

## 中国保利集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；  
维持“12保利债”和“14保利债”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司  
信用评级委员会

二零一九年六月二十八日

# 中国保利集团有限公司 2019 年度跟踪评级报告

## 受评对象

中国保利集团有限公司

本次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

## 存续债券列表

简称	发行额 (亿元)	存续期限	上次跟踪 评级结果	本次跟踪 评级结果
12 保利债	15	2012/10/25 ~2019/10/25	AAA	AAA
14 保利债	28	2014/09/04 ~2019/09/04	AAA	AAA

## 概况数据

保利集团	2016	2017	2018
总资产(亿元)	6,647.71	9,043.63	10,872.82
所有者权益合计(亿元)	1,575.61	2,025.32	2,355.63
总负债(亿元)	5,072.10	7,018.31	8,517.18
总债务(亿元)	1,876.95	2,694.63	3,441.76
营业总收入(亿元)	2,093.20	2,500.81	3,056.46
净利润(亿元)	168.60	221.73	307.76
EBIT(亿元)	289.72	350.25	501.81
EBITDA(亿元)	308.53	373.10	527.35
经营活动净现金流(亿元)	424.05	-193.11	179.36
营业毛利率(%)	26.77	23.74	26.06
总资产收益率(%)	4.60	4.46	5.04
资产负债率(%)	76.30	77.61	78.33
总资本化比率(%)	54.36	57.09	59.37
总债务/EBITDA(X)	6.08	7.22	6.53
EBITDA 利息倍数(X)	2.77	2.95	2.96

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；其他流动负债中的短期应付债券已调入短期债务，长期应付款中融资租赁款及借款调整至长期债务。

## 分析师

项目负责人：陈言一 [yychen@ccxi.com.cn](mailto:yychen@ccxi.com.cn)

项目组成员：白茹 [rbaibai@ccxi.com.cn](mailto:rbaibai@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年6月28日

## 基本观点

中诚信国际维持中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为 **稳定**；维持“12 保利债”和“14 保利债”的债项信用等级为 **AAA**。

2018 年，公司房地产业务综合竞争实力不断提升，销售业绩呈现量价齐升的态势，房地产开发土地储备充裕，为公司未来业务规模的持续扩张提供了有力支持；公司文化及民爆业务继续保持行业内的优势地位；同时公司融资渠道保持畅通。中诚信国际也关注楼市调控政策、公司在建拟建项目资本支出压力、以及无偿划入的中国工艺集团有限公司（以下简称“中国工艺集团”）和中国轻工集团有限公司（以下简称“中轻集团”）后续经营性盈利提升情况等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

## 优势

- **房地产业务综合竞争实力不断提升。**2018 年公司凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，销售业绩呈现量价齐升的态势。2018 年，合同销售金额和合同销售面积分别同比增长 27.17% 和 18.79% 至 4,456 亿元和 2,990 万平方米。
- **房地产开发土地储备充裕。**2018 年末，公司在建项目未售面积 8,409.00 万平方米，待开发项目可售面积 2,083.01 万平方米，充足的土地储备为公司未来业务规模的持续扩张提供了有力的支持。
- **文化及民爆业务继续保持行业内的优势地位。**截至 2018 年末，公司管理剧院数量扩大至 64 家，继续保持国内最大剧院平台地位；2018 年公司拍卖业务实现成交额 89 亿元，连续多年名列全球中国艺术品拍卖行业成交额首位；同时，公司民爆业务稳步发展，进一步巩固其国内龙头地位和区域市场优势。
- **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度达到 5,607 亿元，其中未使用额度 3,056 亿元。此外，同期末，公司共控股五家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

## 关注

- **房地产调控政策。**2018 年房地产市场调控环境依然严厉，各城市从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将继续保持，但地方政府或根据当地市场情况对调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧。
- **公司在建、拟建项目面临较大投资支出。**公司房地产业务板块在建及拟建项目数量较多、投资规模较大，公司仍面临一定的资本支出压力。
- **中国工艺集团和中轻集团后续经营性利润提升情况。**受益于投资收益、营业外收入等非经营性利润的贡献，2018 年中国工艺集团和中轻集团均实现扭亏为盈，但仍需关注其后续经营性利润提升情况。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公司的企业债券的存续期内对其每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

“12 保利债”募集资金除用于偿还银行贷款外，还用于上海市大型居住社区云翔基地经济适用房项目（以下简称“上海云翔基地项目”）、武汉市铁机村限价商品房项目（以下简称“武汉铁机村项目”）、山西保利金庄煤业有限公司矿井兼并重组整合项目（以下简称“金庄煤业项目”）和山西保利平山煤业股份有限公司矿井兼并重组整合项目（以下简称“平山煤业项目”）。目前，上海云翔基地项目和武汉铁机村项目均已完成竣工结算。金庄煤业项目和平山煤业项目建设工程分别于 2013 年 3 月和 2015 年 8 月正式投产。

“14 保利债”募集资金共计 28.00 亿元，其中 5.50 亿元用于偿还银行贷款，2.00 亿元用于补充营运资金，剩余用于项目建设的资金已全部使用完毕。募投项目包括昌平新城 5-1 街区沙阳路南南一村地块北区经适（含廉租）项目（以下简称“昌平经适（含廉租）项目”）、马桥旗忠基地 32A-06A 地块动迁安置房项目（以下简称“马桥旗安置项目”）、马桥旗忠基地 12A-01A 地块经济适用房项目（以下简称“马桥旗经济适用房项目”）、四方区瑞海北路 17、177 号 B-2-06B 地块改造经济适用住房项目、四方区瑞海北路 17、177 号 B-4-01 地块经济适用住房项目（以下简称“四方区瑞海经济适用住房项目”）和北京市大兴区亦庄新城 X1-1A 组团 B03R1-1 地块二类居住用地项目（配建公共租赁住房）、B03R1-2 地块二类居住用地、其他市政设施用地项目（配建公共租赁住房）（以下简称“北京市大兴区亦庄新城项目”）；项目进度方面，截至 2018 年底，昌平经适（含廉租）项目和北京市大兴区亦庄新城项目均已竣工交房；马桥旗安置项目大产权办理完毕，现已安排客户办理小产权证，剩余一

半房屋等政府安排客户签约；马桥旗经济适用房项目大产权办理完毕，安排客户办理小产权，剩余三分之二房屋等政府安排客户签约；四方区瑞海经济适用住房项目南区已于 2016 年底竣工交楼并已办理大产权证，北区一期已于 2014 年竣工交楼，二期于 2017 年 2 月底竣工交楼，项目大产权证也已办理完毕，该项目均已销售完毕。

## 基本分析

**2018 年以来房地产市场调控环境依然严厉，各城市从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将继续保持，但地方政府或根据当地市场情况对相关调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧**

2018 年楼市调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2018 年 7 月，中央政治局会议进一步要“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，展现了本轮楼市调控的决心。2018 年 12 月，中央政治局会议中关于房地产市场部分新增“夯实城市政府主体责任”的表述，将调控主体具体到城市政府，更加明确城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。

从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整，例如菏泽、广州等城市分别取消了限售及商住销售限制等部分调控措施。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018 年 3 月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制

度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年以来，房地产融资政策收紧，弱资质民企外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年仍然是公司债及境外美元债的到期及回售高峰，中小型民企的偿债能力和再融资能力仍面临考验。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

### 2018年公司凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，销售业绩呈现量价齐升的态势；充足的土地储备为公司房地产业务板块的持续扩张提供了有力支持

房地产开发运营是保利集团最主要的业务板块。A股上市公司保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“保利地产”，股票代码 600048）和H股上市公司保利置业集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“保利置业”，股票代码 00119）是保利集团的两个房地产开发运营平台。截至2018年末，公司分别持有保利地产和保利置业40.74%和47.32%的股权。

公司房地产业务产品类别涵盖普通商品住宅、别墅、写字楼、酒店、商业中心、会展物业、保障性住房等。产品结构方面，2018年公司继续保持刚性及改善性需求的住宅产品定位，以144平方米以下普通住宅为主，以满足市场主流需求

表 1：近年来公司房地产业务运营情况

指标	单位：万平方米、亿元、元/平方米		
	2016	2017	2018
新开工面积	2,429	3,313	4,822
竣工面积	1,775	1,864	2,579
签约销售面积	1,885	2,517	2,990
签约销售金额	2,454	3,504	4,456
签约销售均价	13,019	13,921	14,901

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 2012年8月，保利(香港)投资有限公司更名为保利置业集团有限公司，公司简称亦由“保利香港”更名为“保利置业”。

销售方面，2018年受严厉的楼市调控政策的影响，商品房销售增速持续放缓，当期全国商品房销售金额和销售面积的同比涨幅分别收窄至13.7%和7.7%；在此大背景下，公司凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，销售业绩呈现量价齐升的态势，合同销售金额和合同销售面积分别同比增长27.17%和18.79%至4,456亿元和2,990万平方米，均明显超出全国平均增速。

项目开发方面，2018年以来，公司加大开发力度，当期新开工面积同比提升45.55%至4,822万平方米；竣工面积为2,579万平方米，同比亦继续提升38.36%。

新增土地储备方面，由于一、二线热点城市土地成本的不断攀升，公司旗下两个房地产运营平台主要通过合作、收并购等方式获取土地资源，2018年新增土地储备规划建筑面积4,457万平方米，同比下降7.13%，其中权益面积2,763万平方米，新增土地支出金额为2,163亿元，同比下降26.40%，其中权益金额1,256亿元；新增土地储备楼面地价为7,828元/平方米，同比上升27.82%，整体土地成本有所增加。

2018年末，公司项目储备面积合计10,492.01万平方米，其中在建项目未售面积8,409.00万平方米，待开发项目可售面积2,083.01万平方米，较为充足的土地储备为公司未来业务规模的持续扩张提供了有力的支持，土地储备中一、二线城市面积占比为52%，区域分布优良。但同时公司房地产业务板块在建及拟建项目数量较多、投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力。

表 2：近年来公司土地储备情况

指标	2016	2017	2018
新拓展项目（个）	116	217	146
新增土地储备（万平方米）	2,491	4,799	4,457
新增土地储备总成本（亿元）	1,275	2,939	2,163

注：新增土地储备面积为计容规划建筑面积。

资料来源：公司提供

2017年公司启动对两大房地产运营主体的整合工作，保利地产拟采用现金方式收购保利集团持有的保利（香港）控股有限公司（以下简称“保利香港控股”）50%股权，成交价格为23.82亿元，并

按照 50% 的持股比例承接保利香港控股应偿还保利集团的股东借款本金和应付未付利息 27.71 亿元。2017 年 11 月 30 日，公司与保利地产、保利香港控股在广州签订了《中国保利集团公司与保利房地产（集团）股份有限公司、保利（香港）控股有限公司关于保利（香港）控股有限公司之股权转让合同》（以下简称“股权转让合同”）。自股权转让合同生效之日起，保利集团将以保利地产为核心对其境内房地产业务进行整合，未来保利集团及其下属企业在境内新增的房地产开发项目均由保利地产为主进行开发。2018 年，上述股权转让交割已完成。

总的来看，2018 年在严厉的楼市调控大背景下，公司凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，销售业绩呈现量价齐升的态势；此外公司土地储备充裕，为未来发展奠定基础。同时中诚信国际注意到，目前公司在建拟建房地产开发项目数量较多、投资规模较大，未来面临一定的资金压力以及楼市调控不断显现或将对公司未来的销售带来一定压力。

### 公司军民品贸易业务收入规模稳步增长，公司军品贸易业务凭借良好的品牌影响力和广泛的客户资源，继续保持行业领先地位

公司的全资子公司保利国际控股有限公司（以下简称“保利国际”）是保利集团从事军民品进出口贸易的主要运作平台，近年来保利国际贸易主业的进出口签约额在国内军贸企业中名列前茅。保利国际传统民品贸易业务范围涉及金属、机电、汽车、化工、木材、轻工、纺织服装、塑料制品等多种业务。2018 年保利国际营业总收入为 200.04 亿元，同比增长 70.54%，主要因当期军品贸易情况较好，业务规模大幅增加。

保利国际的民品贸易业务范围涉及金属、机电、汽车、化工、木材、轻工、纺织服装、塑料制品等多种业务。2018 年保利国际民品贸易实现收入 26.54 亿元，同比下降 32.61%，主要由于按照国务院国资委关于非专业涉煤央企退出煤炭行业的统一部署，保利国际 2018 年起无煤炭贸易业务，导

致其当年民品贸易收入显著下降。

表 3：公司民品贸易业务主要品种收入构成

品种	单位：亿元		
	2016	2017	2018
铜、钢、铝等金属类	15.16	25.32	22.04
化工类	7.69	2.15	0.77
机电产品类	8.18	3.72	2.70
纺织品等	0.24	0.41	0.00
酒业	0.49	0.91	0.25
煤炭	8.26	6.42	-
太阳能产品	0.58	0.35	0.78

资料来源：公司提供

总体来看，2018 年以来，公司军品贸易继续保持行业领先，但民品贸易对经济景气度敏感性较高，中诚信国际将对公司民品贸易保持关注。

### 受益于投资收益、营业外收入等非经营性利润的贡献，2018 年中国工艺集团和中轻集团均实现扭亏为盈，但仍需关注其后续经营性业务盈利提升情况

2017 年 8 月中国工艺集团发布《关于中国工艺（集团）公司与中国保利集团公司实施战略重组的公告》，根据中国工艺集团的公告称，经国务院国资委批准，公司与中国工艺集团实施战略重组，2017 年末，中国工艺集团无偿划转入公司并成为公司的全资子公司。

中国工艺集团是由原中国工艺品进出口总公司和中国工艺美术（集团）公司两家中央企业联合重组成立，是央企中唯一的综合性工艺美术企业，目前已初步形成了以贵金属进口为主，其他数十种贸易产品为辅，同时产业延伸至工艺美术稀贵原材料开发利用、产品研发生产、综合物流及服务相互支撑的业务体系，中国工艺集团是上海黄金交易所五大发起会员单位，其下属子公司中博世金科贸有限责任公司（以下简称“中博世金”）是上海黄金交易所唯一铂金供应商，具备一定垄断优势。中国工艺集团主营业务主要集中于中博世金、中工美进出口有限责任公司（以下简称“中工美进出口”）、中拓国际经贸集团公司（以下简称“中拓国际”）、中国工艺福建实业有限公司等 12 家核心子公司，其中中博世金、中工美进出口及中拓国际收入占中国工艺集团收入比重较大。截至 2018 年末，中国

工艺集团总资产为163.81亿元，所有者权益为21.27亿元，资产负债率为87.02%；2018年中国工艺集团实现营业总收入415.65亿元，同比增长14.20%，主要受进口贸易业务和国内贸易业务增长所带动，净利润1.74亿元，同比增加6.65亿元。

除了中国工艺集团外，2017年8月，中轻集团发布《中国轻工集团公司关于整体并入中国保利集团公司的公告》，公告称，经国务院批准，2017年中轻集团接到国务院国资委通知，中轻集团整体并入中国保利集团有限公司，成为其全资企业，中轻集团不再作为国务院国资委直接监管企业。

中轻集团于1988年系原轻工业部供销局经国务院同意、原物资部批准改建的国有独资企业。中轻集团与中国食品工业（集团）公司、中国造纸开发公司等企业共同组建为以中轻集团为母公司的企业。中轻集团拥有1家上市公司中国海诚工程科技股份有限公司（股票代码为：SZ002116，以下简称“中国海诚”）和4个国家级研究院，设有20多个全国性的研究、检测、标准和信息中心，拥有从研发设计、设备制造到施工安装、进出口贸易等较为完整的产业链及配套资源，具备齐全的轻工行业产业链。从收入构成来看，国贸与投资板块是中轻集团主要的收入来源，国贸与投资板块经营主体主要为中食公司（以下简称“中食公司”）及中国中轻国际控股公司（以下简称“中轻控股”）。中食公司系是美孚公司在国内华北和西北地区金属聚乙烯的唯一代理商，连续两年在天津港进口聚乙烯数量排名第一。截至2018年末，中轻集团总资产为135.85亿元，所有者权益为46.34亿元，资产负债率为65.93%；2018年实现营业总收入124.48亿元，同比略有下降，净利润0.51亿元，同比增加4.57亿元，当期中轻集团继续发生资产减值损失5.57亿元，主要为受经济环境影响，中轻集团秉承谨慎性原则，对坏账计提准备2.04亿元和固定资产计提减值损失2.35亿元，但同时中轻集团确认投资收益6.32亿元，同比大幅增加，其中处置长期股权投资产生的投资收益3.29亿元，丧失控

制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得2.08亿元。虽然中轻集团自主科研开发能力强，科技产业化能力较高，中国海诚在细分行业领域具有较强竞争优势，但盈利能力仍有待提升。

总体来看，中国工艺集团和中轻集团的划入使得公司营业总收入规模有所提升，同时值得关注的是，无偿划入的中国工艺集团和中轻集团盈利能力弱，受益于投资收益、营业外收入等非经营性利润的贡献，2018年中国工艺集团和中轻集团均实现扭亏为盈，但仍需关注其后续经营性业务盈利提升情况。

### 公司文化艺术经营稳步发展，继续在行业内保持了领先的地位

保利集团全资控股的保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”）是公司开展文化业务的主要载体。保利文化的主要业务包括演出组织策划、专业化剧院管理、艺术品经营与拍卖、电影院线与影院经营、影视传媒等。2014年3月，保利文化在香港交易所正式挂牌上市（股票代码03636.HK）。

在演出与剧院管理方面，截至2018年末，公司管理剧院数量进一步扩大至64家，业务已覆盖全国19个省、自治区、直辖市，四大直辖市已实现全面布局，继续保持国内最大剧院平台地位。2018年，保利文化演出与剧院管理收入16.56亿元，同比增长20.74%，其作为国内最大剧院院线平台的领先地位进一步巩固。

艺术品经营与拍卖方面，2018年受宏观经济环境影响，艺术品市场表现相对平稳，保利文化主动压减拍品数量，调整拍品结构，全年完成拍卖成交额89亿元，继续保持全球中国艺术品拍卖市场领先地位。

影院投资管理方面，截至2018年末，公司自营影院数量达到71家，2018年受国内电影市场增速放缓的影响，公司直营影院实现票房收入8.06亿元。

**表 4：近年来公司文化业务运营情况**

业务种类	指标	2016	2017	2018
演出与剧院管理	管理剧院家数（家）	53	59	64
艺术品经营与拍卖	拍卖成交额（亿元）	96	103	89
影院投资管理	自营影院家数（家）	32	62	71

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司艺术品经营与拍卖业务继续领跑市场，同时作为国内最大的剧院平台，公司院线演出内容不断丰富，但受国内电影市场增速放缓的影响，票房收入基本持平。

### 2018 年，公司民爆业务规模稳步发展，收入规模同比提升

目前，保利久联控股集团有限责任公司<sup>2</sup>（以下简称“保利久联”）为公司民爆业务的运营平台。截至 2018 年末，公司工业炸药生产许可能力增加至 45.35 万吨，工业雷管生产许可能力维持在 2.60 亿发，进一步巩固国内龙头地位和区域市场优势。与此同时，保利久联通过调整营销体系，减少中间环节，为终端客户提供优质产品和服务，市场占有率稳中有升。2018 年公司民爆产品生产、爆破及工程施工收入分别为 21.96 亿元和 40.94 亿元，同比继续保持增长。

总体来看，2018 年以来公司民爆业务规模进一步扩大，业务收入同比增长，业务竞争实力和竞争优势更加突出，但中诚信国际也将关注该业务的安全生产情况对公司民爆业务的影响。

## 财务分析

以下分析主要基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项段的无保留意见的 2016~2018 年度审计报告。该强调事项主要是子公司保利科技有限公司、中国新时代科技有限公司报表、新时代工程咨询有限公司、保利科技发展有限公司报表项目中涉密部分已由公司内部审计部门审计。公司财务报表均依照新会计准则编制。其他流动负债中的短期应付债券已调入短期债务，长期应付款中融资租赁款及借款调整至长期债务。

<sup>2</sup>截至 2018 年末，保利久联持股贵州久联民爆器材发展股份有限公司（以下简称“久联发展”，002037.SZ）30%股份，为久联发展控股股东。

## 盈利能力

公司的业务主要分为房地产、贸易、文化产业、工程施工等板块，房地产业务收入为公司最主要的收入来源。2018 年公司营业总收入为 3,056.46 亿元，同比增长 19.47%，主要受益于保利地产结转收入规模增长，同时当期公司军民品贸易业务、民爆业务等主要业务板块收入亦保持增长。

**表 5：近年来公司主要业务板块收入情况（单位：亿元）**

主要业务构成	2017	2018
房地产及物业管理	1,806.95	2,295.09
其中：房地产	1,673.11	2,060.26
军民品贸易板块	523.73	561.70
民爆业务板块	55.44	62.89
文化艺术管理板块	33.40	35.22
设计及监理收入	14.79	15.15

资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2018 年受益于房地产业务毛利率提升以及房地产业务收入占比的提升等因素，公司营业毛利率同比增加 2.33 个百分点至 26.06%。

**表 6：近年来公司主要业务板块毛利率（%）**

业务类别	2017	2018
房地产及物业管理	27.96	31.20
其中：房地产	28.81	32.91
军民品贸易板块	4.87	3.86
民爆业务板块	23.40	22.15
文化艺术管理板块	29.16	26.83
设计及监理收入	22.38	22.49

资料来源：公司审计报告

2018 年公司期间费用随着业务规模的扩大而同比增长 23.86% 至 207.65 亿元。从期间费用结构来看，公司销售费用与管理费用随着房地产开发销售规模的增长有所上升，2018 年公司的销售费用与管理费用分别为 81.77 亿元和 74.43 亿元，分别同比增长 27.81% 和 10.36%。财务费用方面，2018 年公司财务费用为 45.12 亿元，同比增长 24.55%。2018 年，虽然公司债务规模同比增长，但由于公司大部



分借款产生的利息支出已在存货和在建工程中资本化，财务费用规模相对于有息债务规模较小。期间费用收入占比方面，2018 年公司期间费用收入占比为 6.79%，同比仅小幅上升。

表 7：近年来公司期间费用情况

单位：亿元	2016	2017	2018
销售费用	51.16	63.98	81.77
管理费用	52.08	67.45	74.43
财务费用	42.43	36.23	45.12
研发费用	--	--	6.33
期间费用合计	145.67	167.65	207.65
期间费用收入占比	6.96%	6.70%	6.79%

注：2016-2017 年公司研发费用包含在公司管理费用中。

资料来源：审计报告，中诚信国际整理

2018 年公司利润总额同比增长 44.21% 至 433.43 亿元，主要是收入规模的提升、毛利率同比增长所致；同年公司实现净利润 307.76 亿元，同比增长 38.80%。从构成看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益，2018 年公司经营性业务利润为 415.10 亿元，同比增长 46.20%；得益于公司房地产板块合作项目逐步进入结算周期以及处置长期股权投资收益，当期投资收益同比大幅增长 65.48% 至 47.68 亿元。此外，由于保利地产计提存货资产跌价准备以及中轻集团计提坏账准备和固定资产减值损失，致使当年资产减值损失同比大幅增长 149.34% 至 36.28 亿元，对公司利润总额形成一定侵蚀。

总体来看，2018 年，公司主要业务板块的收入规模保持增长，加之毛利率的提升、较好的期间费用管控能力、投资收益的贡献等因素，当期公司利润总额同比增长较快。同时，2017 年公司无偿划入中轻集团和中国工艺集团盈利能力偏弱，中诚信国际将持续关注房地产政策变化、中轻集团和中国工艺集团未来的盈利情况。

## 偿债能力

2018 年，随着房地产业务规模的增长，公司债务规模同比增长 27.73% 至 3,441.76 亿元，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 78.33% 和 59.37%，同比均小幅增长，主要是债务规模上升所致。从债务结构看，公司以长期债务为主，同期末长期债务 2,568.54 亿元，占总债务的比重为

74.63%。

表 8：近年来公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
长期债务（亿元）	1,520.32	2,172.31	2,568.54
短期债务（亿元）	356.62	522.32	873.22
总债务（亿元）	1,876.95	2,694.63	3,441.76
货币资金（亿元）	757.85	1,059.33	1,633.82
EBITDA（亿元）	308.53	373.10	527.35
经营活动净现金流（亿元）	424.05	-193.11	179.36
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.80	-1.53	1.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	-0.07	0.05
EBITDA 利息倍数(X)	2.77	2.95	2.96
总债务/EBITDA(X)	6.08	7.22	6.53

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从偿债能力指标分析，2018 年得益于公司利润规模的增长，公司 EBITDA 同比增长 41.34% 至 527.35 亿元，得益于此，公司 EBITDA 对利息和总债务的覆盖能力同比均有所提升。经营活动净现金流方面，2018 年，主要受益于销售回款的增长，经营活动现金流同比明显提升，受此影响，经营活动净现金流对总债务和利息支出覆盖能力亦显著增强。2018 年末，公司货币资金充裕且受限规模很小，对短期债务覆盖能力强。

截至 2018 年末，公司所有权受限资产账面价值合计 946.49 亿元，主要为存货，占同期末总资产的比重为 8.71%。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 1,418.24 亿元，其中对购房人提供的抵押贷款担保 1,185.83 亿元。

重大未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月末，工艺集团合同纠纷计提预计负债 1.15 亿元，保利民爆科技集团股份有限公司涉及合同纠纷，案件标的金额为 0.47 亿元。上述案件涉案金额较小，对公司经营无重大影响。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度达到 5,607 亿元，其中未使用额度 3,056 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求提供了有力的保障。另外，目前公司控股保利地产、保利置业、保利文化、久联发展和中国海诚等五家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

---

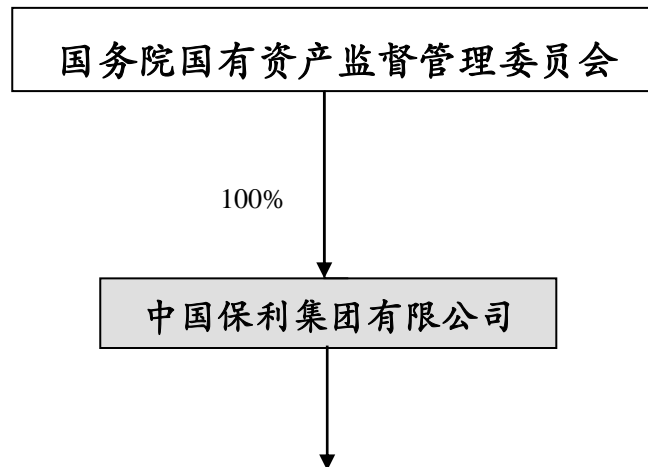
## 过往债务履约情况

根据公司提供的数据，2016~2018 年公司未发生债务违约情况；截至 2018 年末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款，亦未发生债务融资工具违约情形。

## 结论

中诚信国际维持中国保利集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“12 保利债”和“14 保利债”的债项信用等级为 **AAA**。

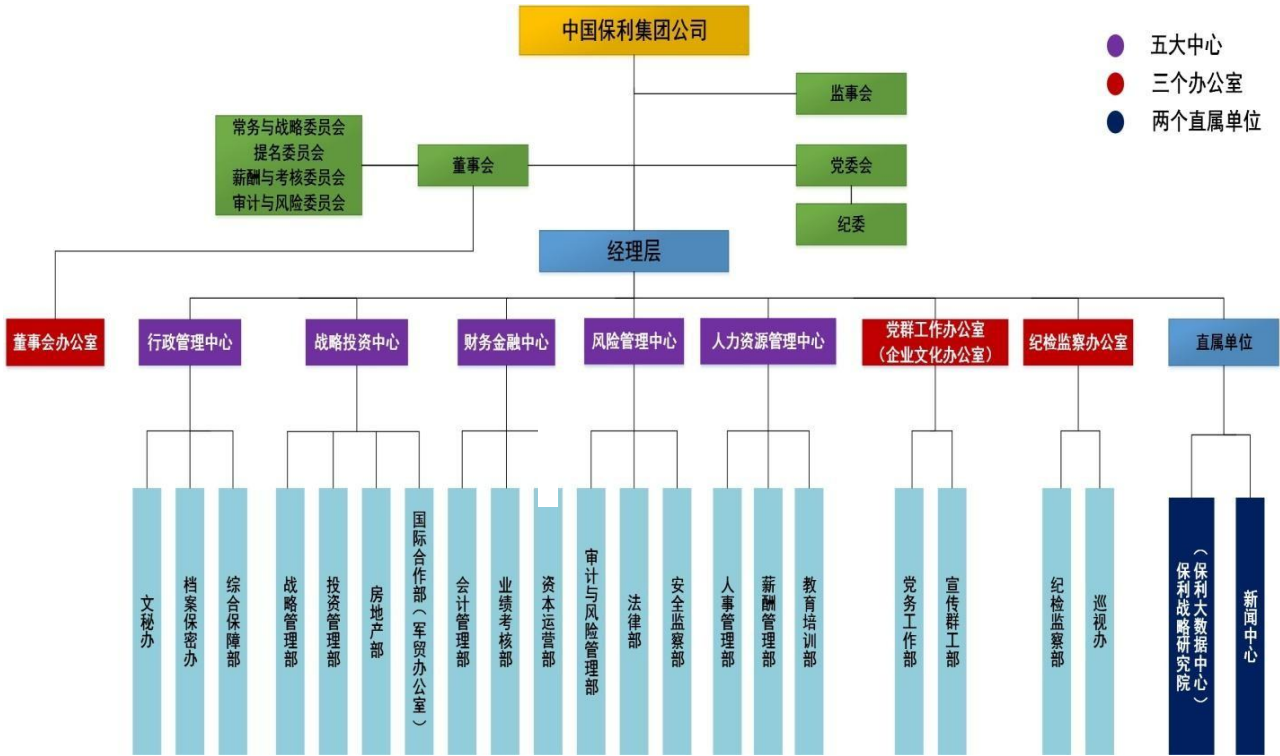
附一：中国保利集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



子企业名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）
保利财务有限公司	北京	200,000	78.61
保利投资控股有限公司	北京	50,000	100.00
保利文化集团股份有限公司	北京	24,631.60	43.31
重庆保利万和巨幕电影院线有限责任公司	重庆	400	51.00
北京新保利大厦房地产开发有限公司	北京	10,952	64.47
保利南方集团有限公司	广州	10,050	100.00
保利（香港）控股有限公司	香港	5,350	100.00
保利艺术博物馆	北京	1,801	100.00
保利久联控股集团有限责任公司	贵阳	29,318	51.00
保利国际控股有限公司	北京	10,000	100.00
中国工艺集团有限公司	北京	190,000	100.00
中国轻工集团有限公司	北京	200,000	100.00

资料来源：公司提供

附二：中国保利集团公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：中国保利集团公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018
货币资金	7,578,539.92	10,593,328.90	16,338,239.72
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6,754.78	473.92	130,550.49
应收账款净额	658,301.46	941,034.26	1,149,775.14
其他应收款	5,109,376.06	7,715,902.98	13,297,265.50
存货净额	38,770,153.91	52,509,668.23	57,018,968.47
长期投资	2,276,860.31	3,527,231.24	6,119,021.79
固定资产	1,385,084.12	1,202,801.09	1,509,301.72
在建工程	116,868.25	173,900.68	178,912.70
无形资产	1,380,473.13	189,310.43	231,895.27
总资产	66,477,087.68	90,436,287.78	108,728,168.96
其他应付款	5,797,298.43	8,130,102.75	6,928,594.39
短期债务	3,566,225.34	5,223,159.70	8,732,168.71
长期债务	15,203,237.24	21,723,104.00	25,685,425.98
总债务	18,769,462.57	26,946,263.71	34,417,594.69
净债务	11,190,922.65	16,352,934.81	18,079,354.97
总负债	50,721,028.76	70,183,089.88	85,171,838.09
费用化利息支出	432,708.39	497,070.25	683,846.68
资本化利息支出	682,122.91	768,275.16	1,097,732.58
所有者权益合计	15,756,058.92	20,253,197.89	23,556,330.88
营业总收入	20,932,035.23	25,008,138.04	30,564,565.11
期间费用前利润	3,832,437.79	4,499,450.31	6,209,368.34
投资收益	151,735.17	288,134.18	476,805.67
净利润	1,686,045.01	2,217,263.29	3,077,609.53
EBIT	2,897,215.32	3,502,546.10	5,018,105.29
EBITDA	3,085,318.08	3,731,032.37	5,273,474.61
经营活动产生现金净流量	4,240,524.61	-1,931,140.49	1,793,640.54
投资活动产生现金净流量	-1,660,128.89	-1,202,382.72	-1,465,473.76
筹资活动产生现金净流量	-1,609,574.56	6,025,929.39	4,949,016.54
现金及现金等价物净增加额	1,010,026.05	2,838,327.32	5,318,082.15
资本支出	95,949.28	120,225.60	279,399.61
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率(%)	26.77	23.74	26.06
期间费用收入比(%)	6.96	6.70	6.79
EBITDA/营业总收入(%)	14.74	14.92	17.25
总资产收益率(%)	4.60	4.46	5.04
流动比率(X)	1.67	1.71	1.64
速动比率(X)	0.57	0.61	0.67
存货周转率(X)	0.40	0.42	0.41
应收账款周转率(X)	29.82	31.25	29.24
资产负债率(%)	76.30	77.61	78.33
总资本化比率(%)	54.36	57.09	59.37
短期债务/总债务(%)	19.00	19.38	25.37
经营活动净现金/总债务(X)	0.23	-0.07	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	1.19	-0.37	0.21
经营活动净现金/利息支出(X)	3.80	-1.53	1.01
总债务/EBITDA(X)	6.08	7.22	6.53
EBITDA/短期债务(X)	0.87	0.71	0.60
EBITDA 利息倍数(X)	2.77	2.95	2.96

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；其他流动负债中的短期应付债券已调入短期债务，长期应付款中融资租赁款及借款调整至长期债务。

#### 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

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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-营业税金及附加-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/营业总收入

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=营业成本/存货平均净额

应收账款周转率=营业总收入/应收账款平均净额

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））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）

注：“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。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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	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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。