



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪097号

保利房地产（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“保利房地产（集团）股份有限公司2008年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年六月十四日

保利房地产（集团）股份有限公司 2008 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	保利房地产（集团）股份有限公司
担保主体	中国保利集团公司
发行规模	人民币 43 亿元
存续期限	2008/07/11-2013/07/10
上次评级时间	2012/06/15
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定

概况数据

保利地产	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	320.20	420.64	547.80	566.71
总资产（亿元）	1,523.28	1,950.15	2,511.69	2,744.31
总债务（亿元）	586.43	681.88	815.22	894.52
营业总收入（亿元）	358.94	470.36	689.06	74.39
营业毛利率（%）	34.12	37.20	36.19	35.62
EBITDA（亿元）	76.30	107.84	146.26	-
所有者权益收益率（%）	17.19	17.51	18.22	4.82
资产负债率（%）	78.98	78.43	78.19	79.35
总债务/EBITDA（X）	7.69	6.32	5.57	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.99	2.36	5.18	-
中国保利集团	2010	2011	2012	
货币资金（亿元）	407.82	347.51	534.24	
所有者权益（亿元）	526.90	658.84	884.62	
总资产（亿元）	2,384.71	2,934.35	3,828.58	
总债务（亿元）	975.35	1,123.27	1,311.14	
EBITDA（亿元）	120.32	169.56	214.91	
资产负债率（%）	77.91	77.55	76.89	

注：保利地产 2013 年一季度所有者权益收益率未年化；
上述所有者权益包含少数股东权益。

分析师

田红霞 hxtian@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 14 日

基本观点

2012 年，在行业景气度缓慢回升的背景下，保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称为“保利地产”或“公司”）业绩稳定增长，销售金额首次突破千亿元，市场占有率稳步提升，行业龙头地位显著。同时，公司区域布局更加完善，现有土地储备能够支撑其未来业务规模的扩张；较大量的预收账款和已售未结算资源为其 2013 年业绩提供了极为有力的保障。2012 年公司资金回笼情况良好，整体负债水平保持稳中有降，财务杠杆控制在合理水平。尽管中国房地产行业受调控政策影响而波动，但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）认为公司凭借较强的规模优势、快速开发快速销售策略和良好的品牌影响力已成为公司独特的竞争优势，能够使其在不利的市场环境中稳定运营，具备极强的抵御风险能力。

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，维持保利地产主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

正 面

- 行业集中度进一步提升，行业龙头领先优势继续扩大。2012 年房地产市场调控推动了行业进一步整合，行业集中度有所提升，房地产开发企业分化明显，呈现强者恒强态势，龙头企业领先优势继续扩大。
- 销售金额首次突破千亿元，未来业绩有保障。截至 2012 年 12 月 31 日，公司签约金额达到 1,017.39 亿元，同比增长 38.91%；预收账款高达 905.47 亿元，是同期营业总收入的 1.31 倍；年末已售未结算资源约 1,000 万平方米，为其 2013 年业绩的提升提供了极有力的保障。
- 可结算资源充足，能够支撑业务持续扩张。截至 2012 年末，公司共有在建拟建项目 184 个，规划总建筑面积约为 9,238 万平方米；其中待开发 4,278 万平方米（按规划建筑面积计），现有土地储备总量充足，能够支撑其业务规模的持续扩张。

- 财务结构稳健，整体偿债能力极强。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别同比下降 0.24 和 2.04 个百分点，同期 EBITDA 利息倍数为 5.18 倍，对利息支出的保障能力极强。

关 注

- 行业整体利润水平回落的影响。随着政府对房地产行业的调控持续加压，整个行业的利润水平逐渐回落，对公司盈利能力造成一定的负面影响。2012 年，公司营业毛利率为 36.19%，同比下降 1.02 个百分点。

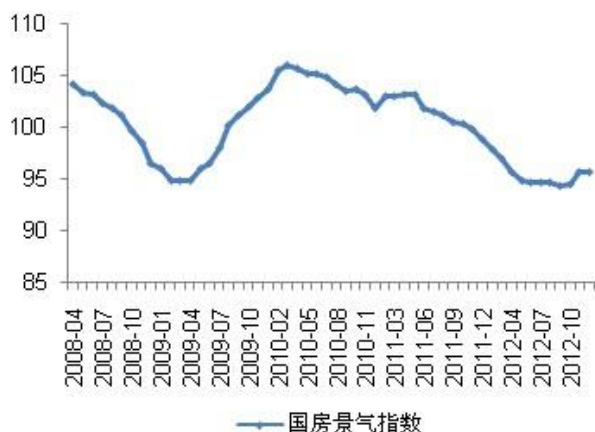
行业关注

2012年以来国家继续保持房地产调控从紧的政策，抑制投资投机性需求并支持合理自住需求。随着调控政策效应基本释放，全国房地产开发投资和销售增速进一步回落，房地产市场平稳发展

2012年是楼市调控持续深入的一年，中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向：一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

从景气度来看，国房景气指数 2011 年持续走低，进入 2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.57 点，较上年末降低 4.5 点；9 月份以后随着金九银十两月销售回升，以及开发商资金状况改善增强，开工能力增强，全国库存压力缓解，房地产景气程度缓慢回升。截止 2012 年 12 月国房景气指数为 95.59，进入 2013 年，国房景气指数承接回升势头，截至 3 月升至 97.56 点。

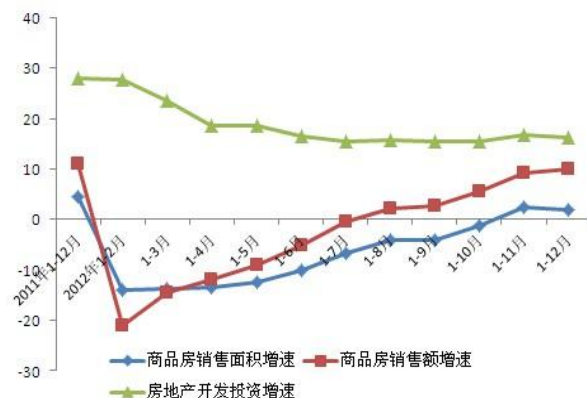
图 1：2008 年 4 月以来国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从市场表现来看，2012 年楼市成交量基本持平，全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速较上年基本一致。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。

图 2：2012 年全国商品房投资开发及销售增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从地区来看，东部地区的销售面积和销售额的增长情况好于中、西部地区，主要系东部地区一、二线城市密集，规模聚集效应优势明显。从全国 24 个样本城市中看，2012 年一、二线城市的销售面积同比分别上涨 33% 和 32%，而三、四线城市涨幅较 2011 年大幅收窄。其原因在于，2011 年一二线城市深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着 2012 年政策效应基本释放完毕，需求得以集中释放；而三四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三四线的浪潮，导致前期诸多热点三四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。

表 1：2012 年中国分地区商品房销售增长情况

地区	商品房销售面积		商品房销售额	
	绝对数 (万 m ²)	同比增长 (%)	绝对数 (亿元)	同比增长 (%)
全国总计	111,304	1.8	64,456	10.0
东部地区	53,224	5.7	38,413	12.9
中部地区	30,140	2	13,020	8.5
西部地区	27,940	-5.3	13,023	3.7

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

市场供应方面，2012 年全国房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百

分点。其中，住宅投资 49,374 亿元，增长 11.4%，占房地产开发投资的比重为 68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积 573,418 万平方米，比上年增长 13.2%；其中，住宅施工面积 428,964 万平方米，增长 10.6%。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，比上年下降 19.5%，土地成交价款 7,410 亿元，下降 16.7%。2012 年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，在销售市场平稳的背景下，房地产开发企业投资力度有所减弱，投资趋于平稳。

货币政策方面，2012 年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然严格执行“差别化房贷”政策，但 2012 年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速继续回升。截至 2012 年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额 12.11 万亿元，同比增长 12.8%。其中，地产开发贷款余额 8,630 亿元，同比增长 12.4%；房产开发贷款余额 3 万亿元，同比增长 10.7%；个人购房贷款余额 8.1 万亿元，同比增长 13.5%。

表 2：2010~2012 年房地产开发企业资金来源情况

	2010	2011	2012
资金来源合计（亿元）	72,494	83,246	96,538
增速	25.40%	14.10%	12.70%
其中：自筹资金（亿元）	26,705	34,093	39,083
占比	36.84%	40.96%	40.48%
增速	48.80%	28.00%	11.70%
国内贷款（亿元）	12,540	12,564	14,778
占比	17.30%	15.09%	15.31%
增速	10.30%	0.19%	13.2%
利用外资（亿元）	796	814	402
占比	1.10%	0.98%	0.42%
增速	66.00%	2.90%	-48.8%
其他来源（亿元）	32,454	35,775	42,275
占比	44.77%	42.98%	43.79%
增速	15.90%	8.60%	14.70%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012 年，房地产开发企业本年资金来源累计 9.65 万亿元，比上年增长 12.7%，增速比上年回落 1.4 个百分点。从资金来源结构来看，自筹资金和其他来源成为房地产企业主要的资

金来源。在其他资金中，定金及预收款 2.66 万亿元，增长 18.2%，个人按揭贷款 1.05 万亿元，增长 21.3%。此外，国内贷款的规模也有所提升，达 1.48 万亿元，同比增长 13.2%。

房企分化更趋明显，企业集中度持续上升；同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立

2012 年以来，国内主要的房地产企业销售情况明显好转，大部分全国性房企累计销售额同比实现正增长，其中万科、绿地集团、保利地产均进入千亿元级梯度。从业绩完成情况来看，绝大多数的企业如绿城、华润、保利、中海、世贸、恒大等完成度较为理想。房地产企业的分化则表现为强者恒强，大企业领先优势继续扩大，中型企业不进则退，小企业面临边缘化。

经过两轮的宏观调控，房地产行业加速洗牌，企业集中度持续上升，但行业整体利润水平逐渐回落。2012 年，房地产销售千亿元级梯队里的企业已有 3 家，据国家统计局数据显示，2012 年前三季度，行业排名前 10 的房企企业占全国市场的比例达 14.06%，较上年同期增长了 1.48 个百分点；行业排名前 20 的房企销售金额占比为 19.25%，同比增长了 2.14 个百分点，行业集中度继续上升。2012 年房地产企业利用市场回暖期加紧去库存化，快销有助于资金回笼，从而使得全年的销售表现优于上年，但去利润化也成为当年行业的主基调。随着政府对房地产行业的调控持续加压，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

短期内国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，房产市场仍需要谨慎看待，但在进一步推进城镇化建设的背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好

短期来看，在经济增速趋缓的大背景下，2013 年我国房地产业发展环境有望改善，但“调控”与“保障”仍是政府工作的重点。在 2012 年 12 月 25 日召开的住建部年度工作会议上，住建部部长姜伟新明确表示，2013 年要坚定不移地搞好房地产市场调控，继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和限

购措施，坚决抑制投机投资性住房需求，支持合理自住和改善性需求。会议还透露将继续加快推进房产税改革试点扩大工作，随着长效机制的逐渐完善，房产税或将成为房地产调控的新方向，同时，继续加大保障性住房建设力度也仍是 2013 年的重点。2013 年随着新“国五条”的颁布，国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，主要是抑制投资、投机需求，短期内房地产市场需要谨慎看待。

从中长期来看，中国持续的城镇化建设、居民财富的快速增长以及国民经济支柱产业的地位，均有利于房地产行业持续向好。而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显。

业务运营

2012年，公司营业总收入达到689.06亿元，同比增长46.50%；其中，主营业务收入为688.74亿元，房地产销售占主营业务收入的比例为96.28%，主营业务占比稳定。

2012年公司销售金额首次突破千亿元，市场占有率稳步提升，同时，大量预收账款和已售未结算资源极好地保证了未来一年业绩

项目运营方面，2012年公司新开工面积达到1,410万平方米，同比减少6.19%；竣工面积943万平方米，同比增长67.05%，竣工面积的快速增长为其销售业绩的增长提供有力保障。截至2012年12月31日，公司共有拟建在建项目184个，在建面积（按规划建筑面积计）达到4,960万平方米。2013年，公司计划新开工面积约1,600万平方米，计划竣工面积约1,000万平方米，新开工面积的增加为公司可持续增长奠定良好基础，同时也对公司资金及运营能力提出了较高要求。

表 3：公司 2011~2012 年运营情况

单位：万平方米、亿元

	2011	同比增长	2012	同比增长
新开工面积	1503	50.27%	1410	-6.19%
竣工面积	565	23.17%	943	67.05%
签约面积	650.29	-5.54%	901.13	38.57%
签约金额	732.42	10.69%	1017.39	38.91%
结算面积	550.88	25.15%	636.08	15.47%
结算金额	451.32	30.06%	663.14	46.93%

资料来源：公司定期报告

销售方面，在行业景气度缓慢回升的前提下，公司以中小户型普通住宅为主的市场定位，实现了销售业绩快速增长。2012年公司商品房中住宅占比达到86%，其中144平方米以下的普通住宅成交套数占比高达92%；商业类产品（含商铺、写字楼、公寓等）销售签约额近140亿元，约占销售签约额的14%，其中广州中达广场、天津大都会、北京东郡、佛山中环广场等项目写字楼整售近40亿元。

2012年，公司房地产签约面积为901.13万平方米，同比增长38.57%；签约金额达到1,017.39亿元，同比增长38.91%；签约销售均价达到11,290万/平方米，与上年基本持平。2012年公司市场占有率达到1.58%，较2011年提升0.34个百分点。截至2012年12月31日，公司预收账款达到905.47亿元，是当年营业总收入的1.31倍；同时，年末已售未结算资源约1,000万平方米，为其2013年业绩的提升提供了有力的保障。

表 4：2010~2012 年公司销售情况

单位：万平方米、亿元

		2010	2011	2012
保利地产	签约面积	688.39	650.29	901.13
	签约金额	661.68	732.42	1,017.39

资料来源：中诚信资讯，公司定期报告

结算方面，2012年公司实现房地产结算面积636.08万平方米，结算收入663.14亿元，同比分别增长15.47%和46.94%，结算均价¹为10,425.44元，同比增长27.25%。公司结算价格的提升主要受益于公司项目区位优势以及开发价值的不断提升。

区域分布方面，公司规模化经营效益显现，已进驻城市的市场份额提升。2012年，公司已覆盖国内43个大中型城市，进一步完善了区域布局。2012

¹ 结算均价=结算金额/结算面积

年公司重点区域表现突出，广东、北京、成都、华南、上海、天津和武汉等7个区域销售签约额超过50亿元，销售签约贡献率达66.67%，其中广州、北京的销售额分别为196亿元和126亿元。

图3：2012年公司营业收入地区分布



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司坚持一、二线中心城市为主的战略布局，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张，资本支出压力较小

2012年公司在新增项目获取上继续延续了上年的等量拓展原则，全年新项目拓展40个，其中23个项目为底价或底价附近获取；36个项目位于一、二线中心城市；24个项目为合作获取，合作方以品牌房地产开发商、专业房地产基金为主。2012年公司新增容积率面积1,319万平方米（其中公司权益容积率面积861万平方米）。

表5：2012年公司土地储备情况

指标	单位：万平方米		
	2010	2011	2012
按权益计新增土地储备	1441	677	861
新增项目（个）	45	23	40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目资源分布方面，公司2012年坚持一二线城市中心城市为主的战略布局，新进入西安、三亚、江门、郴州等4个城市，已进入城市达43个，进一步完善了区域布局。截至2012年末，公司共有在建拟建项目184个，规划总建筑面积约为9,238万平方米；其中待开发4,278万平方米（按规划建筑面积计），约71%位于一、二线中心城市。我们认为公司现有土地储备总量充足，能够支撑其业务规模的持续扩张；资源分布以一、二线中心城市为主，能够受益于中心城市人口密集、规模聚集效应等优势而具备

良好的发展前景；但另一方面，中心城市限购政策的延续，也将公司业务运营造成一定的影响。

图4：截至2012年末公司待开发项目分布情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012年公司新增项目平均楼面地价3,386元/平方米，新增土地储备总价款共计447亿元。截至2012年12月31日，公司未付地价款128.11亿元，加上建安工程合同未支付款项等，未支付的约定资本项目支出共计468.25亿元，其中需要一年内支付的为372.65亿元。考虑到行业景气度的缓慢回升以及账面326.73亿元的货币资金，公司支付压力较小。

商业地产发展方面，2012年公司继续大力培育和发展商业地产经营、房地产基金、养老地产等战略业务。截至2012年末，公司持有运营的商业物业约100万平方米，业态涵盖写字楼、酒店、展馆、购物中心等商业形态，实现租赁及经营收入超过9亿元；公司房地产基金管理资金规模突破120亿元人民币，基金管理公司实现税后利润超过2亿元。此外，2012年公司推出了首个养老产品—保利安平和熹会·林语乐龄中心，正式试水养老产业。公司商业地产规模的扩张为其实现住宅开发与商业地产运营相互驱动奠定了较好的基础。

总体看，公司坚持以普通住宅开发为主的经营策略，提高中小型比例和产品性价比，并坚持快速周转策略，加快资金回笼，2012年销售业绩实现了快速增长。同时大量预收款以及已售未结算资源极好地保障了未来一年的业绩。此外，商业地产的持续投入也为其实现住宅开发与商业地产运营相互驱动奠定了较好基础，使公司能够在行业景气度缓慢回升的态势下取得远高于行业平均水平的业绩增幅，具备极强的竞争实力。

财务分析

下列财务分析主要基于保利地产提供的经大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2011 年度审计报告、经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012 年度审计报告以及未经审计的 2013 年一季度财务报告。

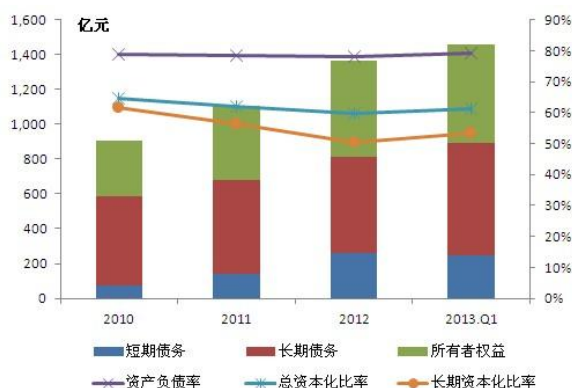
资本结构

随着业务规模的扩大，公司总资产规模实现了较快增长。截至2012年12月31日，公司总资产达到2,511.69亿元，同比增长28.79%。全年，公司销售回笼加快和加大项目投入使其货币资金和存货分别增加了145.20亿元和375.36亿元，分别同比增长79.99%和24.68%，增速较快。

2012年以来公司销售业绩快速增长，资金回笼情况良好，自有资本实力进一步增强，负债水平有所下降。截至2012年12月31日，公司所有者权益合计547.80亿元，同比增长30.23%。同期，公司资产负债率为78.19%，同比下降0.24个百分点；扣除预收账款后资产负债率为65.90%，同比下降0.20个百分点；总资本化比率、长期资本化比率分别为59.81%和50.48%，同比分别下降2.04和5.85个百分点，公司整体财务结构稳健性得到增强。

同行业上市公司比较，公司具备很强的资产规模优势，负债水平控制合理，抵御风险能力很强。

图5：2010~2013.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表6：2012年房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	扣除预收账款后 资产负债率
万科 A	3,788.02	78.32%	66.85%
保利地产	2,511.69	78.19%	65.90%
招商地产	1,091.97	73.04%	63.54%
金地集团	1,025.21	69.77%	60.28%
首开股份	708.64	80.32%	76.04%
金融街	700.30	69.95%	62.12%
金科股份	520.15	84.70%	76.97%

注：扣除预收账款的资产负债率=（负债总额-预收账款）/（资产总额-预收账款）

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务结构方面，公司短期债务规模有所上升，且长短期债务比近三年呈现上升趋势。截至2012年12月31日，公司短期债务为256.72亿元，同比增加84.35%，长短期债务比上升至0.46，主要受一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券大幅增长的影响。但公司债务结构依然以长期债务为主，同时考虑到其充裕的货币资金，公司短期偿债压力不大。

图6：2010~2013.Q1年公司债务结构分析



注：长短期债务比=短期债务/长期债务

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模领先，良好的销售回款使得负债水平有所下降，同时债务期限结构控制合理，整体资本结构稳健性良好。

流动性

从流动资产来看，截至 2012 年 12 月 31 日，公司流动资产占比达 96.80%，流动资产的主要构成部分存货余额和货币资金分别占流动资产的 78.00%和 13.44%。其中，存货占比较上年下降了 2.91 个百分点，货币资金占比则上升了 3.78 个百分点。

表7：2010~2012年公司流动资产结构分析

	2010	2011	2012
流动资产/总资产	96.29%	96.40%	96.80%
货币/流动资产	13.06%	9.66%	13.44%
存货/流动资产	74.93%	80.91%	78.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司加大了房地产项目地价和工程款的投入，截至2012年12月31日公司存货净额为1,896.43亿元，同比增长24.68%，其中开发成本和开发产品占比分别为93.42%和6.57%。2012年公司存货周转率0.26次，总资产周转率为0.31次，均上年有所增长，主要受销售增速加快的影响。

表8：2012年房地产行业部分上市公司运营指标

单位：亿元

	存货周转率	总资产周转率	货币资金	经营性净现金流
万科A	0.28	0.31	522.92	37.26
保利地产	0.26	0.31	326.73	30.93
金地集团	0.33	0.34	206.16	63.27
招商地产	0.21	0.27	182.39	50.99
首开股份	0.17	0.19	146.07	21.43
金融街	0.34	0.27	113.81	-19.26
金科股份	0.22	0.23	91.91	-3.13

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评研究

2012年，伴随着销售和回款快速增加，公司经营性净现金流近三年首次呈现流入状态，2012年达到30.93亿元。截至2012年12月31日，公司货币资金余额326.73亿元，同比增加了79.99%；短期债务256.72亿元，同比增长了84.35%；公司尚有未支付的约定资本项目支出共计468.25亿元，其中需要一年内支付的为372.65亿元。但由于2012年短期债务增速较快，同期货币资金对短期债务的覆盖程度为1.27倍，较上年略有下降。考虑到公司销售和回款加快，且后续约定资本项目支出适中，公司流动性压力较小。

表9：2010~2012年公司部分流动性指标

	2010	2011	2012
经营性净现金流/短期债务	-3.05	-0.57	0.12
货币资金/短期债务	2.61	1.30	1.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利能力

近年来公司营业收入持续较快增长，2012年公司营业总收入达到689.06亿元，同比增长46.50%。同时，公司2012年预收账款达到905.47亿元，同比

增长27.66%，是当年营业总收入的1.31倍，考虑到公司尚有已售未结算资源近1000万平方米，公司2013年业绩提升锁定程度很高。

毛利率方面，2012年公司营业毛利率为36.19%，较上年同期减少了1.02个百分点，毛利率的下降主要是公司应对调控降价所致，由于房地产行业结算存在一定滞后性，降价效应将逐渐体现，预计公司未来毛利率或将呈现小幅下降趋势，但仍将保持较大的毛利空间。

期间费用方面，公司实行严格的费用预算管理，2012年，公司销售费用增长主要由销售规模的快速增加所致；管理费用增幅较大主要由于经营规模扩大，相应人员薪酬、税费等增加，以及摊销股权激励费用增加的影响。尽管公司销售费用和管理费用较上年显著增加，但三费占销售收入的比重仅为5.46%，属行业较低水平，公司费用控制优势显著。

表10：2010~2012年公司三费分析

单位：亿元

	2010	2011	2012
销售费用	8.03	12.53	16.46
管理费用	5.73	7.50	12.23
财务费用	-1.02	3.90	8.92
三费合计	12.73	23.93	37.60
营业总收入	358.94	470.36	689.06
三费收入占比	3.55%	5.09%	5.46%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利方面，公司利润随收入规模的扩大快速增加，2012年公司实现利润总额135.32亿元，同比增长34.33%；净利润99.79亿元，同比增长35.45%，保持稳定增长态势。

总体看，在行业景气度缓慢回升的前提下，公司符合市场需求的产品定位以及强大的品牌竞争优势等因素带动了2012年业绩的稳定增长。尽管行业利润空间的下行导致公司毛利水平可能出现下降，但公司较大的预收账款规模和大量已售未结资源，为其2013年的业绩提供了有力保障。

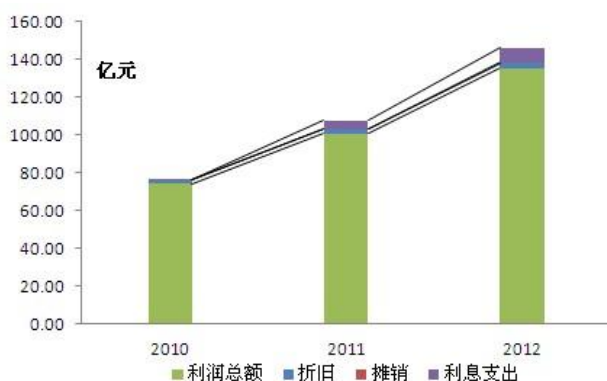
偿债能力

随着经营规模的扩大，截至2012年12月31日，公司总债务为815.22亿元，较上年末增加了19.56%，其中短期债务256.72亿元，同比增长了84.35%；长

期债务同比增加了2.93%，但公司债务依然以长期债务为主，债务期限结构仍处于合理水平。

资金获取方面，截止2012年12月31日，公司EBITDA为146.26亿元，较上年提高了35.63%，主要受经营性利润增加的影响，公司的资金获取能力很强。同期总债务/EBITDA为5.57倍，EBITDA利息倍数5.18倍，公司EBITDA对债务及利息支出的保障能力得到很强。

图 7：2010~2012 年公司 EBITDA 分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 11：2010~2012 年公司部分财务指标

指标	2010	2011	2012
总债务/EBITDA	7.69	6.32	5.57
EBITDA 利息倍数	1.99	2.36	5.18
资产负债率(%)	78.98	78.43	78.19
总资本化率(%)	64.68	61.85	59.81
长期资本化率(%)	61.57	56.33	50.48
经营活动净现金流/总债务	-0.38	-0.12	0.04

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从未来的债务偿还分布来看，公司一年内到期的长期借款为 200.30 亿元，同时，本次 43 亿元公司债券将于 2013 年 7 月到期，届时公司将面临一定的集中偿付压力。

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司对外担保情况余额为 6.19 亿元；对下属子公司担保余额为 531.54 亿元，考虑到公司对外担保余额占公司净资产的比重很小，公司或有负债风险较小。

总体看，2012 年在业绩快速增长的带动下，公司财务结构稳健性得到增强，负债水平有所下降，整体偿债能力极强。

担保实力

保利集团作为直接隶属于国资委的大型央企，

也是 21 家以房地产为主业的央企之一，具备很强的综合竞争力。近年来保利集团房地产业务发展势头良好，已经连续多年位居全国房地产企业中和实力排名第二；进出口贸易处于全国领先地位，其具有经国家批准的军品进出口贸易资质，连续多年位居全国军贸企业前三甲；资源开发业务已初具规模，截至 2011 年末公司在山西和新疆主要控股煤矿的储量已达到 18.86 亿吨，设计原煤产能达到 1,840 万吨/年。同时集团运用多种融资渠道解决资金需求，融资渠道畅通。中诚信证评认为集团整体实力通过内涵式增长和外延式扩张稳步提升，能够为本次债券的偿还提供较为有力的保障。

资本结构方面，随着房地产业务规模的持续扩张，集团资产规模实现稳定增长。截至 2012 年 12 月 31 日，集团总资产达到 3,828.58 亿元，同比增长 30.47%，所有者权益达到 884.62 亿元，同比增长 34.27%。伴随着业务扩张，集团债务融资规模增大，但总体债务水平有所下降，截至 2012 年 12 月 31 日，集团总负债达到 2,943.96 亿元，总债务 1,311.14 亿元；资产负债率 76.89%，同比下降 0.66 个百分点，总资本化比率 59.71%，同比下降 3.32 个百分点。

流动性方面，集团资产依然以流动资产为主，2012 年其流动资产占比为 89.93%。由于业务规模的扩大，集团存货继续增加，2012 年 12 月 31 日集团存货净额达到 2,578.12 亿元，同比增长 26.87%，占流动资产比例达到 74.88%。由于集团主营业务快速发展，房地产市场景气度回升带来了经营活动流入资金增加，2012 年集团经营活动现金净流出近三年来首次转正，当年集团经营性净现金流为 101.72 亿元。

盈利能力方面，伴随着业务规模的扩大，集团收入规模较快提升，2012 年集团营业总收入达到 982.97 亿元，同比增长 42.88%；取得净利润 136.64 亿元，同比增长 29.47%，整体利润规模不断提升，盈利能力不断增强。

表 12：2010～2012 年公司部分财务指标

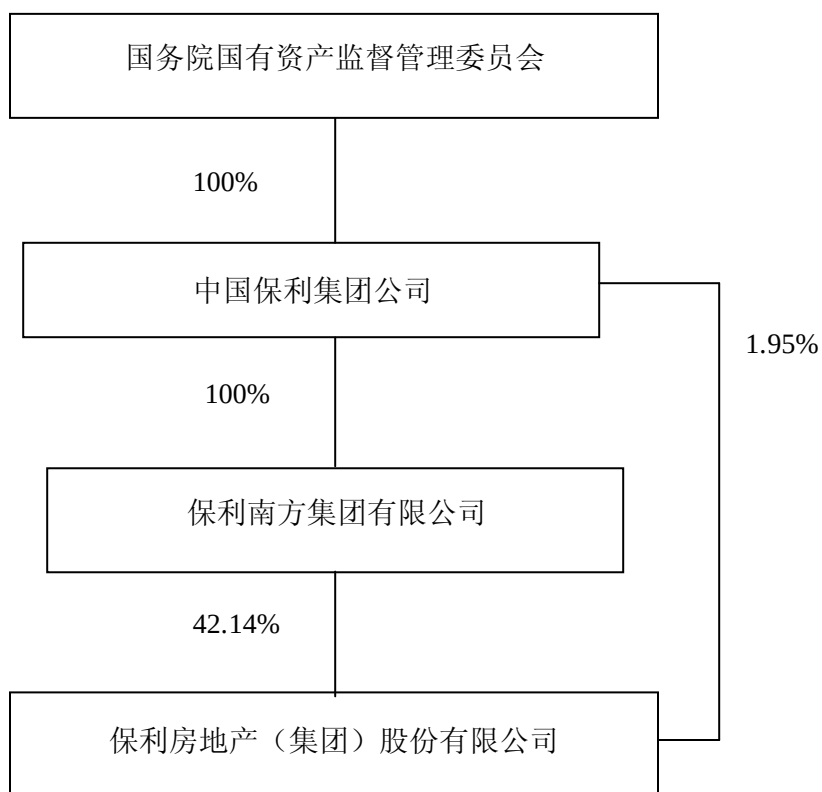
指标	2010	2011	2012
资产负债率(%)	77.91	77.55	76.89
总资本化率(%)	64.93	63.03	59.71
长期资本化率(%)	58.33	55.37	49.63
经营活动净现金流	-384.97	-157.11	101.72
经营活动净现金流/总债务	-0.39	-0.14	0.08

资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

结 论

综上，中诚信证评维持本次债券信用等级为 AAA，维持公司主体评级 AAA，评级展望为稳定。

附一：保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：保利地产（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	1,915,144.55	1,815,261.57	3,267,270.26	3,613,400.77
预收账款	5,154,432.85	7,092,822.63	9,054,736.35	10,959,307.06
存货净额	10,989,814.22	15,210,744.39	18,964,382.31	20,894,678.56
流动资产	14,667,165.67	18,799,138.75	24,312,802.56	26,635,036.69
长期投资	93,695.93	98,658.14	471,795.72	145,236.13
固定资产合计	456,254.76	574,100.71	609,638.86	604,046.59
总资产	15,232,797.26	19,501,456.53	25,116,861.76	27,443,092.91
短期债务	734,156.01	1,392,543.07	2,567,202.94	2,498,641.39
长期债务	5,130,116.47	5,426,219.85	5,585,041.33	6,446,606.04
总债务（短期债务+长期债务）	5,864,272.48	6,818,762.92	8,152,244.27	8,945,247.43
总负债	12,030,764.18	15,295,015.55	19,638,909.71	21,776,030.94
所有者权益（含少数股东权益）	3,202,033.08	4,206,440.98	5,477,952.05	5,667,061.97
营业总收入	3,589,411.76	4,703,622.22	6,890,575.67	743,915.58
三费前利润	866,442.32	1,242,604.14	1,681,340.79	195,687.15
投资收益	4,200.21	-1,818.82	41,136.90	133.74
净利润	550,527.81	736,720.05	997,859.83	68,351.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	762,968.69	1,078,382.49	1,462,590.38	—
经营活动产生现金净流量	-2,236,989.59	-792,190.75	309,258.13	-419,281.41
投资活动产生现金净流量	-185,734.88	-44,784.60	618.95	-11,675.79
筹资活动产生现金净流量	2,813,264.72	739,342.20	1,132,568.66	777,942.99
现金及现金等价物净增加额	390,353.36	-97,882.99	1,442,741.91	346,923.91
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	34.12	37.20	36.19	35.62
所有者权益收益率（%）	17.19	17.51	18.22	4.82
EBITDA/营业总收入（%）	21.26	22.93	21.23	—
速动比率（X）	0.53	0.36	0.38	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	-0.38	-0.12	0.04	-0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	-3.05	-0.57	0.12	-0.17
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.84	-16.47	1.10	—
EBITDA 利息倍数（X）	1.99	2.36	5.18	—
总债务/EBITDA（X）	7.69	6.32	5.57	—
资产负债率（%）	78.98	78.43	78.19	79.35
总债务/总资本（%）	64.68	61.85	59.81	61.22
长期资本化比率（%）	61.57	56.33	50.48	53.22

注：2013 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务（X）、经营活动净现金/短期债务（X）数据未年化。

附三：中国保利集团公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	4,078,152.13	3,475,124.67	5,342,440.82
应收账款净额	145,881.70	225,163.68	358,432.14
存货净额	14,806,106.16	20,320,287.87	25,781,183.23
流动资产	21,943,220.71	26,978,327.10	34,429,295.95
长期投资	299,010.70	297,565.25	302,927.09
固定资产合计	1,263,081.25	1,524,697.25	1,812,662.08
总资产	23,846,265.61	29,343,493.67	38,285,817.68
短期债务	2,378,125.24	3,059,229.47	4,393,668.41
长期债务	7,375,376.25	8,173,432.08	8,717,683.24
总债务(短期债务+长期债务)	9,753,501.49	11,232,661.55	13,111,351.65
总负债	18,578,046.66	22,755,091.87	29,439,605.10
所有者权益(含少数股东权益)	5,268,218.95	6,588,401.80	8,846,212.59
营业总收入	5,114,398.58	6,879,579.18	9,829,697.82
三费前利润	1,293,752.28	1,857,380.86	2,427,558.38
投资收益	110,418.93	136,222.60	94,889.33
净利润	776,209.48	1,055,421.1	1,366,442.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,203,172.31	1,695,571.65	2,149,175.91
经营活动产生现金净流量	-3,849,663.85	-1,571,081.13	1,017,248.05
投资活动产生现金净流量	-259,618.73	-99,068.30	-395,812.26
筹资活动产生现金净流量	4,795,047.60	1,061,122.02	1,168,881.15
现金及现金等价物净增加额	684,570.89	-613,337.61	1,789,454.26
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	33.78	36.18	34.61
所有者权益收益率(%)	14.73	16.02	15.45
EBITDA/营业总收入(%)	23.53	24.65	21.86
速动比率(X)	—	—	—
经营活动净现金/总债务(X)	-0.39	-0.14	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.62	-0.51	0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	—	—	—
EBITDA 利息倍数(X)	—	—	—
总债务/EBITDA(X)	8.11	6.62	6.10
资产负债率(%)	77.91	77.55	76.89
总债务/总资本(%)	64.93	63.03	59.71
长期资本化比率(%)	58.33	55.37	49.63

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益合计

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益期末数

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 主营业务成本 (营业成本) / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 (营业总收入净额) / 应收账款平均余额

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 (含少数股东权益))

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。