



信用等级通知书

信评委函字[2019]G442-F2-X2号

中国保利集团有限公司：

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拟发行的“中国保利集团有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年八月二十一日

中国保利集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国保利集团有限公司
发行规模	不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期；品种二为 5 年期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券申购情况，在总发行规模内，由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。
债券利率	由发行人和联席主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。
付息方式	采用单利按年计息，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。

概况数据

保利集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	1,586.98	2,023.71	2,355.63	2,393.94
总资产（亿元）	6,658.46	9,042.63	10,872.82	11,444.06
总债务（亿元）	1,885.11	2,695.11	3,441.76	3,659.40
营业总收入（亿元）	2,091.94	2,500.81	3,056.46	440.74
营业毛利率（%）	26.89	23.78	26.07	27.20
EBITDA（亿元）	314.43	373.17	527.35	-
所有者权益收益率（%）	11.00	10.96	13.06	5.84
资产负债率（%）	76.17	77.62	78.33	79.08
总债务/EBITDA（X）	6.00	7.22	6.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.82	2.95	2.96	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016年、2017年数据分别为2017年年初、2018年年初重述数；
3、其他流动负债中短期融资券调整至短期债务，长期应付款中融资租赁款及借款调整至长期债务；
4、2019年1~3月所有者权益收益率已经过年化。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了保利集团股东背景雄厚，支持力度强大，房地产业务领先的市场地位，军民品进出口贸易业务竞争力突出，多元化的产业格局以及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平形成的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，公司在建、拟建项目面临较大资本支出压力对其经营及整体信用状况的影响。

正 面

- 股东背景雄厚，支持力度强大。保利集团是直属国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）的大型中央企业，也是国务院国资委首批确定的十六家以房地产为主业的央企之一，在央企中拥有突出的经营地位，能够在资产划拨、资本注入及业务拓展等方面获得股东方的有力支持。
- 房地产业务领先的市场地位。保利集团旗下拥有两大房地产运营平台保利发展控股集团股份有限公司和保利置业集团有限公司，其房地产项目产品线齐全，房地产开发业务已覆盖全国 100 余个大中城市，在开发规模、年签约合同销售金额、品牌影响力等方面位居行业前列，具备显著的规模优势和领先的市场地位。

分 析 师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn李 蕊 rlr@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月21日

- 军民品进出口贸易业务竞争力突出。公司具有经国家批准的军品进出口贸易资质，拥有良好的品牌影响力和广泛的客户资源，军品出口签约额稳定增长，连续 13 年位列全国军贸企业前三甲。
- 多元化业务格局。保利集团在保持房地产、军品进出口贸易竞争优势的同时，亦通过资源整合积极发展文化艺术经营、民爆等业务，形成优势互补、资源共享、协同发展的经营格局，进一步提升公司整体的综合实力和抗风险能力。
- 通畅多元的融资渠道。公司与主要大型金融机构保持良好、长期的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 5,607 亿元，未使用额度 3,056 亿元。此外，公司旗下五家 A 股及 H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关 注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司房地产业务经营战略的实施提出更高要求。
- 公司在建、拟建项目面临较大资本支出压力。公司房地产业务板块在建及拟建项目数量较多，投资需求较大，公司或面临一定的资本支出压力。

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评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

中国保利集团有限公司的前身是保利科技有限公司，成立于 1984 年，隶属于总参装备部，专门从事军事装备的引进和出口业务。1992 年，经国务院、中央军委批准，中国保利集团有限公司在保利科技有限公司的基础上正式组建。1993 年，保利集团在国家工商行政管理总局注册，注册资本 15 亿元人民币。1999 年“军企脱钩”后，保利集团划归中央大型企业工作委员会领导管理，成为国有重要骨干企业。2003 年起由国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）履行出资人职责，现为国资委监管的 96 家中央企业之一。2010 年，根据国务院国资委国企改革[2010]151 号文件《关于中国新时代控股（集团）公司有关业务与中国保利集团有限公司重组有关问题的批复》，中国新时代控股（集团）公司军贸、民爆和军工咨询等涉军业务剥离并入公司。2012 年，根据国务院国资委国资收益【2012】993 号文件的批复和相关规定，国资委对保利集团增资，公司注册资本变更为 20.00 亿元。2017 年 5 月 8 日公司与中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）签署战略合作暨资产划转协议，公司将旗下保利能源控股有限公司（以下简称“保利能源”）无偿划转给中国中煤能源集团有限公司。2017 年 8 月经国务院国资委批准中国工艺集团有限公司（以下简称“工艺集团”）及中国轻工集团有限公司（以下简称“轻工集团”）无偿划转入公司并成为公司的全资子公司。截至 2019 年 3 月末，国务院国资委持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人。

目前，公司业务包括房地产开发运营、军民品进出口贸易、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及相关服务、轻工领域研发和工程服务、工艺原材料及产品经营服务。截至 2019 年 3 月末，公司旗下共有五家 A、H 股上市公司，分别为保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”，股票代码 600048）、贵州久联民爆器材发展股份有限公司（以下简称“久联发展”，股票代码 002037）、中国海诚工程科技股份有限公司（股票代码为：

SZ002116，简称为“中国海诚”）、保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业”，股票代码 00119.HK）和保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”，股票代码 03636.HK）。

截至 2018 年末，公司资产总额 10,872.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 2,355.63 亿元，资产负债率为 78.33%；2018 年公司实现营业收入 3,056.46 亿元，净利润 307.76 亿元，经营活动净现金流 179.36 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 11,444.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 2,393.94 亿元，资产负债率为 79.08%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 440.74 亿元，净利润 34.98 亿元，经营活动净现金流 62.36 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）。
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期；品种二为 5 年期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券申购情况，在总发行规模内，由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。
票面金额和发行价格	每张面值 100 元人民币，按面值平价发行。
债券利率	由发行人和联席主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。
付息方式	采用单利按年计息，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。
募集资金用途	募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息债务及补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

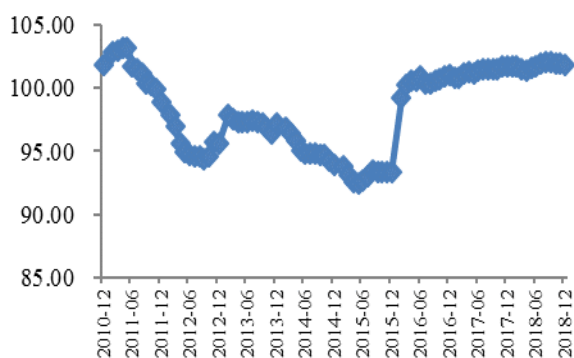
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家

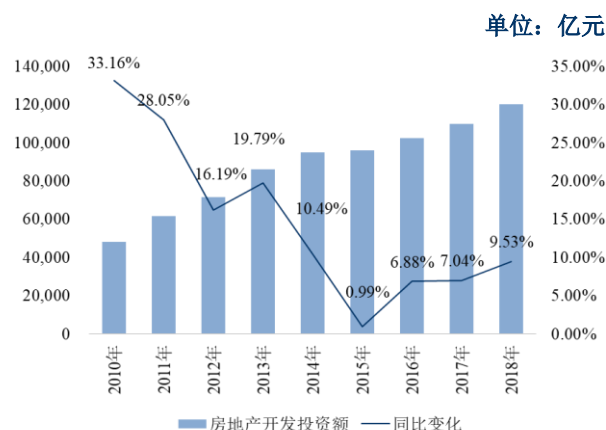
信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。

图1：2011~2018年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图2：2010~2018年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018

年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9%和 0.8%。在去杠杆的环境下,房企资金压力上升,开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2: 2016~2018 年房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%

指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中:			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

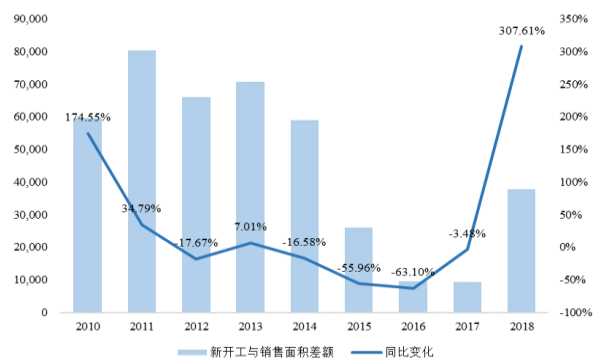
资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

施工方面, 近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看, 2016 年, 在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下, 房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源, 全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米, 同比上升 8.1%。2017 年, 随着房地产政策的持续收紧, 当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米, 增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%, 同期全国商品房新开工面积与销售面积差额(差额=新开工面积-销售面积)为 9,246 万平方米, 同比下降 3.5%, 商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下, 基于对内部流动性资金的需求, 房企加快了项目新开工进度, 2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米, 同比增长 17.2%, 增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看, 2018 年, 全国商品房新开工面积与销售

面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万平方米。

图 3: 2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额

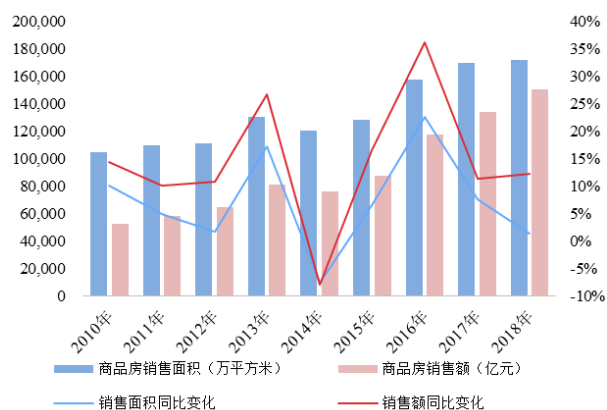
单位: 万平方米



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看, 2016 年, 在宽松的行业政策带动下, 我国商品房成交量大幅提升, 当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元, 分别同比增长 22.5%和 34.8%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年, 全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元, 分别同比增长 7.7%和 13.7%。2018 年, 全国商品房销售面积和销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元, 同比分别增长 1.3%和 12.2%, 增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点, 受房地产调控政策持续的影响, 房地产销售增速放缓明显。其中, 2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%, 销售额同比增长 14.7%; 办公楼销售面积同比下降 8.3%, 销售额同比下降 2.6%; 商业营业用房销售面积同比下降 6.8%, 销售额同比增长 0.7%。

图 4: 2010~2018 年商品房销售情况

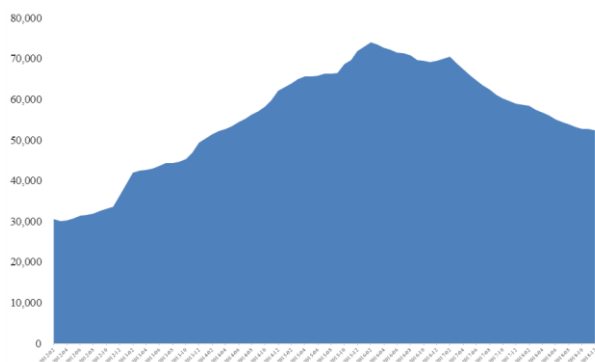


资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539

万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05% 和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58% 和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会

员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉

打击。2018年8月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。2018年1月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年3月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，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。同年4月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举

的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018年，全国商品房销售金额为117,627.05亿元、133,701.31亿元和149,973.00亿元，同比增速为34.77%、13.67%和12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为99,064.17亿元、110,239.51亿元和126,393.00亿元，同比增速为36.13%、11.28%和14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速同比下降25.51个百分点；2018年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计79,124亿元，同比增长8.99%，增速同比下降0.43个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为

3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 3：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信证评整理

贸易行业

外贸行业概况

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，同比增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升了 1.4 个百分点，其中，出口 2.21 万亿美元，增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，增长 7.3%，进口增速显著提升。2014 年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。2015 年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元，同比下降 8.0%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。2016 年，受发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，

国内经济下行压力仍较大，2016 年我国进出口总额 3.7 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.1 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.6 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，进口 1.84 万亿美元。2018 年我国进出口总额创历史新高，进出口总额达 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%。其中，出口 2.48 万亿美元，增长 9.9%；进口 2.14 万亿美元，增长 15.8%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015 年，我国实现贸易顺差 0.59 万亿美元，同比增长 56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015 年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，同比下降 13.9%。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，继续收窄。2018 年，我国实现贸易

顺差 0.35 万亿美元，进一步收窄 16.2%。2016 年下半年以来，受国际大宗商品价格上涨以及我国扩大开放和鼓励进口带来的政策红利等多重因素影响，进口增速持续高于出口，贸易顺差持续收窄。

在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

但另一方面，近期国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零

售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年，国内生产总值 900,309 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。2016 年 11 月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境，到 2020 年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016 年 11 月，我国商务部等 13 部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427 号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017 年 6 月，我国商务部印发了《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184 号，以下简称“方案”），

方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税，降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化，降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，近年来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

竞争优势

股东背景雄厚，支持力度强大

保利集团是隶属于国务院国资委的大型中央企业，也是国务院国资委首批确定的十六家以房地产为主业的央企之一，在 2018 年《财富》世界 500 强中位列 312 位。同时公司是首批国有资本投资公司试点企业之一，拥有突出的经营地位，在资产划拨、资本注入及业务拓展等方面持续得到股东方大力支持。

2010 年，经国务院国资委批复，将中国新时代控股集团有限公司（以下简称“新时代控股”）旗下军贸、民爆和军工咨询等涉军业务剥离并入保利集团，公司在军贸行业的优势地位得到了巩固和加强。2012 年，国务院国资委对公司增资，公司注册资本增至 20.00 亿元。2017 年 8 月，经国务院国资委批准工艺集团及轻工集团无偿划转入公司并成为公司的全资子公司。此外，在国务院国资委推动下，公司与中国航空工业集团公司（下称“中航工

业”)签署了地产业务整合协议,接受中航工业名下的全部房地产业务。截至 2017 年末,保利发展已完成中航地产下属 11 个房地产项目公司的收购,新增待开发面积 538 万平方米,进一步扩充了公司土地储备。2019 年 7 月,经报国务院批准,中国中丝集团有限公司整体无偿划转进入中国保利集团有限公司并成为公司的全资子公司。

房地产业务领先的市场地位

房地产业务是保利集团第一大主业,旗下拥有 A 股上市公司保利发展和 H 股上市公司保利置业两大房地产运营平台。自成立以来,公司坚持全国化布局策略,深耕一、二线城市,有策略的选择开发三、四线城市,目前房地产业务已进入 30 个省、市、自治区的 100 余个大中城市,产品类型覆盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲地产等多种业态。2016~2018 年公司房地产业务分别实现签约销售金额 2,454 亿元、3,504 亿元和 4,456 亿元,年均复合增长率达 34.75%。2016~2018 年保利集团旗下房地产业务主要运营平台保利发展位列全国房地产企业销售金额排名第五位。从单城表现上看,2018 年公司在广州、佛山、青岛、武汉和中山等 5 个城市单城销售破百亿元,市场占有率排名居前,市场竞争力突出。项目储备方面,截至 2018 年末公司项目储备合计 10,492.01 万平方米,其中一线和二线城市项目储备占比分别为 8.44%和 43.79%,丰富且优质的项目资源可为公司未来运营提供强有力的支撑作用。

总体来看,保利集团房地产项目产品线齐全,房地产开发业务已覆盖全国 100 余个大中城市,在开发规模、年签约合同销售金额、品牌影响力等方面位居行业前列,具备显著的规模优势和领先的市场地位。

具有军贸进出口专营权,军品贸易额长期位居行业前列

军品贸易是保利集团的传统支柱产业,公司是国务院国资委确认的以军贸作为主业的中央企业。经过 20 余年的发展,保利集团已具备强大的市场开拓能力和营销网络,拥有较强的营销公关实力和明显的渠道优势,在国内外树立了良好的品牌和信

誉。2010 年,经国务院国资委批准,中国新时代控股(集团)公司子公司中国新时代科技有限公司(以下简称“新时代科技”)划归保利集团,为公司带来了新的市场、渠道、经验和人才,对进一步做大做强公司的贸易主业起到积极作用,2012 年公司旗下子公司保利科技有限公司(以下简称“保利科技”)完成对新时代科技的整合后,公司在军贸行业的优势地位得到了巩固和加强,公司军品出口签约额连续 13 年位居国内前三甲。

多元化产业格局产生较好联动效应

保利集团在保持房地产业务、军民进出口贸易业务竞争优势的同时,通过企业整合和资产重组积极发展文化艺术经营、民爆业务。公司文化艺术经营业务拥有演出与剧院管理、艺术品经营与拍卖、影业投资与电影院线管理等较为完整的业务序列。截至 2019 年 3 月末,公司管理剧院数量达到 65 家,保持国内最大剧院平台地位。公司拍卖业务连续多年名列全球中国艺术品拍卖行业成交额首位;公司民爆业务通过对民爆资源的整合及资产重组实施外延式扩张,由区域性优势企业快速转变为集研发、生产、销售和爆破服务为一体的全国性民爆企业集团之一。截至 2019 年 3 月末公司工业炸药生产许可能力为 45.35 万吨,位居全国第一。

在同一个“保利”品牌下,公司各业务板块形成优势互补、资源共享、协同发展的经营格局。公司贸易、房地产业务对文化形成了强有力支撑,文化产业对贸易和房地产起到良好促进、辅助和推广作用,民爆业务对文化、房地产业务形成有效互补。

业务运营

保利集团的业务包括房地产开发及物业管理、军民品贸易、文化艺术管理、矿产资产投资开发、民爆业务、设计及监理板块等。2017 年公司将保利能源无偿划转给中煤集团,同年工艺集团和轻工集团无偿划转入公司,成为公司全资子公司。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司分别实现营业总收入 2,091.94 亿元、2,500.81 亿元、3,056.46 亿元和 440.74 亿元,从公司收入构成来看,房地产开发及物业管理业务一直是公司收入的最主要来源,

2018 年房地产开发及物业管理业务收入为 2,295.09 亿元，占总营业收入比重为 75.40%，同期军民品贸易、民爆业务、文化艺术管理、设计及监理收入、矿产资源投资开发收入分别为 561.7 亿元、62.89 亿元、35.22 亿元、15.15 亿元和 10.57 亿元，占营业收入的比重分别为 18.45%、2.07%、1.16%、0.50% 和 0.35%。

表 4：2016~2019.Q1 公司营业收入构成情况

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
房地产开发及物业管理	1,854.11	1,806.95	2,295.09	245.04
其中：房地产业务	1,762.7	1,673.11	2,060.26	217.40
军民品贸易	86.64	523.73	561.7	133.66
民爆业务	42	55.44	62.89	9.78
文化艺术管理	27.39	33.4	35.22	6.69
设计及监理收入	-	14.79	15.15	3.83
矿产资源投资开发	42.69	8.79	10.57	-
其他	34.52	48.89	63.41	38.76
营业收入合计	2,087.34	2,491.99	3,044.02	437.39

注：营业收入未包含利息收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产开发运营

房地产开发运营是保利集团最主要的业务板块。A 股上市公司保利发展和 H 股上市公司保利置业²是保利集团最主要的房地产开发运营平台。2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房地产开发运营板块分别实现营业收入 1,854.11 亿元、1,806.95 亿元、2,295.09 亿元和 245.04 亿元。

项目运营概况

公司坚持以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有所辅的运营策略，产品涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲地产等多种业态。其中商品住宅是公司最主要产品，公司始终坚持普通住宅中小户型的产品定位，以满足刚需和改善性需求。区域布局方面，公司坚持聚焦一、二线城市及核心城市群，形成以华南、华东、华北、西部、中部、东北等重点城市以及海外片区的布局体系。截至 2019 年 3 月末，保利集团已进入 30 个省、市、自治区的 100 余个城市。

销售方面，公司凭借清晰的产品定位和战略规划，深耕重点城市的同时不断扩大区域布局，把握市场机会，销售业绩呈现量价齐升的态势，近年来公司房地产开发持续扩大，销售业绩实现快速增长。2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司签约销售面积分别为 1,885 万平方米、2,517 万平方米、2,990 万平方米和 740 万平方米；同期签约金额分别为 2,454 亿元、3,504 亿元、4,456 亿元和 1,169 亿元。签约销售均价方面，同期分别为 13,022 元/平方米、13,921 元/平方米、14,901 元/平方米和 15,797 元/平方米。公司主要深耕华南和华东地区，2018 年在上述两个区域分别实现签约销售金额 1,332 亿元和 1,158 亿元，占 2018 年公司签约销售总额比重分别为 29.89%和 25.99%，此外，公司在华北、西部和东部片区亦实现较大规模签约销售，金额分别 630 亿元、570 亿元和 571 亿元，占 2018 年公司签约销售总额比重分别为 14.14%、12.79%和 12.81%。从主要销售城市看，2018 年公司广州、佛山、青岛、武汉和中山的销售金额均超过百亿，并在当地取得了较为领先的市场地位。

表 5：2018 年及 2019.Q1 公司房地产销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

城市/区域	2018		2019.Q1	
	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积
华南片区	1,332	839	348	204
华东片区	1,158	590	325	158
华北片区	630	362	137	75
西部片区	570	521	142	121
中部片区	571	521	160	139
东北片区	172	158	54	42
海外片区	23	2	0	0
合计	4,456	2,990	1,169	740

注：因四舍五入，小数与合计数存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，公司项目开发节奏较好，近年来房地产业务结算呈稳定上升趋势。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产结算面积分别为 1,511 万平方米、1,639 万平方米、1,711 万平方米和 141 万平方米；同期，结算金额分别为 1,394 亿元、1,753 亿元、2,040 亿元和 208 亿元；结算均价分别为 11,606 元/平方米、10,118 元/平方米、11,922 元/平

² 截至 2018 年末，保利发展持有保利置业 6.93%股权。

方米和 14,751 元/平方米，呈波动上升态势。

表 6：2016~2019.Q1 公司房地产开发业务发展情况

单位：万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售面积	1,885	2,517	2,990	740
销售金额	2,454	3,504	4,456	1,169
结算面积	1,511	1,639	1,711	141
结算金额	1,753	1,658	2,040	208
新开工面积	2,429	3,313	4,822	1,071
竣工面积	1,775	1,864	2,579	316

注：1、房地产板块统计口径包括保利发展、保利置业和南方公司，下同；

2、以上数据口径为全口径。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算区域来看，近年来结转项目主要分布在华南和华东片区，上述两区域近三年结算收入占比合计均在 60%左右。此外，公司在华北、西部和中部片区也有较大规模的结转，其中华北片区收入结转规模近年来呈下降趋势，而中部片区对结算收入贡献有所提升。整体来看，公司结转项目以华东和华南片区为主，同时华北、西部和中部片区的项目陆续结转也进一步保证了总体项目结算规模。

表 7：2016~2019.Q1 公司房地产结算收入分布占比情况

单位：%

区域	2016	2017	2018	2019.Q1
华南片区	34.60	30.76	35.94	31.31
华东片区	27.78	29.47	31.03	33.51
华北片区	14.68	9.32	9.52	20.28
西部片区	11.20	12.95	13.00	10.80
中部片区	6.90	11.76	6.39	2.14
东北片区	4.56	5.54	3.22	1.80
海外片区	0.27	0.20	0.90	0.15
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，公司积极调整开发策略，近年把握市场行情不断加快开发节奏。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司当期新开工项目总面积分别为 2,429 万平方米、3,313 万平方米、4,822 万平方米和 1,071 万平方米，同期竣工项目总面积分别为 1,775 万平方米、1,864 万平方米、2,579 万平方米和 316 万平方米。

截至 2018 年末，公司在建面积³合计 11,053.09 万平方米，其中一、二线城市在建面积占比分别为 7.19%和 47.49%，三、四线城市在建面积占比约为 45.24%。此外在澳大利亚、香港、洛杉矶共有 5 个在建项目，占公司在建面积的比重为 0.08%。目前公司项目开发规模体量仍较大，在对业绩形成强有力支撑的同时亦对资金支出提出较高要求。

土地储备及区域布局

公司始终坚持以补充一、二线土地资源为主，同时加大核心城市周边三四线城市的深耕、渗透的项目拓展策略。项目获取方式方面，公司主要以公开市场招拍挂、旧城改造、合作开发、并购整合等多元化方式拓展土地储备，其中并购已逐渐成为公司最主要的项目获取方式。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司新增土地储备面积分别为 2,491 万平方米、4,799 万平方米、4,457 万平方米和 413 万平方米。土地支出金额分别为 1,275 亿元、2,939 亿元、2,163 亿元和 172 亿元；新增土地楼面地价分别为 5,117 元/平方米、6,124 元/平方米、7,828 元/平方米和 9,053 元/平方米。其中，2018 年公司持续进行一、二线城市及核心城市群的资源补充，当年一、二线城市新增土地储备金额占比约 70%。截至 2018 年末，保利集团已进入 30 个省、市、自治区的 100 余个大中城市，全国性的区域布局可有效化解公司销售区域过度集中的风险。

表 8：2016~2019.Q1 公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
新增项目数量	116	217	146	15
新增土地储备面积	2,491	4,799	4,457	413
新增土地储备总成本	1,275	2,939	2,163	172
新增土地楼面地价	5,117	6,124	7,828	9,053

注：1、新增土地储备面积为计容规划建筑面积；

2、以上数据口径为全口径。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备⁴方面，截至 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

³ 全口径数据。

⁴ 项目储备面积=在建剩余可售面积+待开发项目计容建筑面积（不含自持部分）

2,083.01 万平方米。从项目储备的区域分布来看，公司在华南、华东、西部和华中有较大的项目储备量，其项目储备面积分别为 3,527.60 万平方米、2,342.38 万平方米、1,760.47 万平方米和 1,438.49 万平方米。从重点城市来看，公司项目储备前五的城市分别为武汉、佛山、成都、广州和青岛，其项目储备面积分别为 817.37 万平方米、679.66 万平方米、616.26 万平方米、586.49 万平方米和 326.99 万平方米。按城市能级来看，公司在一线和二线城市的项目储备面积占比分别为 8.44% 和 43.79%，在三、四线城市的项目储备面积占比为 47.59%，此外，公司在美国、澳大利亚、伦敦和香港有十余个项目储备，约占公司项目储备面积的 0.18%。按公司目前的销售进度测算，其项目储备可满足未来 3~4 年的经营所需，为其未来发展提供有力支撑。

除房地产开发外，公司还通过两大地产平台持有大量优质商业地产，商业地产业态包括写字楼、商场、酒店等，分布在北京、上海、广州和佛山等城市核心地段。2016~2018 年酒店经营实现收入 6.73 亿元、8.31 亿元和 9.11 亿元；同期实现租赁收入 11.12 亿元、14.00 亿元和 14.51 亿元，收入规模呈增长趋势。此外，公司为开发项目提供物业服务，收取物业管理费，同期分别实现收入 25.30 亿元、33.74 亿元和 44.52 亿元。目前公司主要物业出租和物业管理运营情况较好，随着公司房地产项目不断增加，物业管理费收入增长较快，可为公司贡献稳定的现金流。

总体来看，公司房地产业务区域布局完善，销售业绩持续增长，项目储备充足且优质，为公司未来业绩发展提供保障。此外，中诚信证评亦关注到公司期末在建项目规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

军民品贸易

公司军民品贸易主体包括保利国际控股有限公司（以下简称“保利国际”）、工艺集团和轻工集团，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司军民品贸易业务分别实现收入 86.64 亿元、523.73 亿元、561.7 亿元和 133.66 亿元，2017 年随着工艺集团和轻工集团的并入，公司军民品贸易收入实现大幅增长。

保利国际军民品贸易业务

保利国际控股有限公司（以下简称“保利国际”）是公司军品及原材料进出口贸易业务的重要平台，截至 2018 年末，保利国际总资产为 548.36 亿元，净资产 85.11 亿元。保利国际进出口贸易业务包括军品进出口业务和民品进出口业务。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月保利国际分别实现收入分别为 116.49 亿元、117.30 亿元、200.04 亿元和 43.12 亿元，2018 年因广东省长大公路工程有限公司并入保利国际，收入规模大幅增加。

公司军品进出口业务主要由保利国际子公司保利科技开展。公司军品进出口业务包括对亚洲、非洲、拉丁美洲、中东地区等近百个国家和地区开展的军品出口业务，以及为推动我国军事装备和技术现代化而开展的进口代理业务。公司自 1984 年起即从事军贸业务，具有军贸进出口专营权，经过 30 余年的发展，已形成良好的品牌效应，并拥有显著的渠道优势和较强的市场开拓能力，构建了广阔的业务网络，在国内外树立了良好的品牌和信誉。2012 年保利科技完成对新时代科技的整合，进一步巩固了保利集团在军贸领域的优势地位，军品出口签约额连续 13 位居国内前三甲。

保利国际民品进出口主要是对外开展的各种原材料、机电产品及成套设备进出口业务，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，在北京、天津、上海、深圳等地设有多家子公司开展业务。同时，保利国际是世界著名品牌法拉利汽车在中国唯一的合作方，同时代理销售进口奔驰、玛莎拉蒂等品牌汽车。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月保利国际民品贸易分别实现收入 40.60 亿元、39.38 亿元、26.54 亿元和 3.48 亿元，受保利能源划转及公司主动收缩贸易业务规模影响，2018 年以来保利国际民品贸易收入大幅下降。

表 9：近年来保利国际民品贸易业务主要品种收入构成

单位：亿元

品种	2016	2017	2018	2019.Q1
铜、钢、铝等金属类	15.16	25.32	22.04	2.96
化工类	7.69	2.15	0.77	0.38
机电产品类	8.18	3.62	2.70	0.02
纺织品类	0.24	0.61	0.00	-
酒业	0.49	0.91	0.25	0.05
煤炭	8.26	6.42	-	-
太阳能产品	0.58	0.35	0.78	0.07
合计	40.60	39.38	26.54	3.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应商方面，2016 年~2018 年保利国际民品贸易前五大供应商采购金额合计分别为 20.35 亿元、15.40 亿元和 21.86 亿元，占总采购金额的比重分别为 48.91%、41.43%和 82.51%，2018 年供应商集中度大幅上升。销售客户方面，保利国际民品贸易前五大客户销售金额合计分别为 18.25 亿元、22.70 亿元和 23.59 亿元，占总销售金额的比重分别为 40.45%、53.55%和 88.88%，客户集中度较高。

表 10：2016 年~2018 年保利国际民品贸易业务前五大供应商采购情况

单位：亿元、%

供应商	2016		2017		2018	
	采购金额	采购占比	采购金额	采购占比	采购金额	采购占比
供应商一	13.10	31.49	7.62	20.50	11.27	42.54
供应商二	3.10	7.45	3.80	10.22	4.18	15.78
供应商三	2.01	4.83	1.55	4.17	3.58	13.51
供应商四	1.17	2.81	1.29	3.47	1.90	7.17
供应商五	0.97	2.33	1.14	3.07	0.93	3.51
合计	20.35	48.91	15.40	41.43	21.86	82.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 11：2016 年~2018 年保利国际民品贸易业务前五大客户销售情况

单位：亿元、%

客户名称	2016		2017		2018	
	销售金额	销售占比	销售金额	销售占比	销售金额	销售占比
客户一	12.42	27.53	5.87	13.85	7.84	29.54
客户二	2.24	4.97	5.58	13.16	6.09	22.95
客户三	1.35	2.99	4.79	11.30	3.66	13.79
客户四	1.15	2.55	4.31	10.17	3.68	13.87
客户五	1.09	2.42	2.15	5.07	2.32	8.74
合计	18.25	40.45	22.70	53.55	23.59	88.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，保利国际具有经国家批准的军品进出口贸易资质，拥有良好的品牌和广泛的客户资源，军品进出口签约额稳定增长，保持领先的市场地位。

工艺集团

工艺集团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，是中央企业中唯一的综合性工艺美术企业，2017 年 8 月无偿划转入保利集团并成为保利集团的

全资子公司。目前已初步形成了以贵金属进口、转口贸易为主，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、综合物流及服务的业务体系。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月工艺集团分别实现营业总收入 295.94 亿元、363.97 亿元、415.65 亿元和 114.37 亿元，分别实现净利润 2.70 亿元、-4.91 亿元、1.74 亿元和 0.57 亿元。

工艺集团主要从事商贸流通业务，主要贸易方式包括自营进口、国内贸易以及转口贸易业务，

2018 年上述业务收入占比分别为 36.89%、43.14% 和 15.20%。自营进口商品中珠宝、贵金属及制品、仿首饰、硬币进口比重最大，其中铂金为其自营进口最主要产品，工艺集团子公司中博世金科贸有限责任公司为上海黄金交易所指定的唯一铂金供应商，垄断优势明显，其进口地区主要为南非、日本和印度，合计进口额占公司总进口额的 60% 左右，销售客户主要为上海黄金交易所，销售占比在 50% 左右。

国内贸易大类商品主要为电解铜、矿产品、黄金和白银。此外，工艺集团还通过子公司中国珠宝首饰进出口公司（以下简称“中国珠宝”）和中国工艺品进出口总公司旗下的各个零售店及加盟店进行销售，国内贸易的销售客户主要为上海黄金交易所，占国内贸易销售比重的 40% 左右。

转口贸易业务大类商品主要有黄金、电解铜、乙二醇等，以黄金转口贸易为主。黄金转口贸易主要依托于国外各个银行之间的黄金买卖需求。由于黄金作为特殊商品，国外银行之间很少直接买卖，因此各银行黄金需求基本通过第三方或者直接向冶炼企业采购工艺集团作为中介商，首先分别向上下游询价，对比成本之后与买方、卖方各自签黄金购销合同，进行黄金转口贸易。工艺集团铂金等品种进口易受国内外经济及人民币波动影响。

总体来看，工艺集团定位重要，其铂金贸易业务具有较强的市场竞争力，近年来收入规模保持增长，但其盈利能力整体仍偏弱。

轻工集团

轻工集团成立于 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，2017 年 8 月无偿划转入保利集团并成为保利集团的全资子公司轻工集团拥有 1 家上市公司中国海诚和 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。

轻工集团主要业务包括国贸与投资、工程服务与装备和涉及及监理服务。受到国内经济下行压力的影响，市场需求整体相对疲弱影响，2016~2018

年轻工集团分别实现营业总收入 135.89 亿元、124.88 亿元和 124.48 亿元，收入呈下降趋势，其中，2018 年上述三大业务板块收入分别为 60.94 亿元、37.93 亿元和 15.15 亿元；同期净利润分别为 1.02 亿元、-4.06 亿元和 0.51 亿元。值得关注的是，受经济环境影响，轻工集团秉承谨慎性原则，对应收账款、固定资产等资产计提减值准备，2016~2018 年资产减值损失分别为 1.58 亿元、2.14 亿元和 5.56 亿元，大幅侵蚀公司利润。

国贸与投资板块是轻工集团主要的收入来源，国贸与投资板块经营主体主要为中国食品工业（集团）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”）。中食公司系目前国内食品行业唯一的骨干央企集团，是美孚公司在国内华北和西北地区金属聚乙烯的唯一代销商，连续两年在天津港进口聚乙烯数量排名第一。

科技与产业化板块由中国制浆造纸研究院（以下简称“造纸院”）、中国食品发酵工业研究院（以下简称“食品发酵院”）、中国日用化学工业研究院（以下简称“日化院”）、中国皮革和制鞋工业研究院（以下简称“皮革制鞋院”）及中轻日化科技有限公司（以下简称“中轻日化”）负责具体经营。上述前四家单位均为各自行业领域内规模最大、实力最强的国家级转制科研院所，共拥有 20 多个国家级工程研究中心、工程实验室、生产力促进中心、质量监督检验中心和标准化技术委员会及中心，在制浆造纸、食品发酵、日用化工、皮革制鞋等行业的基础性研究、工业应用技术研究、开发、标准、检测等方面具有领先优势。轻工集团工程服务与装备板块由中国海诚、长沙长泰智能装备有限公司（以下简称“长泰公司”）和中国造纸装备有限公司（2010 年 3 月成立，以下简称“造纸装备公司”）负责。

中国海诚主要从事工程总承包及工程规划、咨询、设计、施工、监理与技术服务等业务，为国内专业设计单位首家 A 股上市公司，自成立以来已承担大中型工程设计项目 15 万余项、非标设备设计 8 万余台套、工程咨询项目 5 万余项、工程项目管理（EPCM）项目两千余项、工程总承包（EPC）项目近两百项。

总体来看，轻工集团各大业务板块均为行业龙头，近年来受国内经济下行压力的影响，收入规模呈下降趋势，加之资产减值损失对利润的侵蚀，其整体盈利能力偏弱。

文化艺术经营

保利集团全资控股的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与剧院管理、艺术品经营与拍卖、影业投资与电影院线管理等。2014年3月保利文化在香港交易所正式挂牌上市。2016~2018年及2019年1~3月，公司文化艺术经营业务分别实现营业收入27.39亿元、33.40亿元、35.22亿元和6.69亿元。

表 12：2016~2019.Q1 公司文化艺术经营情况

业务种类	指标	2016	2017	2018	2019.Q1
演出与剧院管理	管理剧院家数（家）	53	59	64	65
	演出场次（场）	6,799	8,093	9,100	2,043
艺术品经营与拍卖	拍卖成交额（亿元）	96	103	83	0.37
影业投资与电影院线管理	自营影院家数（家）	32	52	71	72
	不含自营的签约影院家数（家）	92	97	116	126

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

演出与剧院管理

公司主要通过保利文化全资子公司北京保利剧院管理有限公司（以下简称“保利剧院管理”）开展演出和剧院管理业务。

国内剧院多为当地政府出资建设，由于文化体制改革，引入专业服务提供商等原因，一般将剧院托管给专业剧院管理公司。因一、二线城市当地政府在文化艺术事业方面投资较多，居民消费水平较高，文化艺术市场相对发达，保利剧院管理主要选择在一、二线城市接管剧院。2016~2018年，公司演出与剧院管理业务分别实现营业收入11.67亿元、13.71亿元和16.44亿元，逐年稳步提升。

截至2019年3月末，公司管理经营的剧院达到65家，业务覆盖全国19个省、自治区、直辖市的56座城市，其中四大直辖市实现全面布局，继续保持国内最大剧院平台地位。面对演出团购及包场业务萎缩的态势，公司稳步拓展院线规模，强化内容建设，加大市场推广和营销力度，2016~2018年及2019年1~3月，公司剧院分别完成演出6,799场、8,093场、9,100场和2,043场。公司原创内容建设力度不断加大，2018年全年出品原创剧目十余部，联合或独立制作话剧《潜伏》、《明天》、《痴爷》，百老汇音乐剧《灰姑娘》中文版，同时推出《故宫里的小不点》等5部原创IP儿童剧。作为全国最大的剧院管理公司，不断增加的剧院规模、演出场次以及储备的优秀原创资源将进一步巩固其

行业龙头地位。

剧院资源获取方面，公司通常在对当地演出市场进行调研后与剧院业主商定剧院管理协议。剧院业主在挑选剧院管理公司时亦会综合考虑剧院管理公司的声誉及管理运营经验；受益于公司在剧院管理服务业务上优质的品牌效应及良好的经营业绩，公司不时收到地方政府有关管理和经营新剧院的邀请。一般情况下，剧院管理协议约定期限为5~8年，并明确剧院管理标准：涵盖剧院管理公司提供的演出场次、类型、目标上座率及平均最高票价等；剧院业主（通常是地方政府）按协议向剧院管理公司支付剧院管理费，以支持剧院的日常运营。由于公司与剧院业主在管理协议中明确约定管理费金额及支付管理费需要满足的业绩条件，在公司剧院经营业务平稳发展的情况下，公司能够持续稳定获得此部分管理费收入。

总体来看，公司全国剧院布局完善，演出场次持续增加，原创内容建设力度进一步加大，剧院与演出业务发展态势良好。

艺术品经营与拍卖

公司艺术品经营与拍卖业务涵盖拍卖、艺术品经营和艺术品投资顾问等一体化服务，覆盖鉴定、评估、拍卖、销售、投资和融资等艺术品产业链的各个关键环节。2016~2018年及2019年1~3月，公司艺术品经营与拍卖业务板块分别实现主营业务收入8.80亿元、12.92亿元、9.53亿元和6.69亿元，

受艺术品拍卖结算进度影响有所波动。

公司拥有北京保利拍卖、保利香港拍卖及广东保利拍卖有限公司（以下简称“广东保利拍卖”）；其中，北京保利拍卖下设保利（山东）国际拍卖有限公司和保利（厦门）国际拍卖有限公司，保利香港拍卖下设保利澳门拍卖有限公司（以下简称“保利澳门拍卖”）。其中，北京保利拍卖经营品种比较齐全；香港地区主要拍品为油画、中国书画、珠宝等；山东地区主要拍品以书画为特色；厦门地区主要面向台湾地区客户，并经营区域特色拍品（福建寿山石等）；澳门地区与何鸿燊家族合作成立，重点挖掘本地市场。

拍卖业务模式方面，公司每年分为春季（通常在四月和六月）、秋季（通常在九月和十二月）两次大型拍卖会，各地根据自身情况会安排小型拍卖会或专题拍卖会。公司作为代理方征集和接受文物、绘画、雕塑、珠宝和其他高级消费品，通过运用专业的市场营销手段刺激相关需求并通过拍卖会或场外交易撮合买卖双方成交。2016~2018 年，公司全年拍卖成交额分别约为 96 亿元、103 亿元和 83 亿元，实现年度全球中国艺术品拍卖成交总额 9 连冠；其中，2018 年在宏观环境和艺术品拍卖市场影响下，公司采取调整拍品结构、减量增质等措施，成交额有所下降。2018 年北京保利、香港保利、澳门保利分别成交 63.52 亿元、18.67 亿元和 0.84 亿元，其中宋人《汉宫秋图》、傅抱石《琵琶行诗意》、吴冠中《双燕》、赵无极《大地无形》及清乾隆铜点金“乾隆御览之宝”宝玺等成交额均超过亿元人民币。

表 13：2016~2018 年公司与主要竞争对手拍卖总额情况

	2016	2017	2018
保利文化（亿元）	96.00	103.40	83.00
香港佳士得（亿港元）	52.55	59.77	59.03
香港苏富比（亿港元）	53.45	63.77	74.11
中国嘉德（亿元）	33.87	72.63	58.11

资料来源：雅昌艺术网，中诚信证评整理

表 14：2016~2018 年公司部分拍卖子公司成交额情况

	2016	2017	2018
北京保利拍卖（亿元）	71.00	66.68	63.52
香港保利拍卖（亿港元）	23.82	30.53	20.98

资料来源：雅昌艺术网，中诚信证评整理

从业务运作流程来看，在举办艺术品拍卖会之前，公司会通过举办公开活动或与主要客户接洽征集艺术品，公司与国内外著名收藏家均保持良好的长期合作关系，并通过提供鉴定服务了解和积累潜在客户信息。在与委托方签订委托拍卖协议之前，公司会按照内控程序鉴定和评估有关艺术品的价值，确定特定商品是否可以进行拍卖并与委托方协商确定拍卖底价；同时，公司会要求委托方基于鉴定及估值结果担保相关艺术品的真伪和所有权。公司与委托方签订委托拍卖协议，即确定拍卖底价和卖方佣金比率之后，就会接受艺术品入库保管，按照国际惯例，针对稀缺拍品，公司会应委托方要求将不超过专家估值的 30% 的金额作为拍品保证金支付给委托方。拍卖会之前，公司会进行各种营销活动，包括但不限于准备推介材料、印制和派发艺术品图录以及举办预展等，以刺激市场对相关艺术品的需求。公司在拍卖会前会与竞标人签订竞买协议，查验身份、收取竞拍保证金并发放竞拍号码牌，在竞得拍品之后，公司将在拍卖会现场与其签订成交确认书，并在拍卖会后进行结算交割。

结算方面，当拍品出售完成之后，公司先从买家处收取艺术品的购买价格加上买家佣金，然后将销售收益净额（购买价扣除卖方佣金、计息拍品保证金及预付拍品款）支付给委托方。公司通常只在收到艺术品全额付款后才向买家交付艺术品，另外，根据委托拍卖协议约定条款，公司不需要在收到买家全额付款之前向委托方付款，但可作为委托方的代理人追索未偿还款项。公司通常在委托拍卖协议中规定拍卖底价及卖方佣金。按照行业惯例和公司内部政策，通常收取的买方佣金不高于落槌价的 15%，卖方佣金不高于落槌价的 10%。结算周期方面，拍卖业务一般情况下会约定买家在 7 天内进行结算，对于购买高价值艺术品的买家，公司可协助相关方与此类买家订立较长信贷期或分期付款达成付款安排，并通过采纳内部控制及风险管理措施来解决与买家无法及时付款相关的风险，并保持灵活的商业手段满足客户需求。为控制风险，当公司收到买家支付的拍品款之后方才确认相关佣金收入。

在艺术品经营业务方面，公司通过艺术品拍卖或者私下洽购的方式购买其认为价值被低估或者具有升值潜力的艺术品，并在适当的时候转售获利。目前，公司收购的艺术品主要包括古董珍玩、中国书画、油画及雕塑以及用于转售的小价值物品。公司在收购艺术品之前，会根据取得的艺术品相关信息，对艺术品进行鉴定和估值；购买之前，公司会要求卖家提供关于艺术品真实性、所有权及合法性的证明，公司也会对商定的购买价格及最大程度降低相关购买风险开展尽职调查；公司对购入的艺术品建立档案，并进行统一的存货管理；公司根据对艺术品市场趋势的判断，确定适合的转售时点，通过拍卖会、独立第三方或者公司认为合适的私下洽购方式转让艺术品。从周转速度上来看，近年来随着公司存货规模的持续增长，公司艺术品持有期有所拉长。结算方面，公司经营性艺术品基本采用现款现货的结算模式。

艺术品投资顾问和其他业务方面，公司凭借自身业务积累的专业知识和资源，在艺术品投资顾问和其他业务方面确立了领先的市场地位，以投资顾问的身份为以投资或者融资为目的的金融机构、各类企业以及参与艺术品交易的个人，就艺术品鉴定、估值、存储及销售等各个环节提供顾问服务。随着艺术品成为机构与个人投资者投资组合的重要部分，公司相关咨询业务收入也持续增长。根据艺术品信托产品约定，倘若借款人无法偿还有关款项，公司有义务为预期信托财产总额与信托本金总额、信托计划中协议的预期收益、适用税项及产生的其他费用（不包括公司的预期奖励费用）之间的差额付款。

总体来看，公司在艺术品拍卖与经营行业拥有领先的市场地位，其专业能力以及资源获取能力位于行业前列。此外，中诚信证评也关注到公司艺术品拍卖与经营业务易受宏观经济环境影响，收入呈一定波动。

影业投资与电影院线管理

公司影院投资板块的主要经营实体为保利文化全资子公司保利影业投资有限公司（以下简称“保利影业”），公司通过加盟重庆保利万和电影院

线有限责任公司（以下简称“保利万和电影院线”）取得影片拷贝进行放映。该业务板块收入主要来源于自营影院的电影票房收入，2016~2018年，公司影院投资板块分别实现营业收入 5.05 亿元、5.91 亿元和 6.33 亿元。

公司影院投资业务从 2005 年开始发展，随着近年来中国电影行业的迅速发展，公司业务也相应迅速成长。目前影院布局主要在北京、上海、广州、深圳等全国主要城市，并抓住二、三线城市的增长机遇，拓宽覆盖范围。近年来保利影业通过收购等方式实现管理的电影院数量大幅增长，截至 2019 年 3 月末，公司运营自营影城数量为 72 家，拥有银幕 527 块；签约影院（不含自营）数量达到 193 家，拥有银幕 1,259 块；另外公司还拥有 1 家全国性院线发行公司。

随着居民消费水平的提升和国内电影行业的快速发展，公司的影业收入呈上升趋势，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司自营及签约影院票房收入分别为 15.66 亿元、19.22 亿元、21.41 亿元和 6.29 亿元，2018 年公司总票房收入市场份额为 2.36%，按票房收入排名位列全国第 13 名。

总体看，公司文化艺术经营板块实现多元化发展，保持较强的市场竞争力，收入规模不断增加，此外保利集团文化品牌的社会影响力不断提升的同时也有效地促进了房地产和贸易主业的发展。

民爆业务

公司民用爆炸物品产销及相关服务业务的主要运营主体为保利久联控股集团有限责任公司（以下简称“保利久联”）。2010 年 3 月，经国务院国资委批准，新时代民爆科技集团股份有限公司划归保利集团，公司进入民爆行业。2012 年，公司收购山东银光民爆器材有限公司 70% 股权。2014 年，公司对贵州久联企业集团有限公司（以下简称“久联集团”）进行增资，持股久联集团 51% 股权，间接收购上市公司久联发展。以此同时，公司将久联集团更名为保利久联控股集团有限责任公司。通过对民爆资源的整合，公司由区域性优势企业快速转变为集研发、生产、销售和爆破服务为一体的全国性民爆企业集团之一。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，

保利久联分别实现营业收入 52.78 亿元、68.50 亿元、76.27 亿元和 9.78 亿元，分别实现净利润 1.27 亿元、1.70 亿元、1.20 亿元和-0.45 亿元。

公司民爆产品主要包括乳化炸药、膨化炸药、铵油炸药、电雷管、导爆管雷管、塑料导爆管、导爆索等，是国内工业炸药品种最齐全、规模最大的民爆企业之一。生产方面，公司生产基地主要分布于贵州、辽宁、山东等地区，现有炸药生产线 27 条，管索类产品生产线 13 条，产品生产线共计 40 条，公司采取以销定产的方式组织生产。截至 2018 年末公司工业炸药生产许可能力为 45.35 万吨，产能利用率在 80%左右；公司工业雷管生产许可能力维持在 2.60 亿发，从炸药生产许可能力上看，位居全国第一，近年来产能利用率在 30%左右，产能利用率较低。

表 15：2016~2019.Q1 公司民爆业务运营情况

单位：万吨、亿发

品种	2016	2017	2018	2019.Q1
工业炸药产能	44.45	45.35	45.35	45.35
工业炸药产量	31.67	32.78	36.68	5.46
工业雷管产能	2.60	2.60	2.60	2.60
工业雷管产量	0.80	0.93	0.81	0.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司通过调整营销体系，减少中间环节，为终端客户提供优质产品和服务。公司销售范围主要集中于贵州、辽宁及山东区域，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月上述三个区域的合计销售占比分别为 99.95%、73.96%、80.32%和 85.53%，2017 年以来公司扩张业务范围，上述三个地区的销售占比较 2016 年有所下降。其中贵州省是公司民爆产品最主要的消费市场，2016~2018 年度及 2019 年 1~3 月，贵州地区销售收入占民爆产品总收入的 75.91%、52.60%、56.83%和 56.60%。

表 16：2016~2019.Q1 公司民爆业务销售区域占比情况

单位：%

区域	2016	2017	2018	2019.Q1
贵州	75.91	52.60	56.83	56.60
山东	15.59	14.77	17.48	21.07
辽宁	8.45	6.59	6.01	7.86
合计	99.95	73.96	80.32	85.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

爆破业务方面，公司下属子公司爆破、施工资质齐全，取得了市政一级、房建二级、公路建设二级以及矿山二级等资质，年爆破施工能力达 35 亿元，爆破施工及技术服务处于国内领先水平。当前民爆行业面临市场需求下降、产能严重过剩、民爆企业小而分散、产品同质化严重等问题。同时，行业安全生产压力不断加大，工信部提出全行业必须围绕安全发展这条主线，进一步实施供给侧结构性改革，通过引导企业重组整合、化解低端过剩产能、增加高质量供给，努力提升行业本质安全生产水平。

此外，为整合业务，消除同业竞争，2018 年 2 月 14 日，久联发展通过发行股份收购同一实际控制人下的贵州盘江民爆有限公司 100%股权、贵州开源爆破工程有限公司 94.75%股权和山东银光民爆器材有限公司 100%股权。上述重组事项股权过户手续已于 2018 年 12 月完成，保利久联下民爆业务一进步集中，或将带动民爆业务整体经营业绩提升。

总体来看，公司民爆业务规模不断扩张，业务收入实现较好增长，旗下民爆资源的整合使公司业务竞争实力和竞争优势更加突出。同时，中诚信证评也将关注该业务的安全生产情况对公司民爆业务的影响。

矿产资源投资开发

2017 年以前，保利集团主要通过持股 65%的保利能源从事矿产资源开发业务。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司矿产资源投资开发业务分别实现营业收入 42.69 亿元、8.79 亿元和 10.57 亿元和 0.00 亿元。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，2017 年 5 月 8 日公司与中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）签署战略合作暨资产划转协议，将旗下保利能源无偿划转给中煤集团，2017 年已完成股权交割，故 2017 年以来公司矿产资源投资开发收入大幅下降。保利能源对公司收入和盈利的贡献较小，随着保利能源的无偿划转，保利集团主业进一步突出。

发展规划

保利集团秉承“责任、严谨、包容、卓越”的核心价值观，通过开展投资融资、资本整合和产业培育等手段，发挥投资导向和产业引领作用，重点发展地产、贸易、文化、民爆等优势业务平台，成为国际行业领先者，将保利集团打造成为资本实力雄厚、业务结构合理、运营效率高、竞争能力强的国际一流投资公司。

军民用品贸易业务是公司的传统产业，“十三五”期间，公司将抢抓“一带一路”战略机遇，立足海外市场，深入推进国际化经营，着力将海外工程业务打造成保利国际创新发展新主业；做强军品，做大民品，实现军民品业务均衡发展，力争使公司发展成为军民混业、市场领先的国际综合运营商。

房地产业务是公司的第一大主业，公司将坚持全国化战略，加大重点城市群布局，坚持深耕一、二线城市，有策略的选择开发三、四线城市项目，扩大已进入城市的市场份额。关注大片区开发和特色小镇建设机会，推动地产开发业务转型。同时公司将加大产业链相关领域布局，合理借助社会资本，开展优质物业投资经营，积极拓展房地产金融、养老服务、社区商业等相关领域。此外，公司将深化“走出去”战略，扩大海外市场规模。

文化业务是保利集团的品牌特色业务，演出与剧院管理方面，公司要加强原创剧目投入，加强对内容的把控，从中国最大的演出运营商向最大的演出创作商进行转型。艺术品经营与拍卖业务将完善大中华战略布局，增强对艺术品资源的控制力；拓宽海外征集渠道，积累海外客户群体，进一步提高高端拍品的市场占有率。影业投资与电影院线方面，公司将整合行业专业资源，努力做大做强保利影业的内容制作产业，同时尝试“院线电影+网络剧”双线发展的战略布局。

民爆业务方面，公司未来有五大发展目标。一是优化产品结构，由包装型工业炸药为主向现场混装炸药方向发展，工业雷管向高精度、高可靠性、高强度导爆管雷管以及数码电子雷管方向发展，工业导爆索向系列化、多功能方向发展，起爆具向安全环保型、系列化方向发展；二是建立统一销售体

系，加快释放现有产能；三是完善与贸易、房地产等业务板块的协同合作机制，重点加快走出去步伐；四是大力推动爆破服务一体化建设，不断延伸产业链，提升产业附加值；五是提高科技创新能力和成果转化率，打造核心竞争力。

此外，公司将推进工艺集团和轻工集团的整合，发挥轻工集团的科技研发优势，创新发展模式，提升质量效益，推动其与集团内相关产业的融合与整合，打造一流的工程公司，同时公司将加强工艺集团的板块管理，促进业务协同发展。工艺集团的工艺美术业务将重点推进“中国工艺”品牌推广和渠道体系建设，保持“中国珠宝”品牌稳定发展，提高品牌价值和市场份额。此外，公司将深度发掘工艺集团产业资源，构建交易平台、拍卖、鉴定、展览横向一体的文化服务业务链，扩大经营规模，增强竞争优势。

总体来看，公司已经拥有了较为成熟的运营模式，并制定了清晰的战略规划，依托其四大板块及新纳入工艺集团和轻工集团的板块联动和协作发展，竞争优势有望继续保持，公司上述规划有望逐步实施。

公司管治

治理结构

按照《公司法》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事会、经营层组成的治理结构体系；同时构建了较为完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制。根据《公司章程》，国资委是公司的权力机构，董事长、副董事长、董事由国资委委派。总经理、副总经理、总会计师人选由国资委审批。董事会是公司的决策机构，负责对公司经营方针、业务计划重大人事变更做出决策。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理在董事会监督下主持集团公司日常经营管理活动，总经理为公司法定代表人。此外，公司设置监事会，监事会以财务监督为核心，对企业的财务活动及企业负责人的经营管理行为进行监督。此外，保利集团下设五大

中心、三个办公室和两个直属单位，分别为行政管理中心、战略投资中心、财务金融中心、风险管理中心、人力管理资源中心、党群工作部办公室、纪检监察办公室、新闻中心和战略研究院，负责组织管理和开展各项业务，各职能部门对下属公司对应部门进行统一管理。各业务板块的一级子公司分别对各区域子公司及控股公司实行统一管理。这种垂直型管理体制强化了对下属企业的集中统一管理，同时也对公司的管理效率和水平提出了更高的要求。

总体来看，公司依据《公司法》要求，建立了较为完善的制度体系，各项规章制度健全，职能分工清晰，权责分明，确保公司经营工作有序、高效地进行。

管理制度

近年来主营业务规模的扩大和经营区域的迅速扩张对公司集中管理的控制力和效率提出了更高要求，为此，保利集团近年来着重加强内部管理效率的提升，公司根据国家有关法律法规，结合公司的实际情况建立了系统的投资项目管理、财务管理、审计管理等内部控制管理体系。

投资项目决策过程中，公司对子公司的大型投资项目实行董事会审批决策制。公司审批分为投资机会研究的初审和可行性研究的复审，在子公司进行项目初审阶段公司职能部门即行介入，进行指导和协调，提高了审核效率；同时各职能部门共同参与决策过程，降低了因决策失误导致的风险。

项目建设管理方面，项目运作由项目公司具体执行，通过招标、投标与工程承包、工程监理等单位签订有关合同。公司制定了统一的业务流程和技术标准，通过对过程和控制节点的控制保证运作和产品的标准化、制度化，并严格控制成本费用的预算执行情况，使得成本不断降低。

财务管理方面，公司相关财务制度较为完善，财务风险控制的意识较强。公司对子公司财务核算、资金调度实行集中管理。子公司大额资金的筹集和投资均需保利集团的审批，公司严格控制各下属企业的融资规模，并在融资后加强控制，主动防范资金风险；同时公司严格审批子公司对系统外企

业提供任何形式的担保、抵押或资金拆借。公司目前对本部及下属企业筹资、投资及其他财务经营行为控制力较强，较大程度上避免了财务风险的发生。

审计管理方面，公司采取外部审计和内部审计相结合的方式对企业经营活动进行过程和专项审计。公司财务部下设审计组，负责下属公司的年终决算审计的安排。公司设有专门的审计监察部，并配备内审人员，全权负责对下属子公司和项目的内部审计，可以有效把握和控制下属公司和项目的风险。

综合来看，保利集团法人治理结构较为完善，各项管理体系较为健全，内部控制体系基本建立，管理效率有所提升。同时中诚信证评也关注国家宏观经济政策调整对公司经营存在的不确定性以及公司综合业务发展过程中对风险管理提出的挑战。

财务分析

以下分析基于公司提供的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⁵无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，其中 2016 及 2017 年数据采用 2017 及 2018 年年初重述数。

资本结构

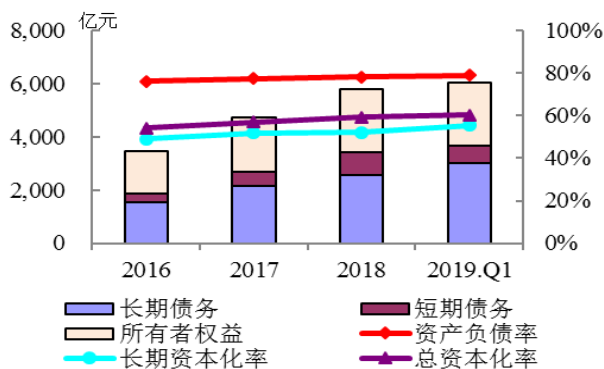
近年来，随着各板块业务稳定发展，公司资产规模呈上升趋势，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 6,658.46 亿元、9,042.63 亿元、10,872.82 亿元和 11,444.06 亿元，三年复合增长率为 35.82%。同期末，公司负债规模相应增加，负债总额分别为 5,071.47 亿元、7,018.92 亿元、8,517.18 亿元和 9,050.12 亿元。所有者权益方面，得益于近年各项业务发展良好，利润累计及资产划拨使得公司所有者权益规模呈现上升趋势，同期末所有者权益规模分别为 1,586.98 亿元、2,023.71 亿元、2,355.63 亿元和 2,393.94 亿元。

财务杠杆比率方面，2016~2018 年末及 2019

⁵ 此处强调事项是指合并财务报表中所述，子公司保利科技（中国）有限公司和中国新时代科技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，内容不影响已发表的审计意见。

年3月末,公司资产负债率分别为76.17%、77.62%、78.33%和79.08%,总资本化比率分别为54.29%、57.11%、59.37%和60.45%,净负债率分别为71.04%、80.83%、76.75%和78.73%,公司严控负债率指标,财务杠杆水平适中。

图7: 2016~2019.Q1末公司资本结构分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

资产结构方面, 公司的资产以流动资产为主, 近年来流动资产占总资产比重在90%左右。2018年末流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和预付款项构成, 占流动资产比重分别为58.92%、16.88%、13.74%和4.60%。具体来看, 2018年末存货账面价值为5,701.90亿元, 主要为在产品、库存商品及房地产土地储备。存货跌价准备方面, 截至2018年末公司累计计提存货跌价准备35.78亿元, 主要由于公司在广州、厦门、广西、贵州部分项目成本较高, 公司已按可变现净值低于存货成本的部分计提存货跌价准备。2018年末货币资金余额为1,633.82亿元, 主要为银行存款, 其中因存放中央银行法定准备金、担保等使用受限的金额为83.93亿元, 占货币资金余额5.14%, 受限比例较小。其他应收款主要系投入合营企业的项目开发资金往来以及与子公司合作方股东的往来款, 2018年末余额为1,329.73亿元。2018年末预付款项余额为445.41亿元, 主要为预付合作款、拆迁款和土地预付款等。

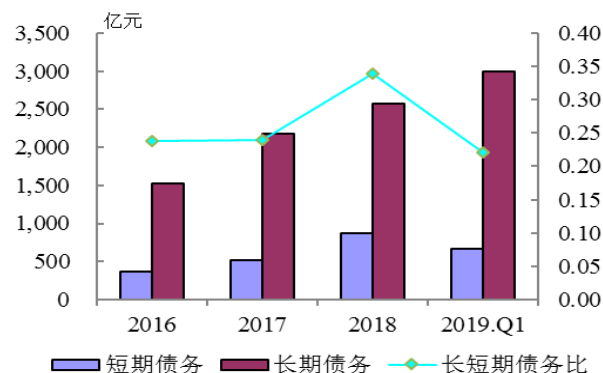
非流动资产方面, 2018年末公司非流动资产为1,195.86亿元, 占总资产比重为11.00%, 主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。具体来看, 截至2018年末长期股权投资期末余额为544.17亿元, 主要系对合营企业投资以及对联营企

业投资。同期末投资性房地产余额293.96亿元, 主要为房屋、建筑物及土地使用权。同期末公司固定资产账面价值150.93亿元, 主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具、电子设备、办公设备及酒店业家具等。

负债结构方面, 公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款及有息债务构成。具体来看, 2018年末应付账款余额705.83亿元, 包括应付的工程款项等, 其中1年以内的应付账款占比为66.68%, 1~2年的应付账款占比为12.67%, 2~3年的应付账款占比为10.99%, 2~3年的应付账款占比为8.66%。同期末预收款项余额为3,357.11亿元, 主要为预收房款, 可为公司未来营业收入结转提供较好保障。

有息债务方面, 2016~2018年末及2019年3月末, 公司债务总额分别为1,885.11亿元、2,695.11亿元、3,441.76亿元和3,659.40亿元, 随着多元业务规模的不断扩大, 外部融资需求增加, 近年来债务规模持续上升。债务期限结构方面, 同期末, 公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为0.24倍、0.24倍、0.34倍和0.22倍, 以长期债务为主的期限结构与公司房地产开发周期较为匹配, 整体债务期限结构良好。

图8: 公司2016~2019.Q1债务结构分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体看, 随着多元化业务规模不断扩张, 公司资产规模与负债规模均呈现上升趋势。公司坚持谨慎的财务风格, 杠杆水平适中, 债务期限结构整体良好。未来随着业务的扩张以及房地产在建项目的推进, 公司或将面临一定的债务上升压力。

流动性

公司资产以流动资产为主，近年占比维持在90%左右，表现较为稳定。流动资产中存货和货币资金占比较大，2016~2018年末及2019年3月末两项合计占比分别为79.04%、76.83%、75.81%和77.02%。

存货方面，随着房地产在建、拟建项目增加，完工产品规模提升，存货规模不断上升，2016~2018年末分别为3,886.80亿元、5,253.83亿元和5,701.90亿元。其中，自制半成品及在产品占存货总额的比率分别为66.33%、68.11%和53.09%，较大规模的房地产在建项目使得公司面临着较大的资金需求。2016~2018年末，库存商品账面价值分别为791.54亿元、766.03亿元和793.43亿元，占存货总额的比重分别为20.36%、14.58%和13.92%，其中期末已完工产品主要分布在广州、北京、上海、武汉、重庆、成都、佛山等一线及热点二线城市，整体去化压力可控。另截至2019年3月末，存货为6,096.70亿元，存货规模进一步上升。

表 17：2016~2018 年末公司存货分析

	单位：亿元		
	2016	2017	2018
存货	3,886.80	5,253.83	5,701.90
土地成本	511.43	898.20	1,818.54
土地成本/存货 (%)	13.16	17.10	31.89
自制半成品及在产品	2,578.00	3,578.14	3,027.27
自制半成品及在产品/ 存货 (%)	66.33	68.11	53.09
库存商品 (产成品)	791.54	766.03	793.43
库存商品/存货 (%)	20.36	14.58	13.92

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，近年来公司项目周转效率较为稳定。2016~2018年存货周转速度分别为0.40次/年、0.42次/年和0.41次/年。同期总资产周转率为0.33次/年、0.32次/年和0.31次/年，整体周转效率较好。

现金流方面，2016~2018年及2019年1~3月公司经营活动净现金流分别为423.35亿元、-193.11亿元、179.36亿元和62.36亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为2,377.92亿元、3,211.59亿元、3,873.48亿元和786.07亿元，经营活动净现

金流波动较大，2016年得益于“去库存”政策推动，公司加快了销售回款，加之在土地拓展开支上保持谨慎，经营性净现金流大幅增加。2017年，主要受房地产开发板块加大拿地和开发力度，经营活动现金流同比大幅下降，呈现净流出状态。2018年得益于签约销售金额大幅增长，同时适度拓展土地储备的策略，经营性净现金流由负转正。

货币资金方面，近年公司手持货币资金较为充足，2016~2018年末及2019年3月末公司货币资金分别为757.75亿元、1,059.33亿元、1,633.82亿元和1,774.75亿元，同期末货币资金/短期债务分别为2.09倍、2.03倍、1.87倍和2.68倍，货币资金对短期债务覆盖程度较好。

总体来看，随着项目的开发推进及新项目的获取，近年公司经营性净现金流有所波动；公司资产以存货为主，且库存商品所在区域较好，去化压力不大，加之公司近年手持货币资金较为充裕，能够为短期债务形成有效覆盖，整体流动性较好。

盈利能力

公司的业务主要分为房地产开发及物业管理、军民品贸易、文化艺术管理、矿产资产投资开发、民爆业务、设计及监理板块等板块，房地产开发运营收入为公司最主要的收入来源。近年来，随着各板块业务的有序发展，公司营业收入呈现增长态势，2016~2018年及2019年1~3月，公司营业总收入分别为2,091.94亿元、2,500.81亿元、3,056.46亿元和440.74亿元。

表 18：2016~2019.Q1 公司分业务板块经营情况分析

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018		2019.1~3	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发及物业管理板块	1,854.11	26.25	1,806.95	27.96	2,295.09	31.20	245.04	42.58
其中：房地产业务板块	1,762.70	26.72	1,673.11	28.81	2,060.26	32.91	217.40	40.90
军民品贸易板块	86.64	16.80	523.73	4.87	561.7	3.86	133.66	4.14
民爆业务板块	42.00	30.76	55.44	23.40	62.89	22.15	9.78	18.96
文化艺术管理板块	27.39	32.65	33.4	29.16	35.22	26.83	6.69	16.32
设计及监理收入	-	-	14.79	22.38	15.15	22.49	3.83	11.91
矿产资源投资开发板块	42.69	19.88	8.79	0.45	10.57	0.50	-	-
其他	34.52	86.22	48.89	70.98	63.41	45.57	38.76	15.37
营业收入合计	2,087.34	26.89	2,491.99	23.74	3,044.02	26.06	437.39	27.20

注：营业收入未包含利息收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分业务收入情况看，房地产开发及物业管理板块对公司营业收入贡献度最大，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月该板块分别实现业务收入 1854.11 亿元、1,806.95 亿元、2,295.09 亿元和 245.04 亿元，占同期营业总收入比重分别为 88.82%、72.25%、75.09%和 56.02%，房地产开发运营业务受结转时点影响而呈现一定波动。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司军民品贸易板块分别实现收入 86.64 亿元、523.73 亿元、561.7 亿元和 133.66 亿元，占营业总收入比重为 4.14%、20.94%、18.38%和 30.56%。2017 年公司并入轻工集团和工艺集团，新业务的并入使得 2017 年以来军民品贸易收入大幅增加。民爆业务方面，近年来公司不断扩展民爆业务范围，其收入呈上升趋势，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月分别实现营业收入 42.00 亿元、55.44 亿元、62.89 亿元和 9.78 亿元。此外，得益于演出与剧院收入的持续增长，文化艺术管理板块收入呈上升趋势，同期分别实现收入 27.39 亿元、33.40 亿元、35.22 亿元和 6.69 亿元。此外，保利能源的剥离使得公司矿产资源投资开发板块近年收入规模大幅减少。整体来看，公司收入呈现以房地产开发运营板块为主，其他业务板块均衡发展的态势，整体经营情况良好。

毛利率方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司毛利率分别为 26.89%、23.78%、26.07%和 27.20%，分业务板块来看，2016~2018 年房地产开发及物业管理业务毛利率分别为 26.25%、27.96%、31.20%和 42.58%，房地产业务毛利水平不断提升。

军民品贸易业务 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月毛利率分别为 16.80%、4.87%、3.86%和 4.14%，因轻工集团和工艺集团毛利率较低，导致 2017 年以来军民品贸易业务毛利率大幅下降。民爆产品受毛利较低的爆破与工程施工板块收入占比提升影响，导致其毛利率水平呈下降趋势。文化艺术营业板块受收入结构变化影响，其毛利率近年来亦呈下降趋势。

期间费用方面，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司期间费用分别为 145.24 亿元、168.69 亿元、207.65 亿元和 52.93 亿元，随着经营规模的扩大和债务规模的上升，公司销售费用、管理费用均呈逐年上升趋势，财务费用有所波动，主要系每年债务利息支出在存货和在建工程中资本化金额波动所致。同期期间费用收入占比分别为 6.94%、6.75%、6.79%和 12.01%。

表 19：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	51.42	63.98	81.77	13.61
管理费用	51.36	68.48	80.76	19.76
财务费用	42.46	36.23	45.12	19.55
期间费用合计	145.24	168.69	207.65	52.93
营业总收入	2,091.94	2,500.81	3,056.46	440.74
期间费用收入比 (%)	6.94	6.75	6.79	12.01

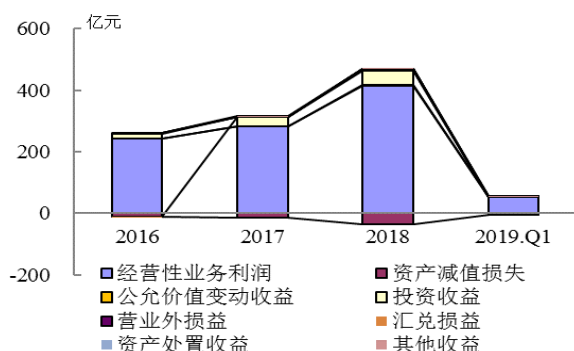
注：2018 年及 2019 年一季度管理费用含研发费用。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3

月公司利润总额分别为 252.35 亿元、300.62 亿元、433.43 亿元和 49.49 亿元，主要由经营性业务利润、投资收益以及营业外损益构成。具体来看，同期，公司经营性业务利润为 243.60 亿元、283.49 亿元、414.45 亿元和 52.70 亿元，经营性盈利情况较好；同期投资收益分别为 15.19 亿元、28.81 亿元、47.68 亿元和 0.39 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益及公司处置长期股权投资产生的投资收益，对利润形成一定补充；同期营业外损益分别为 3.84 亿元、2.15 亿元、4.63 亿元和 1.40 亿元，主要系政府补助等。此外，资产减值损失方面，因计提坏账损失和存货跌价损失等，同期公司资产减值损失分别为 10.27 亿元、14.55 亿元、36.28 亿元和 5.80 亿元，其中 2017 年，工艺集团和轻工集团资产减值损失发生额分别为 4.16 亿元和 5.56 亿元，致使当年资产减值损失同比有所增长，2018 年公司计提存货跌价损失 23.92 亿元，主要为对广州、厦门、广西、贵州部分高成本房地产项目计提的跌价损失，此外，受经济环境影响，2018 年轻工集团出于谨慎性原则对应收账款、固定资产等资产计提资产减值损失合计 5.57 亿元，对公司利润总额形成一定侵蚀。综上，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司实现净利润 174.54 亿元、221.79 亿元、307.76 亿元和 34.98 亿元，所有者权益收益率分别为 11.00%、10.96%、13.06%和 5.84%，公司整体盈利能力很强。

图 9：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司业务规模稳步扩张，较好的经营性盈利情况和三费管控能力，公司整体盈利能力很强。中诚信证评将持续关注房地产项目存货跌价准备及轻工集团资产减值损失对公司利润形成的影响。

偿债能力

获现能力方面，利润总额和财务性利息支出是公司 EBITDA 的主要组成部分。2016~2018 年 EBITDA 随着主要业务板块收入规模的扩大而稳步增长，分别为 314.43 亿元、373.17 亿元和 527.35 亿元，年复合增长率为 29.51%。从偿债能力指标来看，2016~2018 年，总债务/EBITDA 分别为 6.00 倍、7.22 倍和 6.53 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.82 倍、2.95 倍和 2.96 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力很强。

经营性现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 423.35 亿元、-193.11 亿元和 179.36 亿元，经营活动净现金流受房地产开发政策和节奏影响呈现较大的波动。偿债指标方面，2016~2018 年经营活动净现金流/总债务分别为 0.22 倍、-0.07 倍和 0.05 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 3.80 倍、-1.53 倍和 1.01 倍，经营性净现金流稳定性有待提升。

表 20：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	362.95	522.32	873.22	661.27
长期债务（亿元）	1,522.16	2,172.80	2,568.54	2,998.14
总债务（亿元）	1,885.11	2,695.11	3,441.76	3,659.40
经营活动净现金流（亿元）	423.35	-193.11	179.36	62.36
EBITDA（亿元）	314.43	373.17	527.35	-
总债务/EBITDA（X）	6.00	7.22	6.53	-
经营净现金流/总债务（X）	0.22	-0.07	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数（X）	2.82	2.95	2.96	-
经营净现金流/利息支出（X）	3.80	-1.53	1.01	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。

或有负债方面，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。上述案件涉案金额较小，对公司经营无重大影响。

备用流动性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，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，目前公司控股保利发展、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，资本市场融资渠道较为畅通。

整体而言，公司房地产板块业务区域布局完善，市场地位突出；军品贸易额长期居行业前列；文化艺术产业、民爆业务在业内亦具有领先地位，整体营业收入和利润水平不断增长，盈利能力很强，财务杠杆保持在合理水平，加之强大的股东背景及有力的支持，公司整体具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定中国保利集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于中国保利集团有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

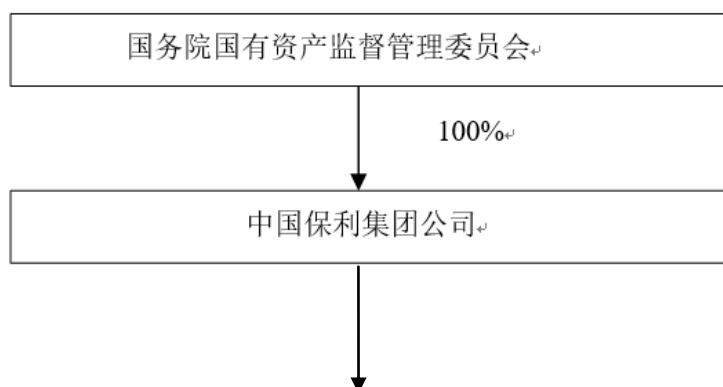
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

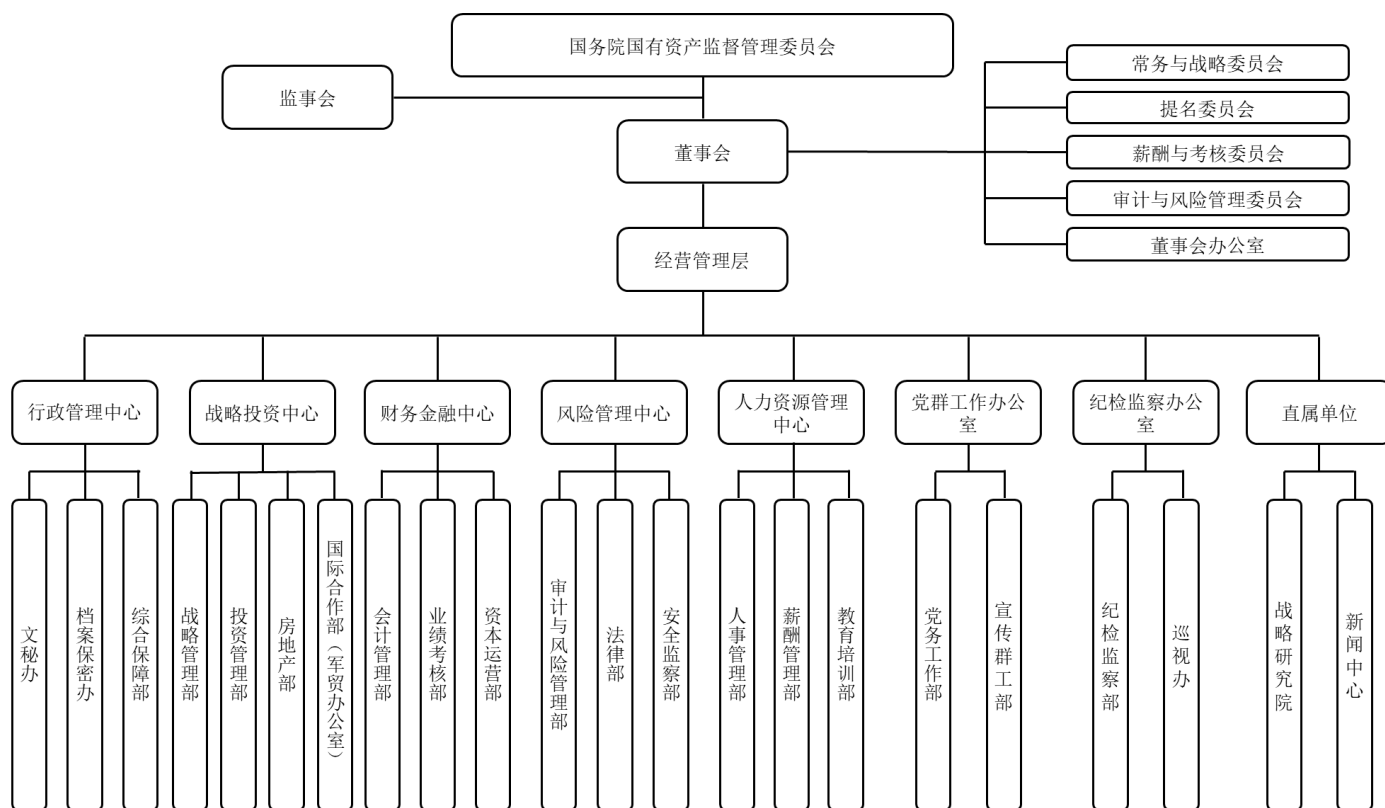
附一：中国保利集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



重要子企业名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）
保利（香港）控股有限公司	香港	5,350.00	70.37
保利置业集团有限公司	香港	169,072.28	32.79
保利国际控股有限公司	北京	10,000.00	100.00
保利科技有限公司	北京	60,000.00	100.00
保利南方集团有限公司	广州	10,050.00	100.00
保利发展控股集团股份有限公司	广州	1,189,502.91	40.74
保利文化集团股份有限公司	北京	24,631.60	63.69
保利艺术博物馆	北京	1,801.00	100.00
重庆万和电影院线有限责任公司	重庆	400.00	51.00
北京新保利大厦房地产开发有限公司	北京	10,952.00	94.35
保利财务有限公司	北京	200,000.00	78.61
保利投资控股有限责任公司	北京	50,000.00	100.00
保利久联控股集团有限责任公司	贵阳	29,318.00	51.00
贵州久联民爆器材发展股份有限公司	贵阳	32,736.82	22.80
中国工艺集团有限公司	北京	190,000.00	100.00
中国轻工集团有限公司	北京	200,000.00	100.00
中国海诚工程科技股份有限公司	北京	41,762.89	51.90
保利艺术教育投资有限公司	北京	10,000.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中国保利集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：中国保利集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	7,577,488.35	10,593,328.90	16,338,239.72	17,747,538.33
应收账款净额	751,957.26	1,012,235.78	1,268,531.70	1,297,067.29
存货净额	38,868,004.21	52,538,303.12	57,018,968.47	60,967,007.47
流动资产	58,764,419.84	82,165,706.16	96,769,616.43	102,199,415.97
长期投资	1,927,302.56	3,015,436.12	5,630,775.92	5,510,020.90
固定资产	3,246,844.07	3,742,476.14	4,628,344.33	4,505,223.65
总资产	66,584,552.88	90,426,272.95	108,728,168.96	114,440,608.08
短期债务	3,629,516.81	5,223,159.70	8,732,168.71	6,612,665.99
长期债务	15,221,613.21	21,727,981.64	25,685,425.98	29,981,366.69
总债务（短期债务+长期债务）	18,851,130.03	26,951,141.34	34,417,594.69	36,594,032.68
总负债	50,714,742.87	70,189,198.08	85,171,838.09	90,501,181.53
所有者权益（含少数股东权益）	15,869,810.01	20,237,074.87	23,556,330.88	23,939,426.56
营业总收入	20,919,419.04	25,008,138.04	30,564,565.11	4,407,383.99
三费前利润	5,659,145.98	4,521,783.68	6,221,072.82	1,056,225.92
投资收益	151,902.16	288,134.18	476,805.67	3,885.88
净利润	1,745,360.19	2,217,943.37	3,077,609.53	349,790.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,144,257.68	3,731,712.45	5,273,474.61	-
经营活动产生现金净流量	4,233,507.29	-1,931,140.49	1,793,640.54	623,620.57
投资活动产生现金净流量	-1,667,013.84	-1,202,382.72	-1,465,473.76	-162,474.93
筹资活动产生现金净流量	-1,597,016.62	6,025,929.39	4,949,016.54	1,365,306.27
现金及现金等价物净增加额	1,008,681.74	2,838,327.32	5,318,082.15	1,818,050.61
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	26.89	23.78	26.07	27.20
所有者权益收益率（%）	11.00	10.96	13.06	5.84
EBITDA/营业总收入（%）	15.03	14.92	17.25	-
速动比率（X）	0.57	0.62	0.67	0.68
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	-0.07	0.05	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	-0.37	0.21	0.38
经营活动净现金/利息支出（X）	3.80	-1.53	1.01	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.82	2.95	2.96	-
总债务/EBITDA（X）	6.00	7.22	6.53	-
资产负债率（%）	76.17	77.62	78.33	79.08
总资本化比率（%）	54.29	57.11	59.37	60.45
长期资本化比率（%）	48.96	51.78	52.16	55.60
净负债率（%）	71.04	80.83	76.75	78.73

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；长期应付款中的有息债务调整至长期债务；2019年一季度财务数据无明细故债务未做调整。

3、2019年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务已经过年化。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

净债务 = 总债务 - 货币资金

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

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

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

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

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

评级展望的含义

内容	含义
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

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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。