加大多数城市房价下行，上述情况对保利发展房地产销售毛利率形成持续下降压力。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本专项计划明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。

2 内部增信

本专项计划通过应收账款的折价购买及优先/次级偿付机制来保障优先级资产支持证券本息的偿付。跟踪期内，本专项计划未触发相应事件。

本期基础资产所对应的应收账款余额为“熙悦 37 优”募集金额的 102.30%。“熙悦 37 优”预期到期日为 2026 年 11 月 20 日，票面利率为 2.00%，同时考虑本专项计划应付的税费（详见“四、量化模型测试”部分）的情况下，基础资产回收现金流可以实现对“熙悦 37 优”本息的足额覆盖。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析综合判定受评证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据基础资产现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建现金流流入对支出的覆盖模型来确定基础资产对证券的保障程度。

测算结果表明：基础资产回收现金流能够足额覆盖“熙悦 37 优”预期支出。

“熙悦 37 优”证券票面利率为 2.00%，入池应收账款余额为 41842.26 万元，考虑到托管费为发行规模 0.005%，登记托管费为发行规模的 0.001%及兑付兑息费率为 0.005%，增值税税率为 3%（另附加税费包括 7%的城市维护建设税、3%的教育费附加和 2%的地方教育费附加），其他费用不超过 3.50 万元的情况下，基础资产回收现金流对“熙悦 37 优”到期预期本息支出的保障倍数为 1.0022 倍，如下表所示。

图表 3 优先级资产支持证券本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

票面利率	预期支出	覆盖倍数
2.00%	41750.42	1.0022

注：预期支出=“熙悦 37 优”×[1+预期收益率×（存续期间/365）]+专项计划税费及费用合计；覆盖倍数=基础资产回收现金流/预期支出
资料来源：联合资信整理

测算结果表明，基础资产回收现金流能够覆盖“熙悦 37 优”预期到期支出。

五、参与机构履职能力分析

跟踪期内，本专项计划原始权益人/资产服务机构、计划管理人、托管人未发生替换，履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信通过对本专项计划所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外等因素进行了综合考量，确定本专项计划项下“熙悦 37 优”的信用等级维持 AAA_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

上述优先级资产支持证券的评级结果反映了该类资产支持证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 保利发展控股集团股份有限公司信用分析

一、主体概况

保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身系广州保利房地产开发公司，是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（原名“保利科技南方公司”）全额出资，于 1992 年 9 月在广州市工商行政管理局注册成立的全民所有制企业，成立时注册资本为 1000 万元。2006 年 7 月，公司在上海证券交易所上市，证券代码：600048.SH。2018 年 10 月，公司名称变更为现名。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本及实收资本 119.70 亿元，控股股东为保利集团，实际控制人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”）。

公司主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 11882.92 亿元，所有者权益 3296.36 亿元（含少数股东权益 1377.47 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 3081.44 亿元，利润总额 97.37 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 11760.37 亿元，所有者权益 3304.61 亿元（含少数股东权益 1364.07 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 457.30 亿元，利润总额 21.88 亿元。

公司注册地址：广东省广州市海珠区阅江中路 832 号保利发展广场 53-59 层；法定代表人：刘平。

二、跟踪期主要变化

（一）基础素质分析

1 竞争实力

公司具备很强的综合竞争力和品牌影响力，综合融资能力很强，银行授信充足，融资渠道多元。

公司为国务院国有资产监督管理委员会直属大型央企保利集团旗下房地产板块两大境内运营主体之一，股东背景雄厚。公司控股股东保利集团是经国务院、中央军委批准组建，由国务院国资委直接管理的大型中央企业。成立 40 年来，保利集团业务遍布国内 100 多个城市及全球近百个国家。保利集团位列 2025 年《财富》世界 500 强第 199 位，保利集团是经国务院国资委的确认的 16 家以房地产为主业的中央国有企业之一，具有很强的品牌优势和丰富的房地产开发经验。

公司作为保利集团下属的大型房地产开发企业，品牌优势突出。公司现已形成“不动产投资开发为主，综合服务与不动产金融为翼”的业务板块布局。公司经营稳健，长期保持行业领先地位。目前公司产品已涵盖住宅、写字楼、酒店以及购物中心等多种业态，其中住宅产品聚焦刚性需求与改善性需求。

企业规模方面，截至 2025 年底，公司资产总额 11882.92 亿元，所有者权益 3296.36 亿元，资产和权益规模大。2025 年，公司全年实现销售签约金额 2530 亿元，全口径销售金额连续三年位列行业第一。

区域分布方面，公司重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝和海西等国家重点发展区域，2025 年，公司一二线城市拓展总地价占比超过 90%，其中北京、上海、广州三地占比约 48%，去化相对有保障。2023—2025 年，公司新增土储项目楼面均价分别为 1.52 万元/平方米、2.07 万元/平方米和 1.73 万元/平方米，签约销售均价分别为 1.77 万元/平方米、1.80 万元/平方米和 2.05 万元/平方米，仍面临盈利空间收窄压力。

融资能力方面，依托央企信用优势，公司综合融资能力很强，公司银行授信充足，融资渠道多元，2025 年末公司综合融资成本持续下降至 2.72%，其中 2025 年的新增融资综合成本为 2.59%。

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 03 月 12 日，公司所有借款均按期偿还本息，未出现延期支付本金和利息的情况。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至查询日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工

商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）经营分析

1 经营概况

房地产开发销售是公司收入及利润的最主要来源；2025年，公司主营业务收入规模小幅下降；受结转项目地价相对较高以及房地产价格持续调整等因素影响，公司房地产业务毛利率继续下降，与行业利润率下行趋势一致但仍处于行业较好水平。考虑到目前房地产行业景气度仅出现边际改善，未来一段时间内公司毛利率或仍将承压。

房地产开发销售是公司最为核心的业务板块，近三年收入占比保持在90%以上；其他收入主要包括物业管理、建筑、装饰、酒店、展览、设计费、租赁等收入，是公司收入及利润的重要补充。2025年，公司房地产销售收入及毛利率均小幅下降，与行业利润率下行趋势一致但仍处于行业较好水平。

2026年1-3月，公司实现营业总收入457.30亿元，同比下降15.74%；综合毛利率为13.50%。

图表1·公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023年			2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	3225.02	93.39%	16.32%	2873.54	92.61%	13.85%	2839.27	92.35%	12.86%
其他	228.35	6.61%	8.15%	229.45	7.39%	11.94%	235.05	7.65%	10.42%
合计	3453.36	100.00%	15.78%	3102.99	100.00%	13.71%	3074.32	100.00%	12.67%

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 业务经营分析

（1）土地储备

公司坚持“核心城市+城市群”的战略布局，通过多元化方式获取土地，2025年拿地权益占比保持高位，期末土储规模合理。公司近年来的投资策略更为聚焦于高能级城市，去化有保障。

项目获取方面，公司根据市场环境、销售回笼和资源储备等方面情况动态补充土地资源。区域布局上则采取以核心城市及重点城市群为主的土地布局策略，重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝和海西等国家重点发展区域，拿地方式以公开市场招拍挂方式为主，同时通过旧城改造、合作开发、产业拓展以及兼并收购等灵活的拓展方式以低成本获取项目资源，具备较强的多元化资源拓展能力。

图表2·公司获取土地情况

项目	2023年	2024年	2025年
新增土储项目计容面积（万平方米）	1075	329	457
拿地支出（亿元）	1632	683	791
新增土储项目楼面均价（万元/平方米）	1.52	2.07	1.73
拿地支出占当年（期）签约销售金额比例	38.65%	21.15%	31.26%

注：1.上表统计口径为全口径；2.2023年新增土储项目计容面积通过拿地支出和新增土储项目楼面均价计算得出
资料来源：联合资信根据公司年报整理

从近年拿地情况看，公司自2021年缩减投资，拿地支出快速下降。2025年，公司投资强度有所提升，拿地规模处于行业领先水平。2025年，公司全年新增拓展总地价791亿元，权益地价688亿元，新拓展项目权益占比维持在87%的较高水平。拿地区域方面，公司持续强化核心城市深耕优势，一二线城市拓展总地价占比超过90%，核心城市拓展占比99%，其中北京、上海、广州三地占比约48%，去化相对有保障。2025年，公司获取项目中，年内实现“当年拿地、当年开盘”项目达28个，贡献签约金额超200亿元，投资兑现效率较高。

截至 2025 年底，公司在手土地储备计容面积（待售项目计容面积）约 5654 万平方米，为公司 2025 年签约销售面积的 4.58 倍，公司土地储备较为充裕。

（2）项目建设

受行业下行及公司“以销定产”原则影响，公司新开工面积持续下降；公司在建及拟建项目规模较大，未来的资金需求较大。公司合作项目维持较大规模，面临一定合作方风险。

图表 3 • 公司房地产开发情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新开工面积（万平方米）	1491	1276	703
竣工面积（万平方米）	4053	3257	2450

注：上表统计口径为全口径
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2025 年，随着行业下行叠加公司坚持“以销定产”原则以平衡资金支出，公司新开工面积继续下降。2025 年，公司全年新开工面积 703 万平方米，同比下降 44.91%。同年，公司竣工面积同比下降 24.78%。从在建及拟建项目来看，截至 2025 年底，公司共有在建拟建项目 582 个（其中合作开发在建拟建项目 329 个），在建面积 6462 万平方米，待开发面积 4578 万平方米。整体看，公司在建及拟建项目规模较大，未来的资金需求较大。公司存量项目中合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

（3）项目销售

2025 年，受行业下行影响，公司销售金额有所下降，但得益于其品牌优势、项目区位及推盘力度较大，业绩表现优于行业平均水平，维持领先的行业地位；伴随公司投资向核心城市聚焦，签约销售均价逐年上升。

图表 4 • 公司房地产销售情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
签约销售面积（万平方米）	2386	1797	1235
签约销售金额（亿元）	4222	3230	2530
签约销售均价（万元/平方米）	1.77	1.80	2.05
销售回款率（%）	102	101	102

注：上表统计口径为全口径
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2025 年，在行业下行背景下，公司全口径签约销售金额继续下降，但公司维持领先的行业地位。2025 年，公司全年共实现全口径签约面积 1235 万平方米，同比下降 31.27%；公司全口径签约销售均价有所提升，全口径实现签约金额 2530 亿元，同比减少 21.67%，全口径销售金额连续三年位列行业第一，销售权益比约 79%，同比提升 3 个百分点。

3 经营效率

公司经营效率指标整体有所提升，在同行业可比公司中处于中等水平。

2025 年，公司存货周转次数及总资产周转次数均有提升，在同行业可比公司中处于中等水平。

图表 5 • 公司经营效率指标情况

对比指标	2023 年	2024 年	2025 年
存货周转次数（次）	0.33	0.32	0.37
总资产周转次数（次）	0.24	0.22	0.24

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 6 • 2025 年同行业经营效率对比情况

对比指标	公司	华润置地控股有限公司	中海宏洋地产集团有限公司	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
存货周转次数（次）	0.37	0.52	0.52	0.36
总资产周转次数（次）	0.24	0.26	0.35	0.18

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind，与报告中联合信用的计算数值或有偏差
 资料来源：Wind，联合资信整理

4 未来发展

公司未来将巩固开发主业，聚焦核心城市，从开发销售向“开发+持有+服务”转型，并通过轻资产输出，提升服务能力，整体战略方向较为符合现阶段行业的发展趋势。

公司以“打造具有卓越竞争力的不动产生态平台”为战略愿景，坚持不动产投资开发主业，立足行业新旧发展模式转变的关键时期，积极探索新发展模式，加快构建起“三大主业支撑”的新业务格局。一是做优不动产投资开发业务，巩固行业龙头地位。二是做大不动产经营业务，创新资产管理机制，大力发展租赁住房，提高持有资产经营收益。三是做优不动产综合服务，从标准服务迈向标杆服务，实现市场化生存、产业化发展，提升专业能力强化竞争壁垒。

（三）财务分析

公司提供的 2025 年度审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见；公司提供的 2026 年一季度财务报告未经审计。整体看，公司未因主营业务、合并范围和会计政策发生显著变化而产生财务数据可比性较差的情况。

1 资产质量

2025 年底，公司资产规模有所下降，资产以流动资产为主，资产受限比例较低，货币资金较为充足，伴随公司投资端向核心区域聚焦，资产质量有保障，但公司存货存在减值计提不足风险，且长期股权投资和往来款规模维持较高水平，存在一定合作开发风险。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	11670.68	87.41	10076.33	84.80	9929.40	84.43
货币资金	1341.67	10.05	1229.06	10.34	1275.63	10.85
其他应收款（合计）	1431.41	10.72	1303.77	10.97	1316.97	11.20
存货	7985.59	59.81	6681.75	56.23	6467.24	54.99
非流动资产	1680.40	12.59	1806.59	15.20	1830.97	15.57
长期股权投资	1012.88	7.59	949.73	7.99	954.74	8.12
资产总额	13351.08	100.00	11882.92	100.00	11760.37	100.00

注：占比为占资产总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司资产主要由存货、货币资金、合作开发形成的长期股权投资及往来款构成，伴随行业规模收缩，公司资产规模继续下降。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 8.39%，变化不大，其受限资金比例仅为 2.61%。伴随拿地收缩，公司存货逐年下降，截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 16.33%；其中开发产品占比 26.78，较上年底提升 1.81 个百分点；存货累计计提跌价准备 113.62 亿元，计提比例为 1.67%，公司存货减值计提比例低于同梯队央企，整体看计提比例很低，若房地产价格继续下行存在进一步减值的可能。因公司合作开发规模较大，其他应收款和长期股权投资规模维持较高水平，在当前市场下行环境中资金监管趋严的背景下，较大的合作开发规模使公司资金调配和项目运营的难度有所提升。截至 2025 年底，公司受限资产占总资产的比例为 9.34%，受限比例较低。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额规模及结构较上年底变化不大。

图表 8 • 截至 2025 年底公司受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	32.09	履约保证金等
存货	859.49	借款抵押
固定资产	32.11	借款抵押
投资性房地产	185.64	借款抵押
合计	1109.33	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模小幅下降但规模仍较大，未分配利润及少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底下降 3.76%，其中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 3.63%、5.48%、1.84%、47.52%和 41.79%。所有者权益结构稳定性较弱。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 3304.61 亿元，规模及结构变化不大。

（2）负债

公司负债规模有所下降，有息债务规模保持稳定，债务结构以长期债务为主，公司融资成本较低。

公司负债主要由合同负债、有息债务和应付类款项构成，伴随资产规模收缩负债总额也呈下降态势。截至 2025 年底，公司合同负债较上年底下降 26.35%，为 2025 年结转收入的 0.80 倍，公司合同负债对未来一年的业绩支撑有所下滑，公司营业收入面临下行压力。公司应付账款主要为预提成本费用和应付工程款，其他应付款主要为联营合营企业及其他关联方往来款和房地产合作方往来款，伴随开发业务规模收缩均有所下降。

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 3440.65 亿元，较上年底下降 2.48%，较上年底变化不大；公司短期债务占 20.53%，债务结构仍以长期债务为主；同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.26%、51.07%和 45.34%。公司融资成本较低，2025 年底公司综合融资成本持续下降至 2.72%，其中 2025 年的新增融资综合成本为 2.59%，同比下降 0.33 个百分点。

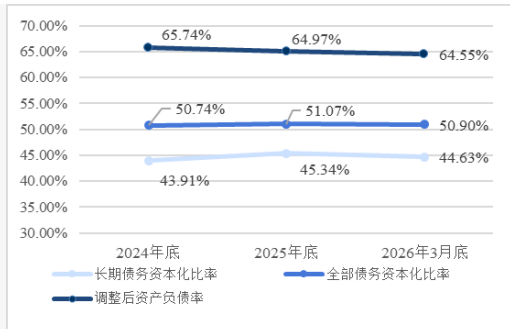
图表 9 • 公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	7225.99	72.80	5837.99	67.99	5774.00	68.28
应付账款	1458.38	14.69	1269.54	14.79	1206.56	14.27
其他应付款（合计）	1131.14	11.40	1007.63	11.73	1019.28	12.05
一年内到期的非流动负债	797.83	8.04	658.98	7.67	716.15	8.47
合同负债	3344.82	33.70	2463.32	28.69	2430.17	28.74
非流动负债	2699.80	27.20	2748.58	32.01	2681.76	31.72
长期借款	2081.32	20.97	2073.69	24.15	2140.76	25.32
应付债券	560.73	5.65	631.66	7.36	491.83	5.82
负债总额	9925.78	100.00	8586.57	100.00	8455.76	100.00
未分配利润	1578.19	46.07	1566.29	47.52	1581.54	47.86
归属于母公司所有者权益合计	1975.96	57.69	1918.89	58.21	1940.54	58.72

少数股东权益	1449.33	42.31	1377.47	41.79	1364.07	41.28
所有者权益合计	3425.30	100.00	3296.36	100.00	3304.61	100.00

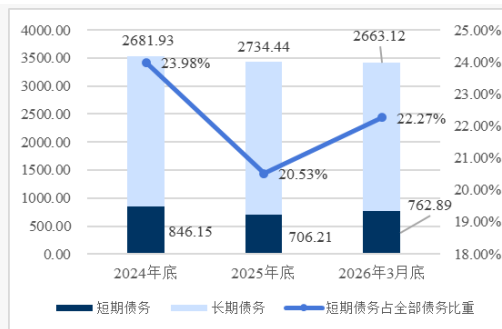
注：表中占比分别为占总负债和占所有者权益合计比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

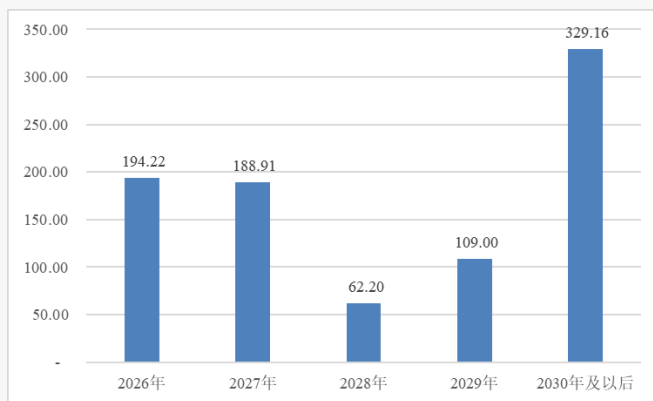
图表 11 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

在股东背景加持下，公司公开市场融资畅通，截至 2026 年 5 月 21 日，公司存续信用债余额 883.50 亿元，票面利率位于 1.80%~4.75% 区间。公司整体信用债到期/回售规模分布较为均匀，短期内偿还债券的压力小。

图表 12 • 截至 2026 年 5 月 21 日公司存续信用债到期/回售规模分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

3 盈利能力

2025 年，随着前期高价地的结转和市场持续下行，公司盈利指标有所下降，但整体盈利能力仍较强。

2025 年，受结转项目规模下降影响，公司营业总收入同比下降 1.13%，公司自 2022 年起陆续对存货及长期股权投资计提大额减值，但存货跌价准备计提比例仍低于行业平均水平，随着各地房价下行，仍存在进一步减值的可能。整体看，公司盈利指标持续下降，但仍属较好水平。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 15.74%，利润总额同比下降 53.95%。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	3116.66	3081.44	457.30
营业成本	2682.60	2688.57	395.58
期间费用	186.73	171.91	27.95
投资收益	17.90	-0.31	-0.54
资产减值损失	-50.56	-64.84	--
利润总额	155.81	97.37	21.88

净利润	97.37	50.22	11.91
营业利润率	12.03%	10.89%	11.52%
总资本收益率	2.23%	1.43%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 2025 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	华润置地控股有限公司	中海宏洋地产集团有限公司	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
营业总收入（亿元）	3081.44	1845.13	314.86	1547.28
销售毛利率	12.75%	21.24%	12.80%	13.76%
总资产报酬率	1.06%	2.98%	2.74%	0.89%
净资产收益率	0.53%	10.12%	4.71%	0.98%

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind，与报告中联合资信的数值或有偏差

资料来源：联合资信根据公开信息整理

4 现金流

2025 年，“以销定产”策略下公司经营活动现金流量保持净流入且净流入规模有所增长，投资活动现金流规模较小，伴随债务净偿还筹资活动现金流整体处于净流出状态。

2025 年，“以销定产”策略下公司经营活动现金流净额保持净流入且净流入规模同比有所增长，公司经营获现能力较强。公司投资活动产生的现金流规模较小且保持小幅净流出。2024 年以来，公司筹资活动现金流持续净流出。2026 年 1—3 月，公司持续围绕经营现金流抢抓回笼，经营活动现金流量继续净流入，投资活动及筹资活动现金流量保持净流出。

图表 15 • 公司现金流量表情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	2912.84	2355.75	428.81
经营活动现金流入小计	3729.90	3256.46	528.71
经营活动现金流出小计	3667.33	3104.56	441.98
经营活动现金流量净额	62.57	151.89	86.73
投资活动现金流入小计	28.65	33.94	1.10
投资活动现金流出小计	41.95	53.91	5.22
投资活动现金流量净额	-13.31	-19.97	-4.12
筹资活动前现金流量净额	49.26	131.92	82.61
筹资活动现金流入小计	1755.86	1335.92	232.48
筹资活动现金流出小计	1945.76	1595.75	268.95
筹资活动现金流量净额	-189.90	-259.83	-36.47

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司长短期偿债指标表现很好，或有负债风险小，备用流动性充足，财务弹性良好，考虑到其股东背景、品牌影响力以及较强的再融资能力，整体偿债能力极强。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	161.51	172.60	171.97
	速动比率（%）	51.00	58.15	59.96
	经营现金/短期债务（倍）	0.07	0.22	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.59	1.75	1.68

长期偿债指标	EBITDA (亿元)	236.41	174.25	--
	全部债务/EBITDA (倍)	14.92	19.75	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.68	1.49	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，2025 年底，公司现金短期债务比小幅增长，现金类资产对短期债务的覆盖程度非常好，流动资产对流动负债的保障能力良好。2025 年，公司 EBITDA 同比有所下降，同期末，公司所有者权益合计 3296.36 亿元，占总资产的 27.74%，所有者权益规模较大，可抵御较大程度资产减值，短期内发生利润总额层面亏损进而影响偿债能力的概率很低。截至 2026 年 3 月底，公司流动比率较上年底出现小幅下降。考虑到其股东背景、品牌影响力以及较强的再融资能力，公司整体偿债能力极强。

截至 2025 年底，公司担保余额（不包括对子公司的担保）31.49 亿元，占净资产的比例为 0.96%；对商品房承购人提供抵押贷款担保余额 496.73 亿元。

银行授信方面，凭借央企信用优势，公司在各大金融机构获得了充足授信。截至 2025 年底，公司银行贷款授信总额 8162 亿元，剩余未使用额度为 4119 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司及子公司保利物业服务股份有限公司分别为上海证券交易所和香港证券交易所上市公司，其直接融资渠道畅通。作为国有控股的大型房地产上市企业，公司构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，具备在不同市场环境下，快速、充分获取资金的能力。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司本部存在无重大未决诉讼及仲裁事项。

三、跟踪评级结论

基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司个体信用级别为 **aaa**，公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-2 保利发展控股集团股份有限公司评级方法、模型和打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

评级方法 [房地产企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

个体信用状况变动说明：保利发展指示评级和个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：保利发展外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

附件 1-3 保利发展控股集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1483.92	1347.05	1232.54	1279.10
应收账款（亿元）	38.21	49.32	76.22	90.51
其他应收款（合计）（亿元）	1503.81	1431.13	1303.21	1316.70
存货（亿元）	8695.08	7985.59	6681.75	6467.24
长期股权投资（亿元）	1042.96	1012.88	949.73	954.74
固定资产（亿元）	83.62	55.86	75.53	74.87
在建工程（亿元）	5.90	6.03	6.06	6.06
资产总额（亿元）	14369.12	13351.08	11882.92	11760.37
实收资本（亿元）	119.70	119.70	119.70	119.70
少数股东权益（亿元）	1384.84	1449.33	1377.47	1364.07
所有者权益（亿元）	3370.27	3425.30	3296.36	3304.61
短期债务（亿元）	740.38	846.15	706.21	762.89
长期债务（亿元）	2843.84	2681.93	2734.44	2663.12
全部债务（亿元）	3584.22	3528.07	3440.65	3426.01
营业总收入（亿元）	3468.94	3116.66	3081.44	457.30
营业成本（亿元）	2913.08	2682.60	2688.57	395.58
其他收益（亿元）	1.32	0.86	1.05	0.10
利润总额（亿元）	246.26	155.81	97.37	21.88
EBITDA（亿元）	335.74	236.41	174.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3384.61	2912.84	2355.75	428.81
经营活动现金流入小计（亿元）	4211.30	3729.90	3256.46	528.71
经营活动现金流量净额（亿元）	139.30	62.57	151.89	86.73
投资活动现金流量净额（亿元）	72.66	-13.31	-19.97	-4.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-499.62	-189.90	-259.83	-36.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	88.09	71.03	48.99	--
存货周转次数（次）	0.33	0.32	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.22	0.24	--
现金收入比（%）	97.57	93.46	76.45	93.77
营业利润率（%）	13.07	12.03	10.89	11.52
总资本收益率（%）	3.52	2.23	1.43	--
净资产收益率（%）	5.31	2.84	1.52	--
长期债务资本化比率（%）	45.76	43.91	45.34	44.63
全部债务资本化比率（%）	51.54	50.74	51.07	50.90
资产负债率（%）	76.55	74.34	72.26	71.90
流动比率（%）	68.17	65.74	64.97	64.55
速动比率（%）	155.89	161.51	172.60	171.97
经营现金流动负债比（%）	49.04	51.00	58.15	59.96
现金短期债务比（倍）	1.71	0.87	2.60	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	1.59	1.75	1.68
全部债务/EBITDA（倍）	2.10	1.68	1.49	--

注：1. 尾数差异由四舍五入造成； 2.“?”表示数据未获取，“--”表示数据无意义； 3.保利发展 2026 年一季度数据未经审计

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告及财务报表整理

附件 1-4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 2-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2-3 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务