



2023 年度 保利发展控股集团股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20231215M-02

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员与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 2023 年 5 月 19 日至 2024 年 5 月 19 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 5 月 19 日

评级对象	保利发展控股集团股份有限公司
主体评级结果	AAA/稳定
评级观点	中诚信国际肯定了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”）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、区域布局合理且土地储备充沛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以及合联营项目管理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	可能触发评级上调因素：不适用。 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。
正 面	
■ 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 ■ 区域布局合理，土地储备充沛 ■ 财务政策稳健，融资渠道畅通	
关 注	
■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战 ■ 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	

项目负责人：蒋 贍 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

保利发展（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	12,514.41	13,999.33	14,704.64
所有者权益合计（亿元）	2,666.99	3,029.14	3,221.92
负债合计（亿元）	9,847.42	10,970.19	11,482.73
总债务（亿元）	3,117.50	3,517.54	3,870.80
营业总收入（亿元）	2,432.22	2,850.24	2,811.08
净利润（亿元）	400.49	371.89	270.11
EBITDA（亿元）	583.05	566.35	418.32
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	151.56	105.51	74.22
营业毛利率（%）	32.56	26.78	21.99
净负债率（%）	62.41	59.92	65.69
总债务/EBITDA（X）	5.35	6.21	9.25
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.65	3.15	2.61

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公司 2020~2022 年审计报告整理。其中，2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年财务报表期初数，2022 年财务数据为 2022 年财务报表期末数。2、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。

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	--	2022/6/15	蒋滕、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	--	2016/10/21	王宝宁、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

同行业比较（2022 年数据）

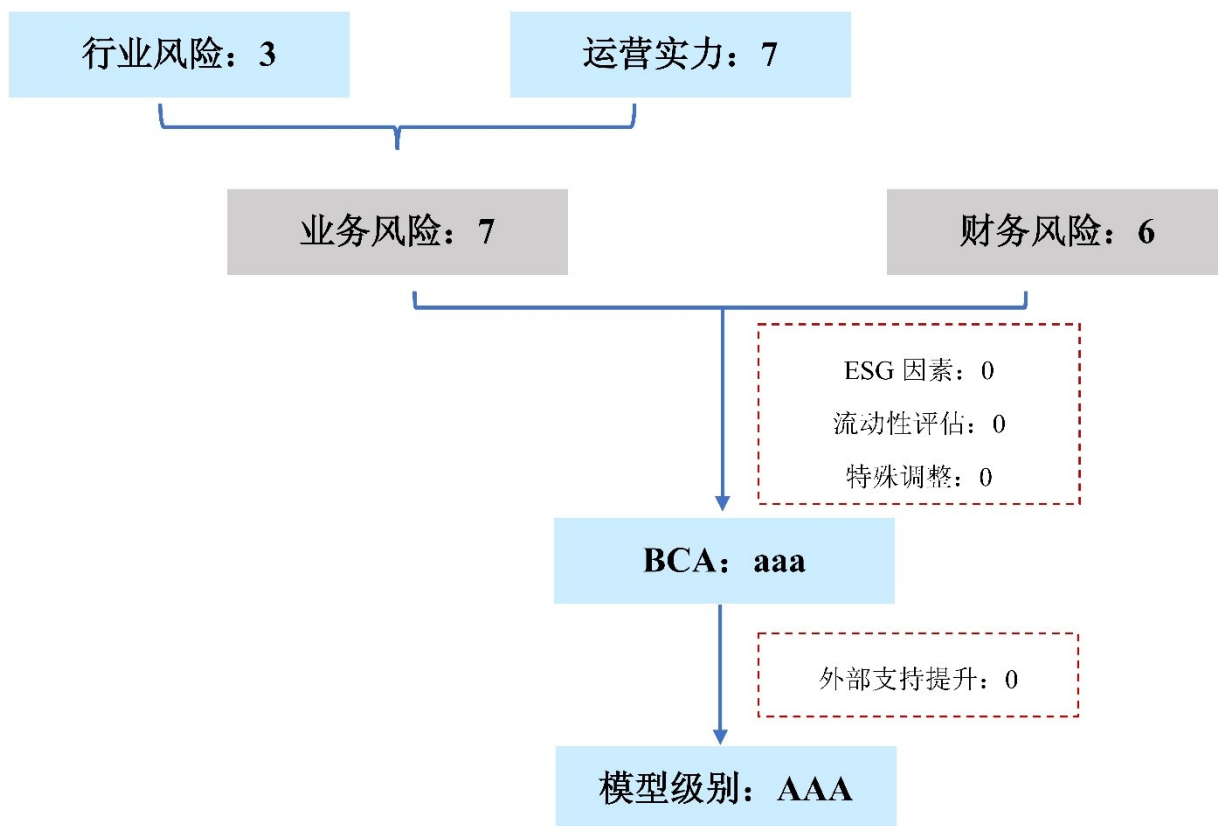
部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
万科企业	4,170	17,571.24	50.30	2.02	1.05	5,038.38	7.45	0.41
招商蛇口	2,926	8,864.71	41.72	2.07	1.09	1,830.03	4.97	0.36
保利发展	4,573	14,704.64	65.69	2.14	1.30	2,811.08	9.61	0.26

中诚信国际认为，保利发展规模优势显著，非受限货币资金对短期债务的保障能力极强，盈利能力处于行业较好水平；尽管与对比企业相比，保利发展销售回款对总债务的保障能力略低、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：“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ；“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。

● 评级模型

保利发展控股集团股份有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险：

保利发展属于房地产行业，行业风险评估为中等；保利发展具有极强的规模优势，项目储备可对其未来发展提供保障，整体经营稳健度极高，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

保利发展盈利能力较强，财务结构稳健，经营获现可对债务提供保障，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，保利发展具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和很低的财务风险。

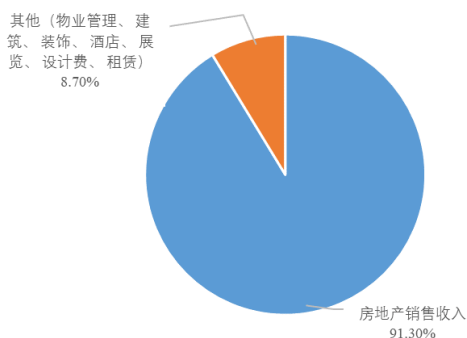
■ 外部支持：

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。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。

评级对象概况

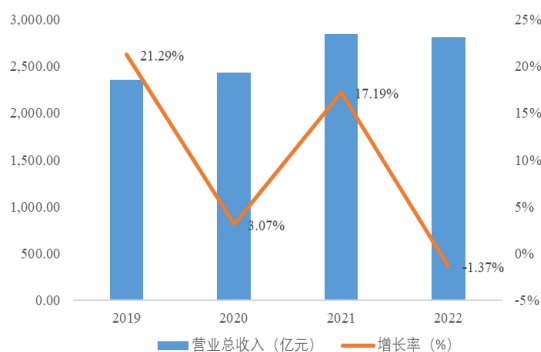
保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”或“公司”）的前身为广州保利房地产开发公司，是由中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）的全资子公司保利南方集团有限公司（原名为“保利科技南方公司”，以下简称“保利南方”）于 1992 年 9 月在广州市注册成立的全民所有制企业。2002 年 8 月，经原国家经济贸易委员会批准，由保利南方作为主发起人，联合华美国际投资集团有限公司和张克强等 16 位自然人共同发起设立保利房地产股份有限公司。2006 年 7 月，公司在上海证券交易所上市，证券代码 600048，股票简称“保利地产”。2018 年 10 月，公司名称变更为现名，2021 年 9 月，公司股票简称变更为“保利发展”。此外，公司作为保利集团旗下房地产业务的主要平台和载体之一，于 2018 年 6 月完成对同一集团下另一房地产业务主要平台保利置业集团有限公司（股票代码 0119.HK，以下简称“保利置业”）母公司保利（香港）控股有限公司 50% 股权的收购交割工作¹。公司主营业务为房地产开发与销售，并以此为基础构建涵盖物业服务、全域化管理、销售代理、商业管理、不动产金融等在内的多元产业体系。2022 年公司实现营业总收入 2,811.08 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年末，公司的控股股东为保利南方，后者持有公司 37.69% 的股权；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。

业务风险

宏观经济和政策环境

2023 年宏观经济修复预期有所加强，支撑经济运行的积极因素正在增多：服务业与消费回暖空间打开、稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。不过，宏观经济修复过程中仍面临多重风险挑战：其一，地缘冲突持续、中

¹ 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。

美国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其三，房地产对经济的拖累持续减轻，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策进一步加力提效，通过上调赤字率、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大力度稳增长，并将延续使用准财政工具，承担起稳增长的主力作用。稳健的货币政策精准有力，更加侧重结构性政策工具的使用，呵护与支撑实体经济发展。同时，2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

行业概况

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望，2023 年3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

运营实力

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，项目储备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。

凭借卓越的品牌影响力以及城市深耕的突出表现，公司拥有极强的规模优势；2022 年受市场下行影响，公司销售业绩出现一定下滑，但行业地位保持领先。

公司业务以商品住宅开发销售为主，围绕美好生活服务和产业金融服务开展相关业务布局。目前，公司产品已涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心和商贸会展等多业态；其中住宅业态方面，公司坚持普通住宅开发，打造“天-悦-和”三大产品系，具有卓越的品牌影响力。从项目运作情况看，2020~2022 年公司开工面积波动变化，其中 2022 年受市场下行影响，公司坚持“以销定产”原则，新开工面积同比下降 53.93%；2020~2022 年公司竣工规模较为稳定。截至 2022 年末，公司在建面积 14,739 万平方米，整体在建项目开发规模呈上升趋势。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	4,630	5,155	2,375
竣工面积	3,986	4,193	3,975

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来凭借卓越的品牌影响力和深耕区域的突出表现，公司建立了稳固的行业领先地位，在房地产行业下行的背景下，公司 2022 年销售金额和销售面积同比分别下降 14.51% 和 17.55%，但行业地位稳步提升，根据克而瑞签约销售金额排行榜，2020~2022 年公司全口径销售排名分别为第五位、第四位和第二位。销售均价方面，随着公司在珠三角及长三角区域的销售贡献度稳步提升，近年其整体销售均价有所提高。结算方面，公司结算金额呈上升趋势，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，近年来合计结算金额占比保持在 50% 以上。2023 年以来公司销售表现向好，2023 年 1~3 月公司销售金额和销售面积同比分别增长 25.84% 和 13.90%，克而瑞签约销售金额排行榜位列第一。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
销售面积（全口径）	3,409	3,333	2,748
销售金额（全口径）	5,028	5,349	4,573
销售均价（全口径）	14,750	16,049	16,642
结算面积	2,069	2,198	2,044
结算金额	2,264	2,608	2,566
结算均价	10,941	11,861	12,553

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司核心区域及城市聚焦战略执行效果良好，2022 年公司于 38 个核心城市的销售贡献达到 86%，其中，珠三角及长三角地区合计销售占比达 56%。从单城表现看，2022 年公司在 26 个城市销售排名第一，在 51 个城市销售排名前三，城市深耕效果显著。从销售回款情况看，公司回款率长期保持行业较高水平，2020~2022 年分别为 93.6%、93.8% 和 93.4%。

公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，项目区域布局合理，项目储备充沛且成本相对合理，为其未来发展形成保障。

土地储备方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略布局，在重点深耕珠三角、长三角、京津冀等城市群的同时，结合国内经济战略走向，逐步延伸至中部、西部、海峡西岸等国家重点发

展区域。截至 2022 年末，公司于全国一百余个城市的储备建筑面积²为 16,454.67 万平方米，其中储备建筑面积排名前十的城市分别为广州、佛山、武汉、成都、长沙、茂名、昆明、青岛、北京和东莞，上述城市储备建筑面积合计占比为 36.54%。由于公司保持投资定力，坚持深耕战略，储备项目丰富且成本相对合理，但需对部分城市能级偏低及需求支撑不足城市的项目去化情况保持关注。

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很低，整体经营稳健度极高。

公司通过公开市场招拍挂、城市更新、产业拓展、兼并收购等多元化渠道获取项目，项目拓展能力持续提升，新增储备项目平均楼面地价较当年销售均价整体处于较低水平。2020~2022 年，公司新增土地储备金额占当年销售金额的比例分别为 46.80%、34.72%和 35.27%，土地投资节奏稳健。拿地区域方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，2022 年于 38 个核心城市的拓展金额占比达 98%，随着新获取项目城市能级提升，当年新增土地楼面均价明显增长。

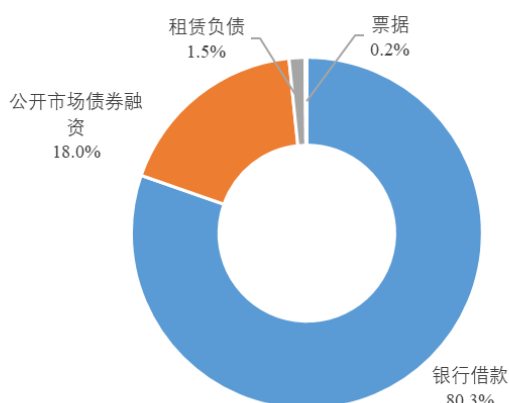
表 3：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
新拓展项目	146	145	91
新增土地容积率面积	3,186	2,722	1,054
新增土地总地价	2,353	1,857	1,613
新增土地楼面均价	7,388	6,821	15,304

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

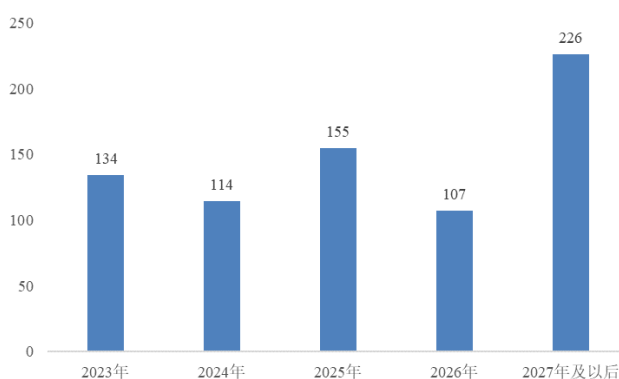
融资渠道方面，公司融资方式以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为其重要融资手段，综合融资成本逐年下降，具备很强的融资成本优势。公司与金融机构保持友好合作关系，在近期市场整体融资环境收紧的背景下，公司保持了通畅的融资渠道，且融资成本较低，可为业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度极高。

图 3：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司境内外债券到期/回售分布情况（单位：亿元³）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

² 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。

³ 其中，美元债金额按照 2023 年 4 月 4 日中国人民银行官网汇率中间价 6.8699 折算为人民币金额。

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”，股票代码“06049.HK”）运营。截至 2022 年末，保利物业在管面积达 5.76 亿平方米，合同面积达 7.72 亿平方米，2022 年全年实现营业收入 136.87 亿元。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，公司适度持有经营性物业，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。

表 4：近年来公司持有型物业出租情况（个、万平方米、亿元）

经营业态	项目数量	总建筑面积	可供出租面积/房间数 (套)	经营收入
酒店	17	81.35	4,477	7.88
写字楼	16	65.45	55.45	10.18
购物中心	20	111.45	69.90	4.93
展馆	1	19.56	14.45	2.18
租赁住房	19	32.22	6,641	0.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，保利发展初始获利空间持续收窄，考虑到当前行业下行背景，其整体盈利能力仍处于同行业较好水平；公司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；债务规模持续增长，但债务期限合理，财务结构稳健。2022 年由于销售规模下滑，公司经营获现有所减弱，经营获现对债务的支撑力度有所下降。

盈利能力

公司初始获利空间持续缩窄，盈利指标亦呈现下滑趋势，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。

近年来，公司营业收入呈增长趋势，同时，受全国热点城市限价等调控政策及前期部分项目获取成本偏高的影响，行业整体初始获利空间缩窄，公司房地产销售板块的毛利率持续下滑，未来随着高地价项目的陆续结转，毛利率或将延续承压，但整体仍处于行业较好水平。

期间费用方面，随着业务的不断发展，公司期间费用呈上升趋势，细分来看，随着销售代理费用增长，销售费用持续上升；由于咨询费等支出减少，公司 2022 年管理费用（含研发费用，下同）同比下降 12.91%。财务费用方面，由于公司将部分借款费用资本化，且财务成本维持在较低的水平，公司费用化利息支出规模相对较小，整体期间费用率水平较低，费用控制能力保持在较好水平。盈利表现方面，随着公司高地价项目结转规模增长，公司经营性业务利润呈下降趋势；此外，近年公司合作项目产生的投资收益持续为其利润产生贡献，但 2022 年受行业下行影响，规模贡献小幅降低；同时，2019 年公司对位于合肥和厦门的项目计提跌价准备，并根据市场销售情况于 2020 年和 2021 年转回部分存货跌价准备；2022 年资产减值损失中存货跌价损失 8.86 亿元、长期股权投资减值准备 2.73 亿元，其中存货跌价损失系对位于济南、珠海、天津的项目计提跌价准备。受毛利率下行的影响，公司盈利指标呈下滑趋势，但对比同行业，公司盈利能力仍处于业内较好水平。

表 5：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	2,263.80	33.48	2,607.67	27.13	2,565.78	21.19
其他业务	167.29	20.16	241.66	22.95	244.39	24.04
合计	2,431.09	32.56	2,849.33	26.78	2,810.17	21.99

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

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
营业毛利率	32.56	26.78	21.99
期间费用率	6.42	6.19	6.12
经营性业务利润	453.03	432.55	317.99
投资收益	61.41	62.11	42.01
资产减值损失	-8.49	-0.95	11.56
信用减值损失	0.71	1.53	1.22
EBITDA	583.05	566.35	418.32
利润总额	525.39	500.35	353.01
净利润率	16.47	13.05	9.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司具有规模优势，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；债务规模持续上升，债务期限结构良好，财务结构稳健。

公司具有规模优势，从资产结构来看，存货、货币资金、其他应收款和长期股权投资是其主要构成，近年合计占比保持在 89%左右。具体来看，随着公司补充项目资源及开发投入，公司存货规模呈稳步上升态势，开发产品占比亦持续上升；受益于业务扩张以及稳中有升的销售回款率，公司货币资金逐年增加；近年来随着联合营企业投资逐步增加，公司其他应收款保持较大规模，在当前房地产行业波动背景下，对公司合作项目的经营及资金管理能力提出更高挑战；由于合作开发项目规模增长，公司对联营、合营企业投资的不断增加，公司长期股权投资持续增长。

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。其中合同负债余额较大，截至 2022 年末，公司合同负债为当年房地产销售收入的 1.61 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、联合营企业及其他关联方往来款和保证金押金构成。近年来公司融资需求随经营规模拓展而增长，债务规模呈稳步上升趋势，短期债务占比保持在合理水平，债务期限结构合理。

所有者权益构成方面，得益于公司利润不断积累，自有资本得以夯实；受合作开发项目增多的影响，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益亦有所提升；此外，近年来，公司永续债保持一定规模，2022 年末账面价值为 90.10 亿元。财务杠杆方面，近年来公司在保持规模扩张的同时净负债率整体控制在稳定水平，财务结构稳健。

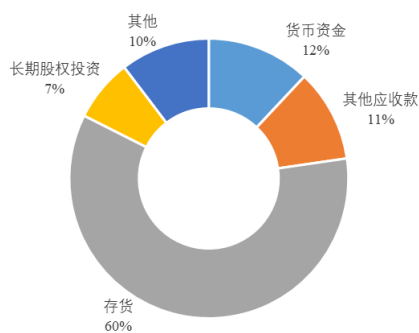
表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
货币资金	1,460.19	1,713.84	1,765.37
其他应收款	1,532.46	1,578.49	1,574.09

存货	7,414.75	8,096.56	8,778.93
开发产品/存货	9.10	12.47	19.06
存货周转率	0.25	0.27	0.26
长期股权投资	725.50	950.89	1,062.50
流动资产占比	90.79	89.10	88.43
总资产	12,514.41	13,999.33	14,704.64
其他应付款	1,405.25	1,474.14	1,352.35
合同负债（含预收款项）	3,664.99	4,168.69	4,129.13
总债务	3,117.50	3,517.54	3,870.80
短期债务/总债务	25.50	21.08	21.13
净负债率	62.41	59.92	65.69
少数股东权益	864.07	1,073.54	1,259.27
所有者权益	2,666.99	3,029.14	3,221.92

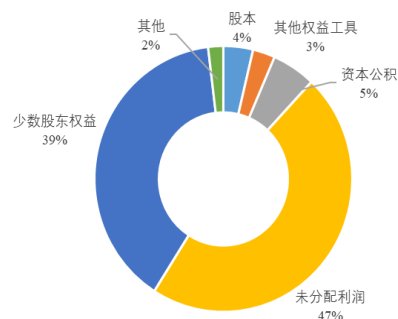
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2022 年末公司总资产构成



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

现金流及偿债情况

公司非受限货币资金对短期债务的覆盖程度良好；经营获现有所减弱，其对债务的覆盖程度以及 EBITDA 对债务本息覆盖程度均有所下降。

近年来，公司经营活动净现金流始终为净流入状态，2022 年由于销售下滑，回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 21.57%，对总债务的覆盖度有所降低；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，2022 年公司对非并表公司的投资支出减少，投资活动现金流呈净流入态势；公司融资渠道畅通，但 2022 年由于合作方投入减少、赎回永续债增加，公司筹资活动现金流呈净流出态势。

近年来公司总债务规模持续上升，同时，其盈利指标亦出现下滑，EBITDA 对债务本息覆盖程度有所降低。此外，由于销售回款规模减少，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金可对债务的覆盖程度下降。近年来公司非受限货币资金规模稳步增长，可对短期债务形成覆盖。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	151.56	105.51	74.22
销售商品、提供劳务收到的现金	3,229.86	3,789.25	2,971.71
投资活动净现金流	-69.27	-199.87	6.37
筹资活动净现金流	-18.78	344.58	-30.15

非受限货币资金/短期债务	1.83	2.30	2.14
总债务/EBITDA	5.35	6.21	9.25
EBITDA 利息保障倍数	3.65	3.15	2.61
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.97	0.93	1.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 1,741.72 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 10.95 亿元、1,603.22 亿元和 101.28 亿元，受限资产占当期末总资产的 11.84%。此外，截至 2022 年末，公司受监管的预售房款为 479 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保（不含子公司）余额为人民币 171.21 亿元，占净资产的比重为 5.31%，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 2022 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，2020~2023 年 2 月 22 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⁴

假设

- 2023 年，预计保利发展全年销售规模同比小幅增长。
- 2023 年，预计保利发展全口径土地投资规模同比小幅增长。
- 2023 年，预计保利发展收入规模略有上升。

预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	59.92	65.69	58.7~65.7
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	0.93	1.30	1.3~1.5

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，保利发展流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

公司销售回款规模保持在行业较好水平；截至 2022 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 2,530 亿元，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

⁴ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

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。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道非常顺畅，其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出，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。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司大力推广绿色施工，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。

环境方面，公司积极践行绿色设计理念，在建筑与施工中不断创新绿色建造技术，推进施工现场节能减排，加强施工过程污染防治，全面提升绿色施工管理水平，2022 年公司建筑面积全部达到绿色建筑设计标准。同时，公司按照“资源消耗减量化、资源利用循环化”的减碳思路，优化能源管理机制，加快清洁能源应用，推进水资源节约利用，强化废弃物处置能力，提升资源综合利用水平，助力实现低碳发展。

社会方面，公司持续完善安全生产管理体系，切实落实安全生产管理责任，切实保障员工的职业安全，2022 年，公司未发生较大及以上等级安全生产事故。员工发展方面，公司持续加强员工培养，以人力资源管理体系及相关规定为依托，构建了全方位的员工培养体系，同时积极开展各类员工关怀活动，提升员工的幸福感和归属感，员工稳定性较好。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

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 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（00119.HK）、保利文化（03636.HK）、保利物业（06049.HK）。截至 2023 年 3 月末，保利集团总资产为 18,126.48 亿元，所有者权益合计 3,991.87 亿元，资产负债率为 77.98%；2022 年保利集团营业总收入为 4,553.75 亿元，净利润为 291.27 亿元；2023 年 1~3 月保利集团营业总收入为 720.62 亿元，净利润为 41.08

⁵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。

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。

同行业比较

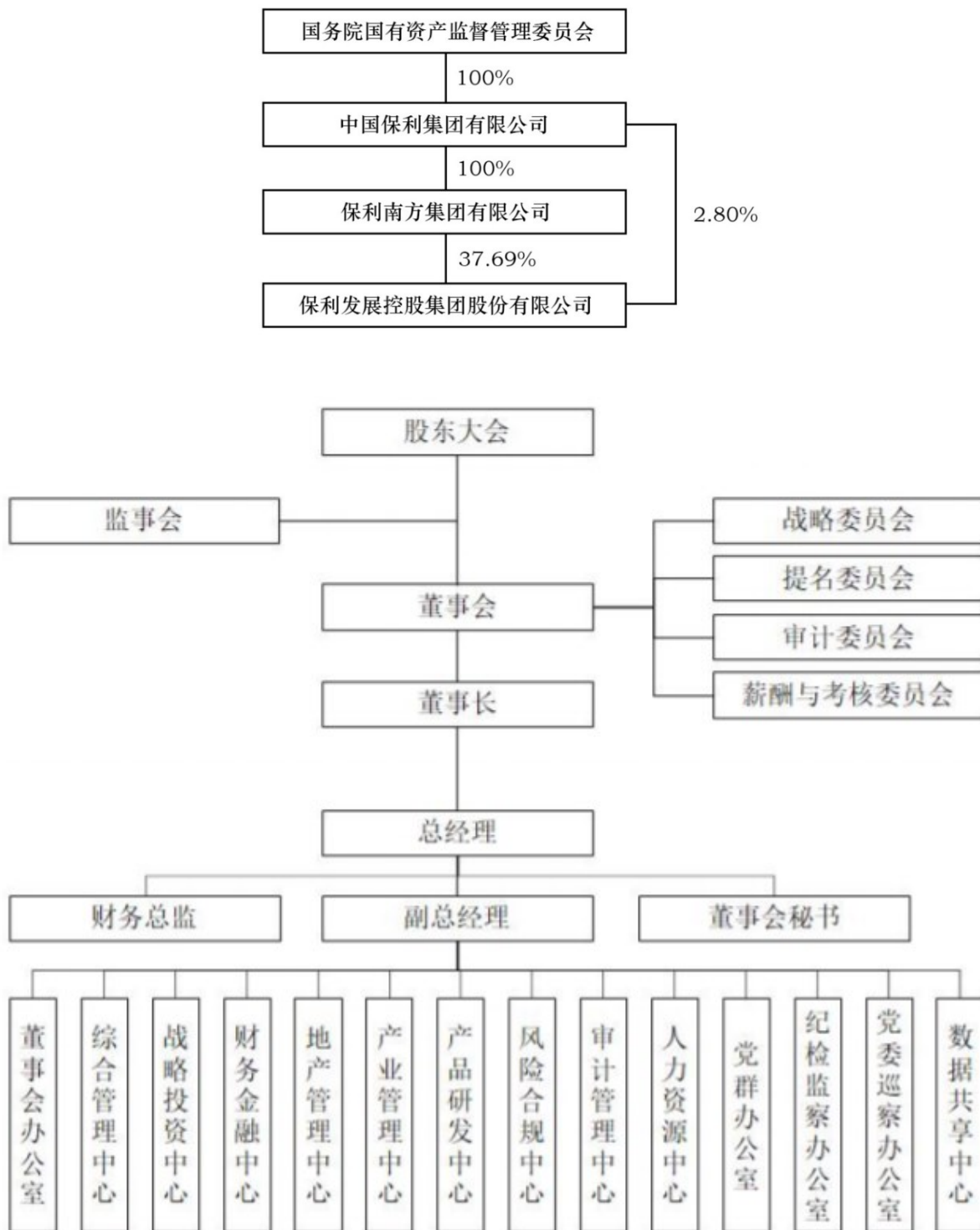
中诚信国际选取了万科企业股份有限公司和招商局蛇口工业区控股股份有限公司作为保利发展的可比公司，上述两家企业与公司 在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，保利发展规模优势显著，非受限货币资金对短期债务的保障能力极强，盈利能力处于行业较好水平；尽管与对比企业相比，保利发展销售回款对总债务的保障能力略低、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。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定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。

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）	2020	2021	2022
货币资金	14,601,854.57	17,138,445.60	17,653,707.92
其他应收款	15,324,555.09	15,784,867.31	15,740,900.08
存货	74,147,538.37	80,965,646.27	87,789,319.33
长期投资	7,521,082.34	9,826,699.84	10,835,019.73
固定资产	766,195.58	1,127,520.68	1,014,675.61
在建工程	54,646.25	57,106.37	57,106.37
无形资产	42,976.68	40,416.42	37,096.76
投资性房地产	2,128,150.44	2,729,465.95	3,078,487.84
资产总计	125,144,099.39	139,993,305.29	147,046,440.85
预收款项	36,649,928.39	41,686,862.00	41,291,312.10
其他应付款	14,052,458.35	14,741,385.21	13,523,515.39
短期债务	7,949,514.74	7,414,431.89	8,180,118.50
长期债务	23,225,498.40	27,760,955.51	30,527,855.37
总债务	31,175,013.13	35,175,387.40	38,707,973.87
净债务	16,645,939.23	18,149,357.51	21,163,749.20
负债合计	98,474,154.30	109,701,859.14	114,827,290.07
所有者权益合计	26,669,945.10	30,291,446.14	32,219,150.78
利息支出	1,595,334.24	1,799,510.10	1,604,367.52
营业总收入	24,322,247.61	28,502,410.42	28,110,823.83
经营性业务利润	4,530,315.87	4,325,494.44	3,179,858.12
投资收益	614,142.14	621,115.34	420,100.84
净利润	4,004,928.72	3,718,947.58	2,701,109.53
EBIT	5,700,616.68	5,452,989.38	3,953,381.12
EBITDA	5,830,542.25	5,663,536.25	4,183,226.25
销售商品、提供劳务收到的现金	32,298,598.21	37,892,450.93	29,717,061.43
经营活动产生的现金流量净额	1,515,589.53	1,055,121.72	742,237.71
投资活动产生的现金流量净额	-692,744.90	-1,998,658.27	63,732.05
筹资活动产生的现金流量净额	-187,793.71	3,445,777.99	-301,540.75
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	32.56	26.78	21.99
期间费用率（%）	6.42	6.19	6.12
EBITDA 利润率（%）	23.98	19.88	14.89
净利润率（%）	16.47	13.05	9.61
净资产收益率（%）	16.14	13.06	8.64
存货周转率（X）	0.25	0.27	0.26
资产负债率（%）	78.69	78.36	78.09
总资本化比率（%）	53.89	53.73	54.57
净负债率（%）	62.41	59.92	65.69
短期债务/总债务（%）	25.50	21.08	21.13
非受限货币资金/短期债务（X）	1.83	2.30	2.14
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.00	-0.02	-0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.01	-0.10	-0.12
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.95	0.59	0.46
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.97	0.93	1.30
总债务/EBITDA（X）	5.35	6.21	9.25
EBITDA/短期债务（X）	0.73	0.76	0.51
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.65	3.15	2.61

注：1、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用计算。

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
盈利能力	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
	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
现金流	净利润率	净利润/营业收入
	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