



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2015】589 号

保利房地产(集团)股份有限公司:

受贵公司委托,我对贵公司拟于 2015 年发行的总额不超过 150 亿元(含 150 亿元)人民币不超过 10 年(含 10 年)年期公司债券的信用状况进行了评估,确定 2015 年公司债券信用等级为 **AAA**,保利房地产(集团)股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定。在该债券存续期内,我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年九月二十五日





保利房地产(集团)股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】589 号

公司债券信用等级: **AAA**

主体信用等级: **AAA**

评级展望: **稳定**

发债主体: 保利房地产(集团)股份有限公司

发行规模: 本次债券发行总额不超过 150 亿元(含 150 亿元), 首期发行金额不超过 60 亿元(含 60 亿元)

债券期限: 不超过 10 年(含 10 年)

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 补充流动资金

主要财务数据和指标(人民币亿元)

项目	2015.6	2014	2013	2012
总资产	3,791	3,658	3,139	2,512
所有者权益	855	809	692	548
营业收入	423	1,091	924	689
利润总额	80.75	190.32	161.02	135.32
经营性净现金流	98.49	-104.58	-97.54	30.93
资产负债率(%)	77.47	77.89	77.97	78.19
债务资本比率(%)	58.96	60.95	58.90	59.81
毛利率(%)	36.30	32.03	32.16	36.19
总资产报酬率(%)	2.41	5.63	5.46	5.70
净资产收益率(%)	6.90	17.60	17.16	18.22
经营性净现金流利息保障倍数	-	-1.20	-1.49	0.58
经营性净现金流/总负债(%)	3.40	-3.95	-4.42	1.77

注: 2015 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 郑孝君

评级小组成员: 胡 聪 孙 瑞

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 010-84583355

Email: rating@dagongcredit.com

评级观点

保利房地产(集团)股份有限公司(以下简称“保利地产”或“公司”)主要从事房地产开发等业务。评级结果反映了公司是我国房地产行业龙头企业之一、具有很高的品牌知名度和竞争实力、规模优势明显、土地储备充足、能够得到股东资金支持以及融资能力较强等优势;同时也反映了房地产企业利润空间普遍收窄,公司债务规模较大以及有一定资金支出压力等不利因素。综合分析,公司偿还债务的能力极强,本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年,公司经营业务将保持发展,大公对保利地产的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是我国房地产行业龙头企业之一,品牌知名度很高,2012 年以来签约金额均突破千亿元,规模优势明显,具有很强竞争力;
- 公司土地储备持续增长,获取成本较低,区域布局较完善;
- 公司稳步推进房地产相关产业,有利于形成协同效应,增强综合竞争力;
- 公司能够得到股东资金支持,同时拥有丰富的融资渠道,融资能力较强。

主要风险/挑战

- 在经济新常态下,我国房地产企业利润空间普遍收窄,公司利润率承受下行压力;
- 2012~2014 年,公司资产负债率保持在较高水平,有息债务规模较大;
- 公司在建拟建项目较多,保持较大投资量,有一定资金支出压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年九月二十五日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

保利地产前身是成立于 1992 年 9 月的广州保利房地产开发公司，是由保利集团全资子公司保利南方集团有限公司（以下简称“保利南方”）出资设立；2002 年，经中国国家经济贸易委员会以国经贸企改【2002】616 号文批准，由保利南方作为主发起人，联合广东华美国际投资集团有限公司和张克强等 16 位自然人，公司改制为股份有限公司，名称变更为“保利房地产股份有限公司”；2006 年 3 月，公司更名为现名。

2006 年 7 月，公司在上海证券交易所上市，股票代码为 600048。经过多次增资扩股，截至 2015 年 6 月末，公司注册资本为 107.53 亿元，保利南方持有公司 41.96% 的股权，保利集团直接持有公司 1.96% 的股权。由于保利南方为保利集团的全资子公司，因此保利集团是公司的实际控制人，公司的最终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”）。2015 年 3 月 17 日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过 100 亿元（含 100 亿元），2015 年 6 月 24 日，本次非公开发行股票的行政许可申请已获得中国证券监督管理委员会受理，截至本报告出具日，该预案尚未核准。

公司拥有国家一级房地产开发资质，截至 2015 年 6 月末，公司已完成以广州、北京、上海、武汉、成都为中心，覆盖 58 个城市的全国化战略布局。2014 年，公司获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选的“2014 中国房地产百强企业”第二名。截至 2015 年 6 月末，公司共有子公司 323 家。

发债情况

本次债券概况

本次债券是保利地产面向合格投资者发行的公司债券，发行总额不超过 150 亿元（含 150 亿元），首期发行金额不超过 60 亿元（含 60 亿元），发行期限不超过 10 年（含 10 年）。本次债券采取网下面向合格投资者询价配售方式发行。债券采用固定利率，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司流动资金。



宏观经济和政策环境

2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，经济回稳基础还需进一步巩固；长期来看，我国经济仍然具有保持中高速增长的动力和潜力

2014 年，我国实现国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 58,332 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。2015 年上半年，我国实现国内生产总值 296,868 亿元，同比增长 7.0%，增速同比回落 0.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值 20,255 亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 129,648 亿元，增长 6.1%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.3%；第三产业增加值 146,965 亿元，增长 8.4%，占国内生产总值的比重为 49.5%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.8 个百分点，产业结构更趋优化。总的来看，2015 年上半年，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于在合理区间，在一系列政策措施作用下，国民经济出现积极变化，产业结构更趋优化，经济发展活力动力增强。

从经济景气度看，2015 年 6 月份中国制造业 PMI 终值为 50.2%，与上月持平，高于临界点，制造业持续小幅扩张。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8%，比上月微升 0.1 个百分点，继续高于临界点，是制造业 PMI 走稳的有力支撑；中型企业 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.2 个百分点，仍高于临界点；小型企业 PMI 为 47.5%，比上月下降 0.4 个百分点，收缩幅度连续两个月加大。虽然 PMI 连续 4 个月微高于临界点，但扩张幅度变化不大，企业发展动力仍显不足。国内外市场需求依然偏弱，新订单指数为 50.1%，比上月回落 0.5 个百分点，与生产指数差值有所扩大，表明需求增速慢于生产，同时新出口订单指数为 48.2%，也有所回落。非制造业商务活动指数为 53.8%，比上月上升 0.6 个百分点，新订单指数为 51.3%，比上月上升 1.8 个百分点，表明市场需求改善，非制造业总体稳中有进，扩张步伐有所加快。

从国际形势来看，世界经济复苏总体上比预期低，目前仍然是缓慢复苏、分化明显，并且地缘政治的冲突有所增加，加上大宗商品的价格下滑的幅度比较大，增加了世界经济复苏的不稳定性、不确定性。在宏观经济方面，美、欧、日弱势复苏，新兴市场持续分化，全球复苏前景依然难言乐观；在金融市场方面，受美联储加息时点与希腊债务危机这两大不确定因素影响，全球股、汇、债及大宗商品市场波动性全线上升，屡屡呈现多年未见的戏剧化走势。

2015年以来，央行延续去年的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。年内共进行了多次降准、降息，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构；银监会积极推动民营银行试点工作，鼓励和引导民间资本进入银行业，为实体经济特别是中小微企业、“三农”和社区，以及大众创业、万众创新提供更有针对性、更加便利的金融服务。同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，以“互联网+”为代表的信息技术、信息化，会跟工业化和城镇化高度融合，创造出新的动力；我国正处在消费结构升级的关键阶段，解决了深层问题以后，发展型和享受型消费方兴未艾；中西部地区差距比较大，后发优势比较明显。所以我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期受宏观政策调控影响，行业虽现回暖迹象，但中长期需求仍面临结构性调整

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产业发展产生一定的制约影响。

2011年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014年3月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年5月，央行强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015年3月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续2014年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，



这有利于该行业的在市场化运作中将保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，局部市场供需矛盾越发凸显，区域库存去化难度加大；从长期发展来看，城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，城镇化率的提升带动城市住宅需求增长，为房地产企业提供发展空间

2014 年我国国民经济增速有所下滑，商品房限贷限购等调控措施持续影响，房地产市场交易活跃度随之下降，全年商品房成交金额与成交面积同比分别下滑 6.3%和 7.6%，成交均价同比小幅上升 1.4%，待售面积同比上升幅度达 26.1%¹，行业存货去化压力有所增加。

面对商品房成交规模的下滑，我国各地方政府自 2014 年 5 月以来陆续解除了限贷限购政策，截至 2014 年末，在全国 46 个发布过“限购令”的城市中，仅有北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市仍继续执行限购，其余 41 个城市已全部取消限购。自 2014 年 9 月起，中央政府通过采取放宽首套房认定标准、放松公积金贷款条件和降准降息等一系列调控措施扶植刚性购房需求，成交量较 2014 年上半年有所回升。2014 年 12 月，全国主要城市成交面积同比增长 9.8%，环比增长 21.2%，其中 34 个城市商品房成交面积环比有所上涨，而部分城市依然下跌，城市间分化趋势进一步凸显。2015 年上半年，全国商品房销售面积为 50,264 万平方米，同比增长 3.9%。

表 12009~2014 年我国城镇化建设发展情况（单位：亿人、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	复合增长率
总人口	13.68	13.61	13.54	13.47	13.41	13.35	0.49
城镇人口	7.49	7.31	7.12	6.91	6.66	6.22	3.79
城镇化率	54.77	53.71	52.58	51.30	49.66	46.59	-

数据来源：国家统计局

2008~2014 年，我国房地产开发投资额从 31,200 亿元增至 95,036 亿元，年均复合增长率为 32.11%，带动我国房地产市场快速发展的动力主要来源于城镇化建设。2014 年末，我国城镇化率为 54.77%，较 2008 年提升 9 个百分点；城镇总人口数为 7.49 亿人，较 2008 年增加 1.42 亿人，城镇人口数量的增加有效带动了城市住房需求的增长。根据 2014 年 3 月我国颁布的新型城镇化规划，预计 2020 年我国常住人口城镇化率将达到 60%左右，在 2020 年以前将有约 1 亿农村人口转为城镇常住人口。据此判断，从长期发展来看，城市住房需求将继续保持增长。

此外，自 2015 年 3 月 1 日起，我国开始实施不动产登记制度，农村土地征收与集体经营性建设用地陆续入市有助于增加土地供应，缓解地价上升压力，在降低房价的同时促使城市保障房更倾向于农民工，

¹数据来源：国家统计局《2014 年全国房地产开发和销售情况》。



进而加速全国整体城市化水平。

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手，央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解房地产企业资金成本压力

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手。由于房地产行业高度依赖于大额投资带动发展，因此即使货币政策发生微调也会对房地产企业资金成本造成较大影响。我国自 2010 年下半年起实施紧缩货币政策，各期限档次贷款基准利率随之上升，并于 2011 年 7 月达到周期峰值。

从长期宏观经济来看，由于我国国民经济增速持续放缓，截至 2014 年 10 月，我国生产价格指数 PPI 已连续 32 个月呈现负增长，宏观经济面临一定的“通缩”压力。由于实体经济的发展现状需要适度宽松的货币政策予以支持，特别是当经济面临较大下行压力时，缓解企业融资问题，避免出现金融风险将变得尤为重要。基于多重因素考虑，央行自 2014 年 11 月起进行了多次降准降息。降息之后，有效降低了贷款定价基准，并带动债券等其他金融产品的定价下调，有利于引导金融机构降低房地产企业的融资成本，在一定程度上缓解资金压力。此外，国内债券市场融资渠道的适当放宽也将拓展房地产企业的融资途径，通过多元化融资调整债务结构，从而在一定程度上缓解房地产企业的资金成本压力。2014 年末至 2015 年一季度，央行先后借助 SLO 和 MLF 等流动性调节工具累计释放流动性 13,300 亿元，同时将金融机构存款利率浮动区间上限上调至 1.3 倍，继续推进利率市场化改革。预计 2015 年全年，央行将在稳健的货币政策基础上，保持适度宽松。同时，住建部在全国住房公积金管理会议中明确要提高资金使用效率，进一步降低门槛，增加公积金贷款额度，以刺激自住、改善性需求积极入市。预计通过多种的货币政策逐步宽松金融信贷组合效应，将推动房地产市场平稳发展。

表 2 2012~2015 年 8 月我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.08	2015.06	2015.05	2015.02	2014.11	2012.07	2012.06
≤1 年 ²	4.60	4.85	5.10	5.35	5.60	6.00	6.31
(1, 5] 年 ³	5.00	5.25	5.50	5.75	6.00	6.40	6.65
> 5 年	5.15	5.40	5.65	5.90	6.15	6.55	6.80

数据来源：中国人民银行

总体来看，央行降息配合首套房认定标准的修订，在降低购房者月供负担的同时，也在一定程度上增强了住宅类商品房的交易预期，从而

²2014 年 11 月 22 日，中国人民银行宣布降息并简化合并存贷款基准利率的期限档次，将贷款基准利率简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。以后不再公布六个月以内（含六个月）、六个月至一年（含一年）、一至三年（含三年）和三至五年（含五年）四个期限档次的贷款基准利率。2010 年 10 月~2012 年 7 月，一年以内（含一年）贷款基准利率取自调整前“六个月至一年（含一年）”的短期贷款基准利率。

³2010 年 10 月~2012 年 7 月，“一至五年（含五年）”贷款基准利率取自调整前“三至五年（含五年）”的中长期贷款基准利率。

有助于开发商加速消化库存，缓解资金压力。然而，由于降息调整的动机源于房地产市场供过于求，因此住宅市场调整的趋势不会发生改变。根据目前市场情况看，一、二线城市的房价涨跌，其关键因素在于各城市的去库存状况和后续金融政策的变化，去库存较快的城市，其房价回升的速度也将相对较快。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2011年以来销售金额集中度明显高于销售面积集中度，大型房地产企业总体上拥有较强的议价能力；2014年，销售金额集中度的上升幅度明显高于销售面积上升幅度，首先是大型房地产企业凭借其自身雄厚的资金实力和运营能力，项目开发明显向一二线城市等发展前景较好的区域倾斜，销售单价有所提升；其次是大型房地产企业拥有优质的客户资源和品牌溢价能力，为其销售金额的较快提升提供了一定的支撑。2011年以来，万科企业股份有限公司、绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司、中海地产集团有限公司、大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司先后跻身年签约金额千亿元企业行列。2014年，万科企业股份有限公司和绿地控股集团有限公司销售额突破2,000亿元，前十名企业销售金额在650亿元以上，行业前十名销售金额集中度进一步提升至17.19%，组成国内房地产市场的领军集团。

表3 2011~2014年中国房地产企业集中度情况(单位:%)				
级别	2014年	2013年	2012年	2011年
房地产企业销售金额集中度⁴				
TOP10企业	17.19	13.72	12.76	10.75
TOP20企业	23.15	18.88	17.98	14.97
TOP50企业	31.65	26.23	24.57	20.91
TOP100企业	38.87	-	-	-
房地产企业销售面积集中度				
TOP10企业	10.51	8.62	7.72	5.78
TOP20企业	13.74	11.46	10.38	7.66
TOP50企业	18.85	15.88	14.21	10.57
TOP100企业	22.43	-	-	-

数据来源：中国房产信息集团（CRIC）、克而瑞研究中心

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一

⁴ 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额；面积集中度=企业销售面积/统计局公布的全国商品房销售面积

步降低建安成本，提升产品质量。

由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度。

经营与竞争

房地产销售业务是公司收入和利润的最主要来源；2012~2014 年，公司营业收入和毛利润逐年稳定增长，随着房地产行业步入调整期，公司毛利率水平逐年小幅下降

公司主营房地产开发销售业务，经过多年经营，已成为国内房地产销售排名前列的专业化房地产开发企业。2012~2014 年，公司营业收入及毛利润均逐年稳定增长，年均复合增长率分别为 25.80%和 18.37%；受房地产行业步入调整期影响，毛利率逐年小幅下降，但仍高于 30%。房地产销售业务是公司收入和利润的最重要来源，占收入和毛利润的比重始终在 90%以上。其中，住宅地产是公司房地产业务的主要构成，收入占营业收入比重高于 80%，毛利润占比高于 70%。公司的产品主要为刚需产品，90%左右的住宅产品是 144 平方米以下的中小户型，市场消费需求较好。公司其他业务主要是建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览和服务费等，毛利率较高，但对收入和毛利润的贡献较小。

表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	423.45	100.00	1,090.56	100.00	923.56	100.00	689.06	100.00
房地产销售	404.44	95.51	1,055.87	96.82	892.90	96.68	663.14	96.24
其他业务	19.01	4.49	34.69	3.18	30.66	3.32	25.91	3.76
毛利润	153.73	100.00	349.34	100.00	297.00	100.00	249.34	100.00
房地产销售	144.71	94.13	330.77	94.68	279.04	93.95	233.72	93.74
其他业务	9.02	5.87	18.57	5.32	17.96	6.05	15.61	6.26
综合毛利率	36.30		32.03		32.16		36.19	
房地产销售	35.78		31.33		31.25		35.24	
其他业务	47.44		53.53		58.58		60.24	

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 1~6 月，公司营业收入为 423.45 亿元，同比增长 24.55%，毛利润为 153.73 亿元，同比增长 33.84%，毛利率为 36.30%，同比增加 2.52 个百分点，随着结转的房地产项目面积增加，公司收入同比有所增长，同时受益于高毛利项目的结转，公司毛利率有所提升。

整体来看，2012~2014 年，公司营业规模保持稳定增长，随着房地产行业步入调整期，公司毛利率水平有所缩窄。预计未来 1~2 年，

凭借公司很强的竞争优势，经营规模将保持稳定增长。

公司具备专业化房地产开发能力，拥有很高的品牌知名度，始终处以行业领先地位；公司“3+2+X”城市群布局效果良好，项目覆盖区域较广

公司是国内最大的住宅房地产开发商之一，品牌知名度很高，截至 2015 年 6 月末，公司已进入全国 58 个城市，项目覆盖区域较为广泛。公司始终处于国内房地产行业前列，连续五年获得中国房地产行业领导公司品牌。根据中国指数研究院统计数据，根据 2014 年度签约销售金额，公司行业排名第 4 名。2014 年末，公司品牌价值达到 306.80 亿元，同比增长 17.60%，蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”，获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选的“2014 中国房地产百强企业综合实力 TOP10 第二名”，并连续多年获评“沪深上市房地产公司综合实力 TOP10 第二名”，以及沪深上市房地产公司投资价值、财务稳健性和财富创造能力 TOP10 第二名等荣誉。

公司坚持以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业。在产品战略方面，公司坚持以普通住宅开发为主，逐渐形成了康居、善居、逸居、尊居四大产品系列，覆盖中高端住宅、公寓、别墅多种物业形态。在品牌战略方面，公司提出“和者筑善”品牌理念，并将品牌理念融入产品开发、物业服务等经营活动中，不断提高公司品牌价值。

表 5 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月公司主营业务收入及占比情况（单位：亿元、%）

地区 ⁵	2015 年 1~6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
珠三角	188.15	44.48	327.79	30.06	268.01	29.02	141.35	20.52
长三角	61.07	14.44	205.14	18.81	172.45	18.68	137.17	19.92
环渤海	40.15	9.49	251.22	23.04	177.62	19.24	168.60	24.48
成渝区	93.86	22.19	152.51	13.99	148.77	16.11	132.58	19.25
其他城市区域	39.78	9.40	153.67	14.09	156.56	16.95	109.04	15.83
合计	423.00	100.00	1,090.33	100.00	923.41	100.00	688.74	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司实施“3+2+X”城市群布局策略，重点关注以广州为代表的珠江三角洲一带，以上海为代表的长江三角洲地区，以及以北京为代表的环渤海经济圈，形成珠三角、长三角和京津冀等三大核心城市圈，并逐渐辐射至成都、重庆、武汉为中心等中西部地区。2012~2014 年，珠三角、长三角及环渤海三个区域的收入占公司总收入比重保持在 65% 以上。2014 年，公司在珠三角城市群销售规模首次突破 400 亿元，长三角、环渤海城市群销售规模均突破 200 亿元，成渝及中部城市群销

⁵珠三角包括：广东。长三角包括：上海、江苏、合肥、浙江。环渤海包括：北京、天津、青岛、辽宁、河北。成渝区包括：四川、重庆。其他城市区域包括：湖北、郑州、湖南、长春、包头、南昌、陕西。

售规模均分别超过 150 亿元。2015 年 1~6 月，公司珠三角、长三角及环渤海三个区域销售金额超过 530 亿元，占签约金额比重约为 70%。整体来看，公司已形成较完善的城市区域布局，并且在珠三角、长三角及环渤海等需求较好的区域保持良好的销售业绩。

公司市场定位准确，坚持刚需型产品，2012 年以来签约销售金额均突破千亿元且保持逐年增长，综合竞争力很强

公司坚持普通住宅为主，其中 144 平方米以下的普通住宅为最主要的销售产品。凭借清晰准确的产品市场定位，2012~2014 年，公司签约金额和签约面积均保持逐年增长，签约销售额突破千亿，行业排名保持在领先地位。其中 2014 年，公司成交的商品房中住宅占比达到 80%，其中 144 平方米以下的普通住宅成交套数占比超过 90%。在整体市场销售量同比下滑的背景下，公司凭借坚持刚需产品的市场定位，以及较好的创新推广方式和销售模式，取得了良好的销售业绩，签约金额和签约面积同比分别增长 9.09% 和 0.21%，按商品房销售金额计算的全国市场占有率同比提升 0.25 个百分点至 1.79%，按商品房销售面积计算的全国市场占有率同比提高 0.07 个百分点至 0.88%。2015 年 1~6 月，公司实现签约销售金额 760.42 亿元，同比增长 16.74%，在“2015 年上半年房企销售金额 TOP100”⁶ 中排名第四，仅次于万科、恒大地产和绿地集团，实现签约面积 584.70 万平方米，同比增长 16.66%。2012 年以来，公司房地产签约销售均价逐年增长，主要是受益于一、二线中心城市的战略布局。

表 6 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月公司房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

地区	2015 年 1~6 月	2014 年	2013 年	2012 年
新开工面积	726	1,772	1,692	1,410
竣工面积	470	1,363	1,264	943
签约金额	760.42	1,366.76	1,252.89	1,017.39
签约面积	584.70	1,066.61	1,064.37	901.13
结算金额	404.44	1,055.87	892.90	663.14
结算面积	-	954.52	870.84	636.08
销售签约均价(元/平方米)	13,005	12,814	11,771	11,290

资料来源：根据公司提供资料整理

项目开发建设方面，公司坚持以销定产的原则，审慎控制开工节奏，2012~2014 年，公司新开工面积稳定增长，其中 2014 年新开工面积 1,772 万平方米，同比增长 4.73%；随着项目逐渐完工，竣工面积稳定增长，2014 年实现竣工面积 1,363 万平方米，同比增长 7.83%。2015 年 1~6 月，公司新开工面积有所下降，同比减少 22.85%，竣工面积同比增长 9.30%。整体来看，公司新开工及竣工面积的增加为可持续增长

⁶ 数据来源：克而瑞信息集团、中国房地产测评中心。

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。

综合来看，公司是我国领先的房地产开发商，拥有良好的品牌知名度；公司对终端市场的实际需求把握准确，2012年以来签约销售额突破千亿，规模优势明显，综合竞争实力很强。

公司坚持一、二线中心城市为主的战略布局，获取土地方式灵活，拿地成本较低，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张

在投资开发方面，公司坚持一、二线中心城市为主的“3+2+X”的区域布局战略，实施等量拓展原则，2012~2014年，公司新增项目及新增权益容积率面积均有所波动。

2013年，在市场出现一定回暖的情况下，公司拿地积极，新增项目及购置土地较多。2014年，北京、上海、广州等14个主要城市⁷的住宅（含商住）土地供应、成交面积同比大幅萎缩，但成交下滑的同时土地出让底价继续攀升。由于房地产企业普遍加大在核心城市的布局，部分热点城市的土地竞拍依然激烈，成交地价不断创出新高。因此，面对市场销售低迷、土地价格居高不下的情况，公司执行审慎拓展原则，土地获取更加谨慎，拓展更具针对性。2014年，公司新增项目个数同比减少14个，新增权益容积率面积同比下降34.82%，新增权益地价同比下降26.96%。2015年1~6月，全国房地产开发企业土地购置面积同比下降33.80%，受此影响，公司继续保持谨慎投资，新增项目数同比减少5个，新增容积率面积390万平方米，同比减少35.22%，新增地价101亿元，同比下降53.00%。

表7 2012~2014年及2015年1~6月公司土地储备拓展情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

项目	2015年1~6月	2014年	2013年	2012年
新增项目个数	14	40	54	40
新增权益容积率面积	-	861	1,321	861
新增权益地价（亿元）	-	298	408	-
规划总建筑面积	12,210	12,458	11,217	9,238
待开发建筑面积	4,916	5,069	4,925	4,278
平均楼面地价 ⁸	2,598	3,485	3,111	3,386

资料来源：根据公司定期公告整理

公司主要通过招拍挂方式获取土地，同时也积极尝试旧城改造、棚户区改造及合作开发等多种方式获取土地。2012年以来，公司逐步增加合方式获取项目，合作方主要为品牌房地产开发商以及专业房地产基金，其中2012年通过合作方式获取的项目为24个，2013年及2014年公司通过合作方式获取或后期通过合作方式开发的项目分别为29个

⁷14个主要城市，包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、杭州、南京、成都、武汉、东莞、佛山、无锡和苏州，上述城市拥有较多年度历史数据可连续观察。

⁸ 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。



和 25 个⁹；对于合作开发的项目，公司与合作方按照股权比例投资并分配收益。公司土地购置成本整体处于较低水平，2012~2014 年及 2015 年 1~6 月，公司平均楼面地价占平均销售单价的比重分别为 29.99%、26.43%、27.20%和 19.98%，占比整体较低且有所下降，公司定价空间较大。整体来看，公司获取土地方式多样化，有利于公司控制土地成本，同时合作方式的加强有利于公司进一步提升获取新项目的能力。

在项目资源分布方面，截至 2015 年 6 月末，公司累计进入全国 58 个城市，进一步完善深化了城市群布局。截至 2015 年 6 月末，公司共有在建拟建项目 235 个，规划总建筑面积 12,210 万平方米，其中待开发面积 4,916 万平方米，可售容积率面积约为 9,015 万平方米，待售面积约为 5,024 万平方米；其中，一、二线城市的待开发面积占比约为 73%。公司项目开发节奏保持稳定，现有土地储备充足，并且项目主要集中在—、二线城市，能够满足其未来 2~3 年的持续开发。

整体来看，公司根据市场行情，审慎购置土地，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。

公司逐步推进商业、养老地产等房地产相关领域的发展，多元化的发展有利于形成良好的协同效应，进一步增强公司综合竞争力

近年来，公司坚持“以住宅开发为主，有计划地增持国家中心城市的商业地产”发展战略，相继拓展了商业、养老地产等房地产相关领域。

具体来看，公司商业地产业态涵盖写字楼、酒店、展馆、购物中心等商业形态，2014 年，公司自持物业实现租金收入 10.30 亿元，同比增长 13.10%，目前商业地产对公司收入及利润的贡献度较小。截至 2014 年末，公司共持有 6 家酒店，2014 年酒店入住率同比有所上升，平均租金略有下降。同期，公司共持有 2 家购物中心，1 家展馆和 2 家写字楼，此类物业主要位于广州，出租率保持在较高水平。

2013 年，公司正式发布了“以全产业链方式进军养老产业，打造机构养老、社区养老和居家养老‘三位一体’的中国式养老体系”养老产业战略。公司已成立“和熹会”养老品牌，开发 5 个养老地产项目，品牌影响不断扩大，其中北京“和熹会”成为机构养老试点，入住率超过 64%。2014 年，公司继续推进三位一体的养老战略，在居家养老方面，公司推出养老公寓实体样板房；在社区养老方面，公司大力投入推动 51 个社区适老改造，社区适老改造有利于突出公司住宅产品的差异化特点，提高产品竞争力。随着中国逐步进入老龄化社会，养老服务的需求程度不断加强，公司养老地产业务具有较好的发展前景。此外，2015 年 4 月公司发布“5P”战略，即以养老地产、全生命

⁹ 项目数据根据公司年报整理。



周期绿色建筑、社区 O2O、保利地产 APP 以及海外地产 5 个方面为核心的创新发展战略，新战略有利于公司进一步拓展向房地产相关产业的延伸。

表 8 截至 2014 年末公司持有物业情况

出租 物业 类型	项目名称	总建筑 面积(平 方米)	客房数/可 供出租面积 (平方米)	入住率 /出租 率(%)	收入 (万元)	平均房价(元/间/ 夜)/平均租金(元 /平方米/年)
酒店	佛山保利洲际酒店	63,795	445 套	55	13,192	631
	成都保利公园皇冠 假日酒店	59,190	345 套	39	5,953	423
	广州保利山庄酒店	8,967	95 套	57	828	272
	阳江海陵岛保利皇 冠假日酒店	73,027	312 套	46	7,267	844
	重庆皇冠假日酒店	60,855	326 套	36	4,336	426
	广州科学城皇冠假 日酒店	18,434	251 套	40	962	349
购 物 中心	佛山保利水城	115,779	69,100	99	8,327	847
	广州保利中环广场	58,741	52,895	96	10,311	1,687
展馆	广州保利世贸中心	335,696	167,323	70	35,261	2,438
写 字 楼	广州保利中心	66,370	61,767	91	12,573	1,862
	广州保利国际广场	55,954	30,060	100	4,032	1,341

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司参股 40%的信保(天津)股权投资基金管理有限公司(以下简称“信保基金”)的房地产基金业务规模保持增长，基金募集资金已投入公司多个项目，截至 2014 年末基金管理规模超过 280 亿元，连续三年被清科集团评为“中国房地产基金十强”第一名。信保基金为公司拓宽了资金来源，未来将作为公司开发房地产金融业务的重要平台，为公司提供了较稳定的资金来源。

整体来看，公司商业地产等相关产业链稳步发展，目前对收入和利润贡献度较小，但未来可同住宅地产形成良好协同效应，增强公司整体竞争力。

公司能够得到股东的财务支持，同时公司融资渠道较丰富，融资能力较强，项目拓展始终能够获得良好的资金支持

公司实际控制人保利集团作为直接隶属于国务院国资委的大型央企，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；同时，其在资源开发和文化艺术等领域也有很强实力。保利集团主要通过集团借贷、担保等方式为公司提供资金支持，截至 2015 年 6 月末，公司获得保利集团财务资助为 10.53 亿元，获得保利集团下属的保利财务有限公司财务资助 26.04 亿元。此外，保利集团



具有的品牌优势为公司的业务拓展和项目取得提供了有力支持。

公司融资渠道较丰富，首先，公司作为房地产龙头企业具备很强的品牌优势，能够和各大银行、金融机构保持良好的合作关系，截至 2014 年末，公司共获得多家银行综合授信额度合计 2,191 亿元，未使用额度为 1,269 亿元。其次，公司已多次发行债券融资工具，债券市场融资通畅，并且资金成本较低，有利于公司优化债务结构，截至 2015 年 6 月末，公司有息债务的综合资金成本为 5.68%。此外，公司作为上市公司，可通过发行股票获取资金。2015 年 3 月 17 日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过 100 亿元（含 100 亿元），2015 年 6 月 24 日，本次非公开发行业股票的行政许可申请已获得中国证券监督管理委员会受理，尚须获得中国证监会的核准后方可实施。整体来看，公司融资能力较强，项目拓展可获得充足的资金支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2015 年 6 月末，保利南方持有公司 41.96% 的股权，保利集团直接持有公司 1.96% 的股权，由于保利南方为保利集团的全资子公司，因此保利集团是公司的实际控制人，公司的最终控制人为国务院国资委。

公司按照《公司法》、《证券法》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了较为规范的法人治理结构，拥有严谨管理架构，管理水平较高。公司设股东大会，为最高权力和决策机构；设董事会，董事 9 名，其中独立董事 3 名，董事会对股东大会负责，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会。公司设监事会，对董事、管理层及公司日常运营进行监督。

战略与管理

公司以打造中国地产长城为企业发展愿景，提高运营效率，加强精细化管理，实现企业持续平稳健康发展。2015 年，公司将继续坚持以发展为主题，以结构调整为着眼点，一是调整产品结构，更好地贴近市场需求，促进销售业绩提升；二是调整资产和负债结构，努力优化投资结构，大力去库存改善存量资产结构，严控投资优化增量资产结构，同时积极把握降息周期优化负债结构，降低综合融资成本；三是调整和优化组织架构，以便更好地贴近各区域市场，提升管理效率。同时，公司将以现金流管理为核心，提高项目开发计划管理的精细度，发挥好绩效考核，重视各区域经营性现金流的平衡。公司在不断做强房地产主业的同时，把握资本市场机遇，创新融资方式、盘活存量资产。公司也将积极推进管理机制和养老地产业务尚的创新；继续加强战略研究，积极探索海外拓展，推进养老地产战略持续落地，丰富社区商业产品线建设。



公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，为公司健康发展奠定了良好基础。在对外投资管理方面，公司执行集团化统一管控，并制订了《重大投资决策制度》、《项目拓展手册》等规范制度，加强对项目运作过程中重大节点的把控，逐步健全项目后评估机制，推进投资管理的精细化。在产品质量管理方面，公司制订了《工程管理细则》、《设计管理纲要》、《品牌管理守则》、《考核验收办法》等质量管理者制度，形成了公司科学全面的质量管理体系。在销售与收款管理方面，公司制订了《房地产销售过程控制程序》、《房地产回笼控制程序》等一系列制度和流程，对房地产项目认购、签约、回款等关键环节进行规范。在子公司管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管理，在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度自主权。随着公司业务日益多元化以及新建项目的增长，公司规模快速增长，对公司管控能力提出了更高要求。

抗风险能力

宏观调控导致房地产行业集中度有所上升，我国城镇化进程使行业龙头企业面临良好的发展前景。虽然行业整体利润水平出现下滑，公司毛利率水平有所下降，但长期来看公司作为房地产行业的龙头企业之一，在融资能力、土地获取、品牌价值等方面均具备很强的竞争力。从战略上来讲，公司坚持以普通住宅开发为主的经营策略，2012年以来销售业绩均突破千亿元并持续增长，规模优势明显。同时公司土地储备较为充足，区域布局较完善，能够支持公司未来业务的拓展。此外，公司能够获得股东资金支持，并且自身融资能力较强，项目的拓展能获得良好的资金支持。综合来看，公司具备极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2012~2014年审计报告及2015年1~6月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012~2014年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2015年1~6月财务报表未经审计。

资产质量

2012年以来，随着项目的滚动开发公司资产规模逐年增长，存货占比很高，存货结构较合理，资产周转效率逐年有所提高

2012年以来，公司资产规模随着业务的拓展而逐年增长，以流动资产为主，占总资产比重维持在95%以上，其中存货占比很高，货币资金占总资产比重保持在11%左右。

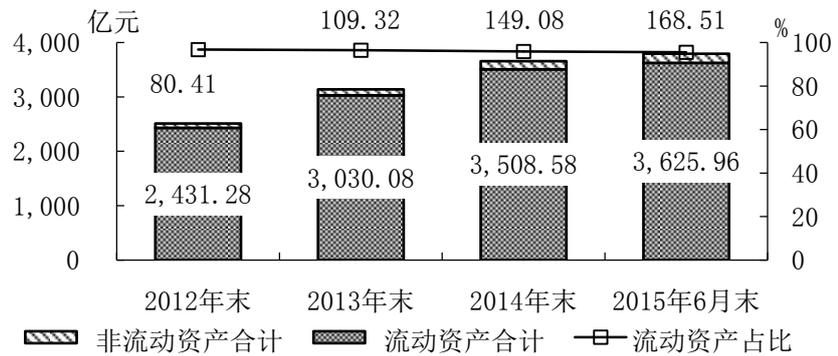


图1 2012~2014年末及2015年6月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、预付款项和其他应收款等构成。2012年以来，公司存货逐年增长，其中2013年存货同比增长26.50%，主要是地产项目地价和工程款投入增加所致；2014年存货为2,671.92亿元，同比增长11.37%，主要为开发成本和开发产品，分别为2,312.68亿元和363.67亿元，占存货比重分别为86.55%和13.61%，库存结构保持在合理水平。2014年，公司新增计提存货跌价准备4.63亿元，其中“绍兴保利湖畔林语”项目计提跌价准备3.93亿元，“大连保利西海岸”项目计提跌价准备0.70亿元¹⁰。

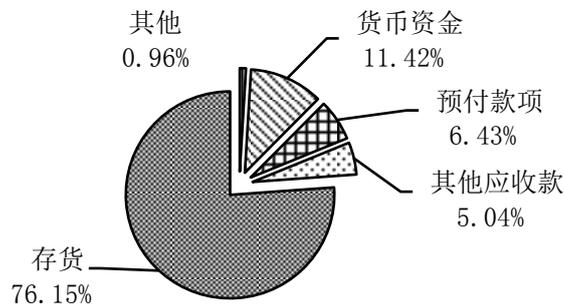


图2 2014年末公司流动资产构成情况

2012~2014年末，公司货币资金逐年增加，占资产的比重分别为13.01%、10.75%和10.95%，比重较为合理；其中2014年货币资金为400.70亿元，同比增长18.71%，银行存款为393.42亿元，其他货币资金为7.18亿元。2012~2014年末，公司预付款项逐年稳定增长，主要包括预付地价款、土地保证金、工程款和房地产项目合作款等，2014年预付款项为225.66亿元，同比增长17.07%，一年以内占比为60.09%，预付款项前五名占比为33.07%。

¹⁰ 公司按照期末当地市场状况和项目实际销售情况对“绍兴保利湖畔林语”和“大连保利西海岸”项目计提跌价准备。

表 9 截至 2015 年末 6 月末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	年限	占比
北京屹泰	投入合营企业的项目开发资金往来	17.16	1 年以内	8.44
融创恒基	与子公司合作方股东的往来款	17.16	1~2 年	8.44
首开股份	与子公司合作方股东的往来款	15.24	1 年以内	7.50
融创绿城	与子公司合作方股东的往来款	14.17	1 年以内	6.97
融创奥城	与子公司合作方股东的往来款	14.02	1~2 年	6.90
合计	-	77.75	-	38.25

2012~2014 年末，公司其他应收款大幅增长，主要为公司加强了通过合作获取项目的方式，因此来自合作方以及联营合营企业的往来款增加，2014 年其他应收款为 176.78 亿元，同比增加 99.41 亿元，其中合作方往来款为 82.89 亿元，占比 46.89%，联营合营企业往来款 69.98 亿元，占比 39.59%，随着公司以合作开发方式介入的项目逐年增加，其他应收款增幅较大。

2015 年 6 月末，公司主要的流动资产科目较 2014 年末无显著变化。

公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、固定资产和递延所得税资产构成，2012 年以来，公司非流动资产占总资产的比重均保持在 5.00% 以下。2012~2014 年末，公司投资性房地产有所增加，其中 2014 年末投资性房地产为 70.39 亿元，同比增长 49.29%，主要为写字楼等出租房产转入。2012~2014 年末，长期股权投资主要为公司对合营联营企业的投资，其中 2013 年末长期股权投资为 33.82 亿元，同比增加 20.31 亿元，2014 年末长期股权投资为 35.46 亿元，随着公司通过联营和合营方式开发项目的比例逐渐提升，长期股权投资持续增长，截至 2014 年末，公司共有联营企业 10 家，合营企业 13 家。2012~2014 年末，公司固定资产逐年增长，主要为房屋及建筑物，2014 年末固定资产为 24.78 亿元，同比增长 24.82%。2012~2014 年末，公司递延所得税资产逐年增长，主要为内部交易未实现利润影响，2014 年末递延所得税资产为 13.86 亿元，同比增长 73.76%。2015 年 6 月末，公司固定资产为 29.75 亿元，较 2014 年末增长 20.07%，其他的非流动资产主要科目较 2014 年末无显著变化。

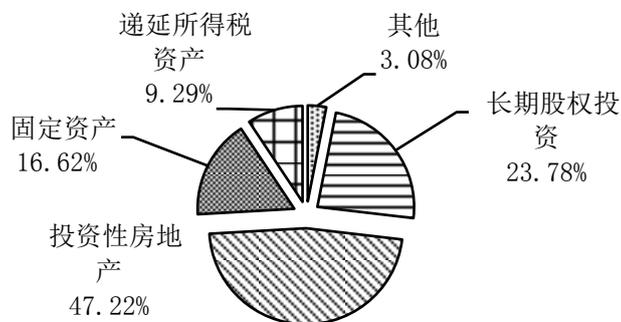


图 3 2014 年末公司非流动资产构成情况



2012~2014年，公司存货周转天数分别为1,398.96天、1,234.04天和1,231.45天，存货周转效率逐年提高；应收账款周转天数分别为4.91天、8.21天和9.38天，由于房地产开发项目存在预售模式，公司应收账款余额相对较小。2015年1~6月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为1,832.19天和12.25天。

截至2015年6月末，公司受限资产为656.73亿元，占总资产比重为17.31%，其中受限货币资金为6.56亿元、受限存货为597.90亿元、受限固定资产为10.04亿元、受限投资性房地产为42.23亿元。

综合来看，公司资产规模随业务拓展逐年增加，资产结构较为稳定，流动资产占比极高；存货结构较为合理，周转效率逐年有所提高。

资本结构

公司负债随经营规模扩大而逐年增长，以流动负债为主；公司资产负债率较高，有息债务规模较大

2012年以来，公司负债规模逐年增加，以流动负债为主，但占比逐年下降。截至2015年6月末，公司负债为2,939.40亿元，流动负债占比为68.20%。

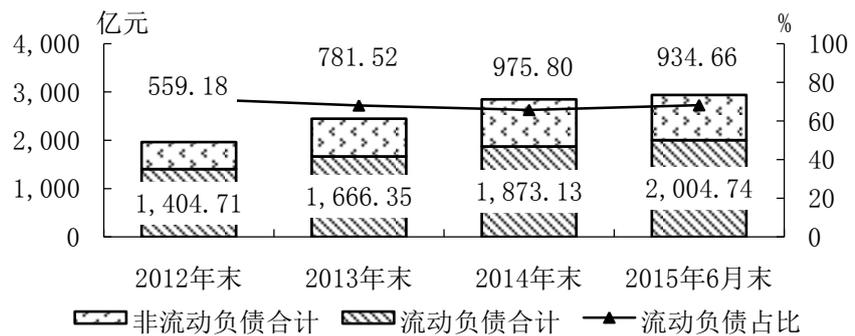


图4 2012~2014年末及2015年6月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。2012~2014年末，公司预收账款逐年增长，主要为商品房预售款，占总负债的比重分别为46.11%、43.78%和39.77%；2014年末预收款项为1,133.01亿元，同比增长5.72%，账龄主要集中在1~3年，未来随着商品房交予客户预收款项将逐步结转为公司营业收入。

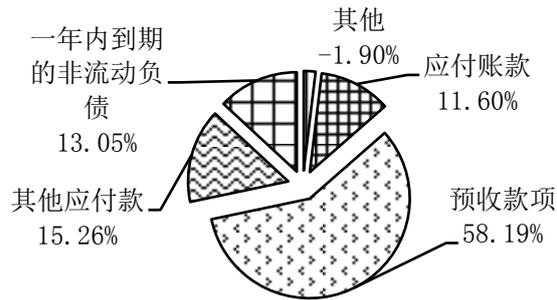


图5 2014年末公司流动负债构成情况

2012~2014年末，公司其他应付款波动增长，主要为合作方往来款、关联企业往来款以及保证金押金，其中2013年末其他应付款为258.35亿元，同比增长68.95%，随着公司采用合作方式开发项目量的增加而大幅增长；2014年末其他应付款为297.15亿元，同比增长15.02%，其中合作方往来款为205.62亿元，占比为69.20%。

2012~2014年末，公司一年内到期的非流动负债有所波动，其中2014年末为254.12亿元，全部为一年内到期的长期借款。2012~2014年末，公司应付账款波动增长，主要为预提成本费用和应付工程款，2014年末应付账款为225.79亿元，同比增长20.94%。

2015年6月末，公司预收款项较2014年末增长16.92%；其他的主要流动负债科目较2014年末无显著变化。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2012~2014年末，公司长期借款逐年增长，占非流动负债的比重保持在90%以上，但占比随着公司发行的长期债券增多而有所下降，2014年末公司长期借款为904.95亿元，其中保证借款为701.44亿元。同期，公司应付债券大幅增长，其中公司于2013年发行了5亿美元债，2014年发行了5亿美元债和10亿元人民币中期票据，2014年末公司应付债券为70.30亿元。

表10 截至2015年6月末公司存续债券情况（单位：亿元/亿美元、%）

债券币种	发行日期	债券期限	发行金额	票面利率
人民币债	2014.12.26	5年	10.00	4.80
	2015.02.13	5年	30.00	4.70
	2015.05.25	5年	30.00	4.60
美元债 ¹¹	2013.08.06	5年	5.00	4.50
	2014.04.25	5年	5.00	5.25

数据来源：根据公司提供资料整理

2015年6月末，公司长期借款为804.02亿元，较2014年末减少了100.93亿元；应付债券为130.09亿元，较2014年末增加59.79亿元，为公司2015年2月和5月发行的两期30亿元中期票据，公司债

¹¹ 美元债均为半年付息一次。

务融资工具主要集中在未来4~5年内到期。整体来看,2015年上半年公司调整了债务结构,通过发行债券偿还了部分银行借款。

有息债务方面,2012~2014年,公司有息债务规模保持快速增长且规模较大,占总负债的比重保持在40%以上,结构以长期有息债务为主。2015年以来,由于公司保持谨慎投资战略、新增项目较少,债务融资规模相应缩减,截至2015年6月末,公司总有息债务为1,228.25亿元,较2014年末减少33.95亿元,其中短期有息债务为294.14亿元,占总息债务比重为23.95%,公司非受限货币资金为380.39亿元,能够覆盖短期有息债务。

表 11 2012~2014 年末及 2015 年 6 月末公司有息债务构成及其占总负债比重 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年 6 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	294.14	10.01	286.95	10.07	209.95	8.58	256.72	13.07
长期有息债务	934.11	31.78	975.25	34.23	780.91	31.90	558.50	28.44
总有息债务	1,228.25	41.79	1,262.20	44.30	990.86	40.48	815.22	41.51

从债务期限结构来看,截至2014年末,公司有息债务主要集中于未来1~2年;截至2015年6月末,公司一年以内到期的有息债务占总息债务比重为23.95%,主要由一年内到期的长期借款构成。总体来看,公司承担的债务规模较大。

表 12 截至 2014 年末公司有息债务期限结构¹² (单位: 亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	>3 年	合计
金额	286.95	464.81	279.93	230.51	1,262.20
占比	22.73	36.83	22.18	18.26	100.00

2012~2014年末及2015年6月末,公司所有者权益分别为547.80亿元、691.53亿元、808.72亿元和855.07亿元,逐年增长,主要来自于盈余公积和未分配利润的增加。2013年末,公司股本为71.38亿元,同比无变化,资本公积为109.64亿元,同比增加1.87亿元。2014年末,公司股本为107.30亿元,同比增加35.92亿元,主要是由于2014年公司以资本公积金转增股份增加股本35.69亿元,同时向股票期权激励对象定向发行新股募集资金0.23亿元。2014年末,公司资本公积为69.17亿元,同比减少40.47亿元,主要是转增股本以及子公司购买少数股东股权所致。2015年6月末,公司股本为107.53亿元,较2014年末增加0.23亿元,主要为向股票期权激励对象定向发行股票所致;资本公积为70.75亿元,较2014年末增加1.58亿元,主要为股本溢价。2012~2014年末及2015年6月末,公司未分配利润分别为237.58亿元、325.60亿元、420.48亿元和446.80亿元,未分配利润随着利润增加而增长。

¹² 公司未提供截至2015年6月末的有息债务期限结构。

表 13 2012~2014 年末及 2015 年 6 月末公司主要资产负债指标情况

项目	2015 年 6 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率 (%)	77.47	77.89	77.97	78.19
债务资本比率 (%)	58.96	60.95	58.90	59.81
流动比率 (倍)	1.81	1.87	1.82	1.73
速动比率 (倍)	0.40	0.45	0.38	0.38

2012~2014 年末及 2015 年 6 月末, 公司资产负债率较为稳定, 处于较高水平, 其中预收款项占总负债比重分别为 46.11%、43.78%、39.77% 和 45.07%; 公司流动比率和速动比率略有波动, 流动资产对流动负债覆盖程度整体较好。2015 年 3 月 17 日, 公司发布非公开发行普通股股票预案, 拟募集资金总额不超过 100 亿元 (含 100 亿元), 2015 年 6 月 24 日, 本次非公开发行股票的行政许可申请已获得中国证券监督管理委员会受理, 尚须获得中国证监会的核准后方可实施, 若公司完成定向增发, 资产负债率将会有所下降。

截至 2015 年 6 月末, 公司对外担保余额为 468.11 亿元, 担保比率为 54.75%。其中公司对联营及合营企业提供的担保余额为 23.93 亿元¹³; 为商品房承购人提供抵押贷款担保余额为 444.18 亿元, 担保类型分阶段性担保和全程担保, 阶段性担保期限为自保证合同生效之日起至商品房抵押登记办妥并交银行执管之日止, 公司承担阶段性担保额为 444.11 亿元, 承担全程担保额为 0.07 亿元。

总体来看, 公司资产负债率保持较高水平, 有息债券以长期为主, 规模较大, 财务杠杆处于较高水平, 货币资金对短期有息债务覆盖较好。

盈利能力

2012 年以来, 公司收入规模及利润总额均保持稳定增长, 毛利率略有小幅下降; 公司期间费用率持续下降, 费用控制较好,

2012 年以来, 公司经营稳定, 营业收入和利润总额逐年稳定增长, 毛利率略有小幅下降。

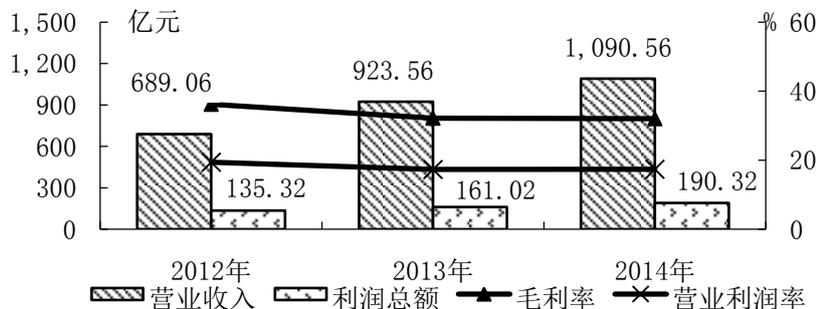


图 6 2012~2014 年公司收入和盈利情况

¹³ 详见附件 3。

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，随着房地产项目的逐步增加，两项费用逐年有所提高。2012~2014年，公司财务费用随着融资规模的上升有所增加，其中，利息收入分别为1.42亿元、2.93亿元和4.26亿元；计入财务费用的利息支出分别为7.96亿元、10.40亿元和15.54亿元。此外，房地产项目在开发过程中产生的资本化费用较多，2012~2014年，公司计入存货的资本化利息支出分别为45.41亿元、55.23亿元和71.41亿元。整体来看，2012年以来，公司期间费用率持续下降，费用控制能力较好。

表 14 2012~2014 年公司期间费用及占营业收入比重情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	24.02	2.20	21.85	2.37	16.46	2.39
管理费用	17.23	1.58	15.76	1.71	12.23	1.77
财务费用	12.71	1.17	9.86	1.07	8.92	1.29
期间费用	53.96	4.95	47.47	5.14	37.60	5.46

2012~2014年，公司投资收益分别为4.11亿元、6.35亿元和11.53亿元，逐年增加，主要来源于联营及合营公司实现的权益利润。公司合作方式开发的项目增多，由此实现的投资收益有望逐年增长。2012~2014年，营业利润分别为133.94亿元、160.07亿元和189.81亿元，利润总额分别为135.32亿元、161.02亿元和190.32亿元；净利润分别为99.79亿元、118.64亿元和142.31亿元，公司利润水平稳定增长。2012~2014年，公司总资产报酬率分别为5.70%、5.46%和5.63%，净资产收益率分别为18.22%、17.16%和17.60%，主要盈利指标维持在较高水平。

2015年1~6月，公司营业收入为423.45亿元，同比增长24.55%，主要是公司房地产竣工交楼面积增加所致；毛利率为36.30%，同比增长2.52个百分点；营业利润、利润总额和净利润分别为80.07亿元、80.75亿元和59.01亿元，同比分别增长37.04%、38.72%和40.80%，利润水平随着收入的增长而有所增长。

综合来看，2012~2014年，公司营业收入和利润均稳定增长，费用控制能力较好，盈利能力较强。预计未来1~2年，随着公司在售项目逐步结转，公司收入和利润规模将持续增长。

现金流

受土地款项及往来款项支出较大的影响，2012~2014年公司经营性净现金流持续下降；公司在建拟建项目较多，保持着较大的投资量，有一定资金支出压力

2012年以来，公司经营性净现金流持续减少，其中2013年和2014年均均为净流出，主要是随着经营规模扩张，公司保持较大规模的土地



购置及建安投入，同时公司与合营、联营企业之间的往来款增加导致经营性应收项目增加较多所致。同期，公司投资性净现金流逐年下降，2012年投资性净现金流为0.06亿元，净流入同比增加4.54亿元，主要是2012年公司投资活动减少同时转让部分项目公司股权收回投资现金较多；2013年以来投资性净现金流持续为净流出，主要为公司对联营合营企业的投资增加所致。2012年以来，公司筹资性净现金流持续净流入且逐年增加，公司融资能力很强，近年来主要通过筹资满足现金流需求。

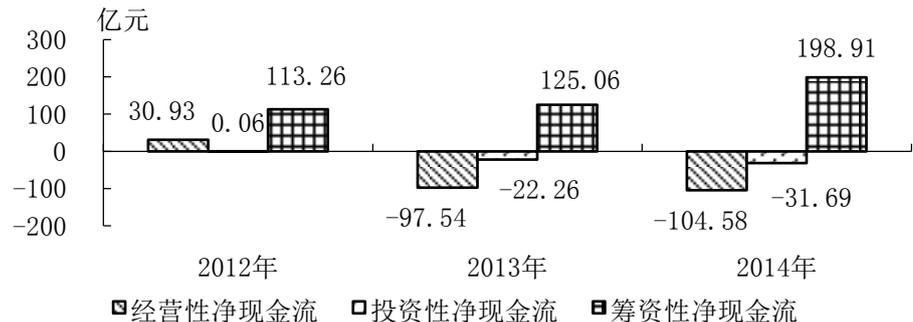


图8 2012~2014年公司现金流情况

2015年1~6月，公司经营性净现金流为98.49亿元，同比增加241.29亿元，主要由于公司保持审慎投资策略，新增购置土地较少；投资性净现金流为-9.52亿元，筹资性净现金流为-102.21亿元，由于公司偿还债务较多，公司筹资性现金流净流出规模较大。

表15 2012~2014年公司部分偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2014年	2013年	2012年
经营性净现金流/流动负债	-5.91	-6.35	2.59
经营性净现金流/总负债	-3.95	-4.42	1.77
经营性净现金流利息保障倍数	-1.20	-1.49	0.58
EBIT利息保障倍数	2.37	2.61	2.68
EBITDA利息保障倍数	2.41	2.66	2.74

2013年以来，由于公司经营性净现金流持续净流出，资金支出主要通过筹资活动满足。2012~2014年随着公司有息债务增加，利息支出扩大，EBIT及EBITDA利息保障倍数有所下降。

截至2015年6月末，公司在建拟建项目为235个，公司计划2015年完成房地产直接投资1,200亿元。整体来看，公司未来开发项目较多，保持着较大的投资量，若公司内外部融资能力受到宏观环境、信贷政策等因素的不利影响，公司将面临一定资金支出压力。

整体来看，公司属于成长性房地产企业，受购地支出影响2013年及2014年经营性净现金流保持净流出；2015年上半年由于公司新增项目较少，经营性现金流为大幅净流入。预计未来1~2年，公司经营性净现金流仍将主要受公司项目拓展节奏及规模的影响。

偿债能力

2012年以来,受经营规模逐年快速增长影响,公司债务规模逐年上升,总有息债务规模较大,资产负债率保持相对稳定。截至2015年6月末,公司总有息债务为1,228.25亿元,占总负债比重为41.79%,以长期有息负债为主,公司财务杠杆处于较高水平。公司资产主要以存货和货币资金为主,存货结构较为合理,周转效率逐年提高。公司收入和利润逐年稳定增长,主要盈利指标保持在较高水平。公司经营性净现金流受土地款项及往来款项支出影响较大,未来随着项目开发的不断进行,公司保持着较大的投资量。

公司与主要银行之间保持良好的合作关系,截至2014年末,公司共获得多家银行综合授信额度合计2,191亿元,未使用额度为1,269亿元。同时股东保利集团能够对公司提供很强的支持,公司外部融资能力很强,有利于其偿债能力的增强。

债务履约情况

根据公司提供的《企业基本信用信息报告》,截至2015年7月24日,公司本部无银行系统违约记录。截至本报告出具日,公司在债券市场公开发行的债务融资工具到期本息均已按时兑付。

结论

在经济发展新常态下,我国房地产行业已步入调整期,但城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力,城镇化率的提升带动城市住宅需求增长,为房地产企业提供发展空间。我国房地产企业经营业绩逐渐分化,领军企业竞争优势愈发明显。公司是我国房地产行业龙头企业之一,品牌知名度很高,2012年以来签约金额均突破千亿元,具有很强的竞争实力。公司土地储备持续增长,区域布局完善,项目储备充足能够支持公司未来业务的持续扩张。此外,公司稳步推进产业链发展,未来与房地产形成协同效应有助于提高综合竞争力。随着业务拓展,公司融资规模较大,但公司货币资金较充裕,能够完全覆盖短期有息债务。公司作为上市公司,融资渠道较为广泛,同时能够获得股东保利集团的外部支持。综合分析,公司抗风险能力极强。

综合分析,公司偿还债务的能力极强,本次债券到期不能偿付的风险极小。预计未来1~2年,公司经营总体将保持平稳。因此,大公对保利地产的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

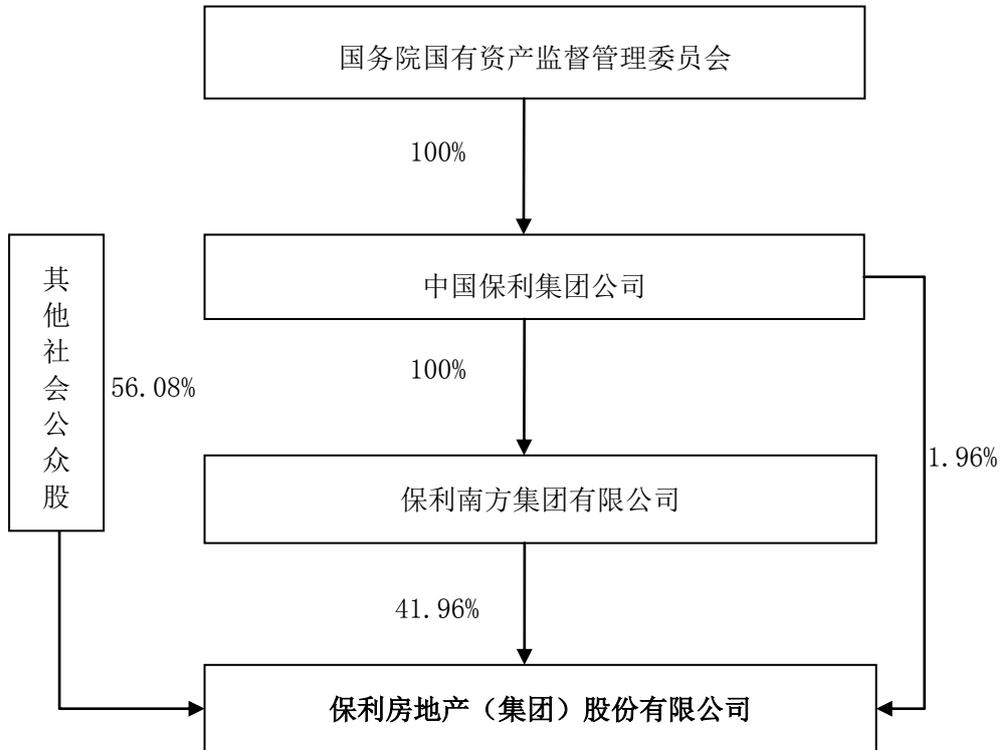
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

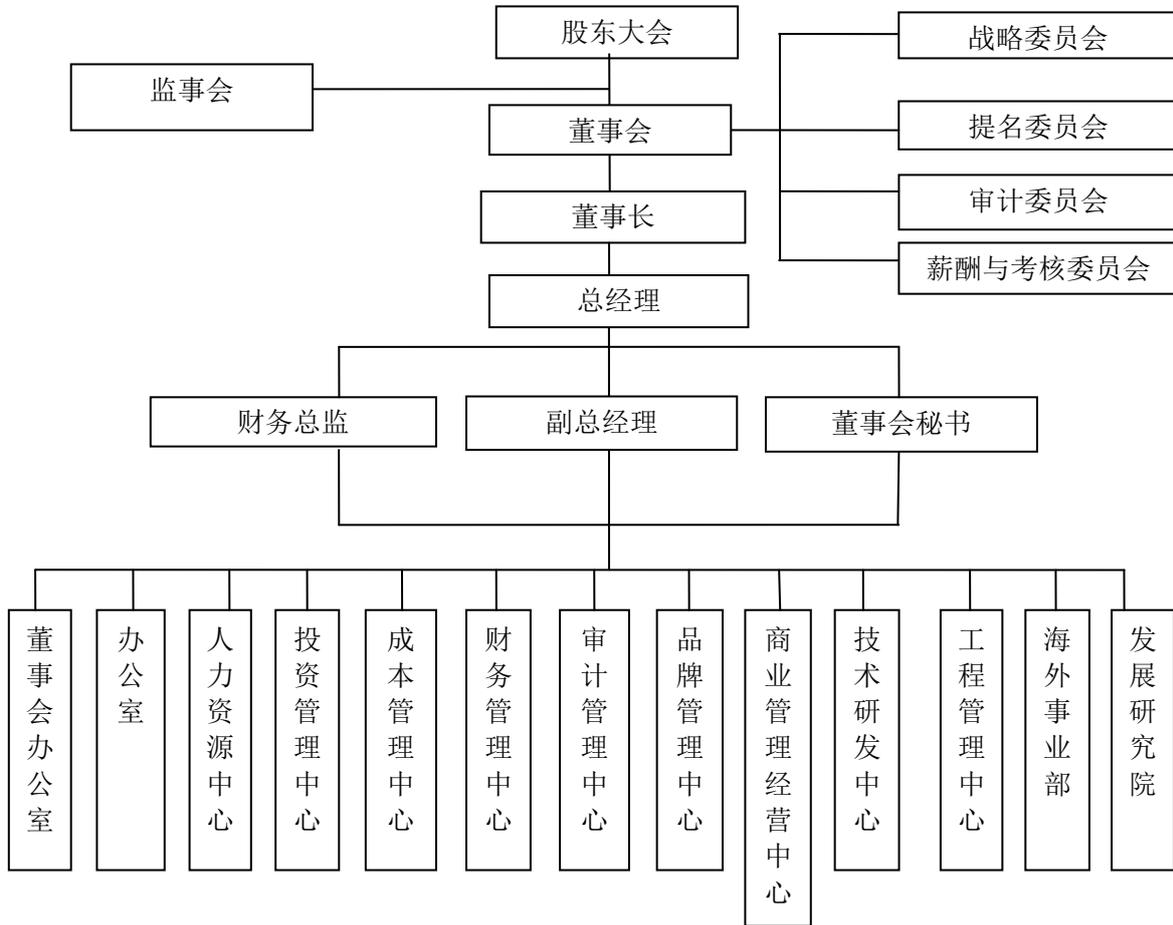
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2015 年 6 月末保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2015 年 6 月末保利房地产（集团）股份有限公司组织结构图



附件 3 截至 2015 年 6 月末保利房地产（集团）股份有限公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保期限	
		起始日	到期日
莆田中辰房地产开发有限公司	11,960	2015-01-21	2018-01-21
南京学尚置业有限公司	33,000	2013-12-03	2016-10-30
天津盛世鑫和置业有限公司	50,000	2014-07-21	2019-07-21
天津鑫和隆昌置业有限公司	10,000	2015-03-31	2018-03-30
武汉清能意盛置业有限公司	49,550	2014-02-12	2017-12-30
河南天之东置业有限公司	11,860	2015-03-12	2018-03-02
洛阳利业房地产开发有限公司	3,920	2015-04-03	2018-04-02
广州中耀实业投资有限公司	4,000	2015-06-18	2018-06-17
广州越鸿房地产开发有限公司	5,000	2015-03-25	2018-03-24
东莞市和宏投资有限公司	25,000	2014-06-17	2016-06-16
东莞市和越投资有限公司	35,000	2015-01-16	2017-01-15
小计	239,290	-	-
商品房承购人	4,441,817	-	-
合计	4,681,107	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 6 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	3,869,494	4,006,951	3,375,297	3,267,270
其他应收款	2,012,504	1,767,806	773,689	251,222
预付款项	1,946,051	2,256,562	1,927,586	1,641,855
存货	28,189,215	26,719,210	23,990,730	18,964,382
流动资产合计	36,259,639	35,085,801	30,300,805	24,312,803
长期股权投资	423,479	354,576	338,208	135,079
投资性房地产	709,478	703,884	471,489	471,796
非流动资产合计	1,685,072	1,490,763	1,093,180	804,059
资产总计	37,944,711	36,576,564	31,393,985	25,116,862
占资产总额比 (%)				
货币资金	10.20	10.95	10.75	13.01
其他应收款	5.30	4.83	2.46	1.00
预付款项	5.13	6.17	6.14	6.54
存货	74.29	73.05	76.42	75.50
流动资产合计	95.56	95.92	96.52	96.80
长期股权投资	1.12	0.97	1.08	0.54
投资性房地产	1.87	1.92	1.50	1.88
非流动资产合计	4.44	4.08	3.48	3.20
负债类				
短期借款	84,995	325,740	137,000	134,800
应付账款	2,085,312	2,257,946	1,867,070	1,279,289
预收款项	13,246,981	11,330,149	10,716,784	9,054,736
其他应付款	2,942,177	2,971,527	2,583,520	1,529,203
应交税费	-1,209,031	-742,236	-621,853	-408,460
一年内到期的非流动负债	2,838,534	2,541,175	1,962,472	2,432,403
流动负债合计	20,047,422	18,731,349	16,663,456	14,047,113
长期借款	8,040,222	9,049,498	7,510,130	5,585,041
应付债券	1,300,869	703,042	298,955	0
非流动负债合计	9,346,557	9,757,987	7,815,212	5,591,796
负债合计	29,393,979	28,489,336	24,478,668	19,638,910
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.29	1.14	0.56	0.69
应付账款	7.09	7.93	7.63	6.51
预收款项	45.07	39.77	43.78	46.11

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 6 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
其他应付款	10.01	10.43	10.55	7.79
应交税费	-4.11	-2.61	-2.54	-2.08
一年内到期的非流动负债	9.66	8.92	8.02	12.39
流动负债合计	68.20	65.75	68.07	71.53
长期借款	27.35	31.76	30.68	28.44
应付债券	4.43	2.47	1.22	0.00
非流动负债合计	31.80	34.25	31.93	28.47
权益类				
股本	1,075,269	1,072,975	713,799	713,799
资本公积	707,498	691,693	1,096,372	1,077,693
盈余公积	171,448	171,448	110,092	81,170
未分配利润	4,467,958	4,204,843	3,256,024	2,375,831
归属于母公司所有者权益合计	6,422,175	6,140,954	5,176,287	4,248,638
少数股东权益	2,128,557	1,946,275	1,739,031	1,229,314
所有者权益合计	8,550,732	8,087,228	6,915,318	5,477,952
损益类				
营业收入	4,234,496	10,905,650	9,235,552	6,890,576
营业成本	2,697,191	7,412,257	6,265,522	4,397,208
营业税金及附加	480,966	1,114,774	952,213	812,027
销售费用	103,799	240,192	218,518	164,561
管理费用	92,778	172,276	157,582	122,270
财务费用	95,845	127,122	98,553	89,209
投资收益	34,821	115,279	63,505	41,137
营业利润	800,733	1,898,053	1,600,682	1,339,357
营业外收支净额	6,725	5,129	9,487	13,855
利润总额	807,458	1,903,182	1,610,170	1,353,213
所得税费用	217,379	480,046	423,723	355,353
净利润	590,079	1,423,136	1,186,446	997,860
占营业收入比 (%)				
营业成本	63.70	67.97	67.84	63.81
营业税金及附加	11.36	10.22	10.31	11.78
销售费用	2.45	2.20	2.37	2.39
管理费用	2.19	1.58	1.71	1.77
财务费用	2.26	1.17	1.07	1.29

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 6 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
投资收益	0.82	1.06	0.69	0.60
营业利润	18.91	17.40	17.33	19.44
营业外收支净额	0.16	0.05	0.10	0.20
利润总额	19.07	17.45	17.43	19.64
所得税费用	5.13	4.40	4.59	5.16
净利润	13.94	13.05	12.85	14.48
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	984,933	-1,045,837	-975,411	309,258
投资活动产生的现金流量净额	-95,159	-316,881	-222,585	619
筹资活动产生的现金流量净额	-1,022,126	1,989,111	1,250,595	1,132,569
财务指标				
EBIT	912,929	2,058,591	1,714,168	1,432,781
EBITDA	935,328	2,093,232	1,747,512	1,462,590
总有息负债	12,282,519	12,622,028	9,908,557	8,152,244
毛利率 (%)	36.30	32.03	32.16	36.19
营业利润率 (%)	18.91	17.40	17.33	19.44
总资产报酬率 (%)	2.41	5.63	5.46	5.70
净资产收益率 (%)	6.90	17.60	17.16	18.22
资产负债率 (%)	77.47	77.89	77.97	78.19
债务资本比率 (%)	58.96	60.95	58.90	59.81
长期资产适合率 (%)	1,062.11	1,197.05	1,347.49	1,376.73
流动比率 (倍)	1.81	1.87	1.82	1.73
速动比率 (倍)	0.40	0.45	0.38	0.38
保守速动比率 (倍)	0.19	0.21	0.20	0.23
存货周转天数 (天)	1,832.19	1,231.45	1,234.04	1,398.96
应收账款周转天数 (天)	12.25	9.38	8.21	4.91
经营性现金净流/流动负债 (%)	5.08	-5.91	-6.35	2.59
经营性现金净流/总负债 (%)	3.40	-3.95	-4.42	1.77
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	-1.20	-1.49	0.58
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	2.37	2.61	2.68
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.41	2.66	2.74
现金比率 (%)	19.30	21.39	20.26	23.26
现金回笼率 (%)	147.59	102.55	117.82	127.07
担保比率 (%)	54.75	51.62	49.28	58.20

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = (1 - 营业成本/营业收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润/营业收入 × 100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额 × 100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产 × 100%
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额 × 100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务/资本化总额 × 100%
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = 流动资产/流动负债
15. 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
18. 存货周转天数¹⁴ = 360 / (营业成本/年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数¹⁵ = 360 / (营业收入/年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT/利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息¹⁶)

¹⁴ 半年度取 180 天。

¹⁵ 半年度取 180 天。

¹⁶ 公司未提供资本化利息总额，因此报告采用计入存货的资本化利息。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出= EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出= 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级



中国保险监督管理委员会 CIRC
China Insurance Regulatory Commission

第一条 根据《中华人民共和国保险法》第一百零五条的有关规定，经国务院批准，保险公司可以投资企业债券。为保证保险公司资金运用的流动性、安全性、盈利性，特制定本办法。

第二条 本办法所称企业债券是指经国家主管部门批准发行，且经监管部门认可的信用评级机构评级在AA级以上的企业债券。

目前中国保监会认可的信用评级机构为中诚信国际信用评级有限公司、大公国际资信评估有限公司。其他评级公司须另行认可。

第三条 保险公司依本办法买卖企业债券，自主经营、自担风险、自负盈亏。

第四条 企业债券应由各保险公司总公司或保险资产管理公司统一买卖，保险公司分支机构不得买卖企业债券。

第五条 保险公司投资企业债券实行比例控制的办法，保险公司购买的各种企业债券余额按成本价格计算不得超过本公司上月末总资产的20%。

保险公司同一期单品种企业债券持有量不得超过该期单品种企业债券发行额的15%或保险公司上月末总资产的2%，两者以低者为准。

第六条 保险公司在沪、深证券交易所、全国银行间债券市场买卖债券，应当遵守相关法律、法规及业务规则。

第七条 保险公司经批准开办的投资连结保险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产100%的投资账户，万能寿险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产80%的投资账户。投资账户的设立、合并、撤销、变更应符合我会的有关规定。

分红保险或其他独立核算的保险产品，投资企业债券的比例不得超过本产品上月末总资产的20%。

第八条 保险公司未按本办法规定买卖企业债券的，中国保监会可依据《中华人民共和国保险法》及有关法律、法规予以行政处罚。

第九条 外国保险公司分公司适用本办法。

第十条 本办法由中国保监会负责解释，修订亦同。

第十一条 本办法自发布之日起施行，《保险公司购买中央企业债券管理办法》（保监发〔2003〕9号）同时废止。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：大公国际资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关建中

注册地址：北京市朝阳区管庄路26号鹏润大厦B座20层B2001

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2008年2月26日



中国证券业执业证书

执业注册记录

2008-12-08 大公国际资信评估有限公司 证券投资咨询业务(其他) R00202012100001



姓名: 郑孝君

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 大公国际资信评估有限公司

编号: R0020212100001

证书取得日期 2012-10-26 证书有效期至 2016-12-31



2014年11月27日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的信息为准。



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孙瑞，证件号码:620104198902230263，于2014年11月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201412111006212011



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孙瑞，证件号码:620104198902230263，于2014年11月29日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201412111143910011



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡聪, 证件号码:371326198709306113, 于2014年09月20日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141011548774011



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡聪, 证件号码:371326198709306113, 于2014年09月20日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141011622540011

