



# 保利发展控股集团股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0790 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 19 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	保利发展控股集团股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“20 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN004”、“22 保利 01”、“22 保利 02”、“22 保利 03”、“22 保利 04”、“22 保利 05”、“22 保利 06”、“22 保利 07”、“22 保利 08”、“22 保利 09”、“22 保利 10”、“22 保利 11”、“23 保利 01”、“23 保利 02”、“24 保利 01”、“24 保利 02”、“24 保利 03”、“24 保利 04”、“24 保利 05”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）实际控制人中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）雄厚的股东背景及有力的股东支持、很强的品牌效应及领先的行业地位、土地储备充沛以及财务政策稳健且融资渠道畅通等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险、合作开发项目管理、部分项目所在市场下行压力较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，保利发展控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>行业地位持续下降，优势区域土地储备严重不足，融资能力显著下滑，现金流平衡能力大幅弱化。</p>	

### 正面

- 公司作为保利集团旗下主要房地产开发平台，可在项目资源及资金安排等方面持续得到有力的股东支持
- 很强的品牌效应及领先的行业地位
- 土地储备充沛
- 财务政策稳健，融资渠道畅通

### 关注

- 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出挑战
- 公司合作项目维持较大规模，对公司项目运作及资金管理等方面提出更高水平要求
- 公司部分项目所在市场下行压力较大

项目负责人：余璐 lyu@ccxi.com.cn

项目组成员：李昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

保利发展（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	13,999.33	14,704.64	14,369.12	14,243.56
所有者权益合计（亿元）	3,029.14	3,221.92	3,370.27	3,435.46
负债合计（亿元）	10,970.19	11,482.73	10,998.85	10,808.10
总债务（亿元）	3,517.54	3,870.80	3,584.22	3,739.23
营业总收入（亿元）	2,850.24	2,811.08	3,468.94	497.48
净利润（亿元）	371.89	270.11	178.99	39.83
EBITDA（亿元）	566.35	418.32	327.95	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	105.51	74.22	139.30	-333.06
营业毛利率（%）	26.78	21.99	16.01	18.64
净负债率（%）	59.92	65.69	62.85	71.13
EBIT 利润率（X）	19.14	14.07	8.77	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.15	2.61	2.05	--

注：1、中诚信国际根据提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年和 2022 年财务数据分别为 2022 年和 2023 年财务报表期初数，2023 年财务数据为 2023 年财务报表期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。3、短期债务中包含一年内到期的租赁负债，长期债务中包含租赁负债。4、2024 年 3 月末净负债率为未剔除受限货币资金口径。

## 同行业比较（2023 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	存货周转率（X）
招商蛇口	2,926	9,085.08	43.54	2.01	1.10	1,750.08	9.54	0.36
保利发展	4,222	14,369.12	62.85	1.98	1.06	3,468.94	8.77	0.33

中诚信国际认为，与对比企业相比，保利发展规模优势显著，销售回款对总债务的保障能力强，非受限货币资金对短期债务的保障能力适中，盈利能力适中；尽管与对比企业相比，保利发展财务杠杆水平略高，存货周转效率略慢，但上述指标均处于行业很好水平。

注：“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称，证券代码 001979.SZ。

## 本次跟踪情况

债券简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 保利发展 MTN003	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	6/6	2020/4/22~2025/4/22	调整票面利率，赎回，延期，利息递延权
21 保利发展 MTN003	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	30/30	2021/11/04~2024/11/04	--
21 保利发展 MTN004	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	20/20	2021/11/17~2026/11/17	--
22 保利 01	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	5/5	2022/04/21~2027/04/21 (3+2)	调整票面利率，回售，赎回
22 保利 02	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	10/10	2022/04/21~2029/04/21 (5+2)	调整票面利率，回售，赎回
22 保利 03	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	15/15	2022/06/01~2027/06/01 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 04	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	15/15	2022/06/01~2029/06/01 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 05	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出具日	10/10	2022/06/28~2027/06/28 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率

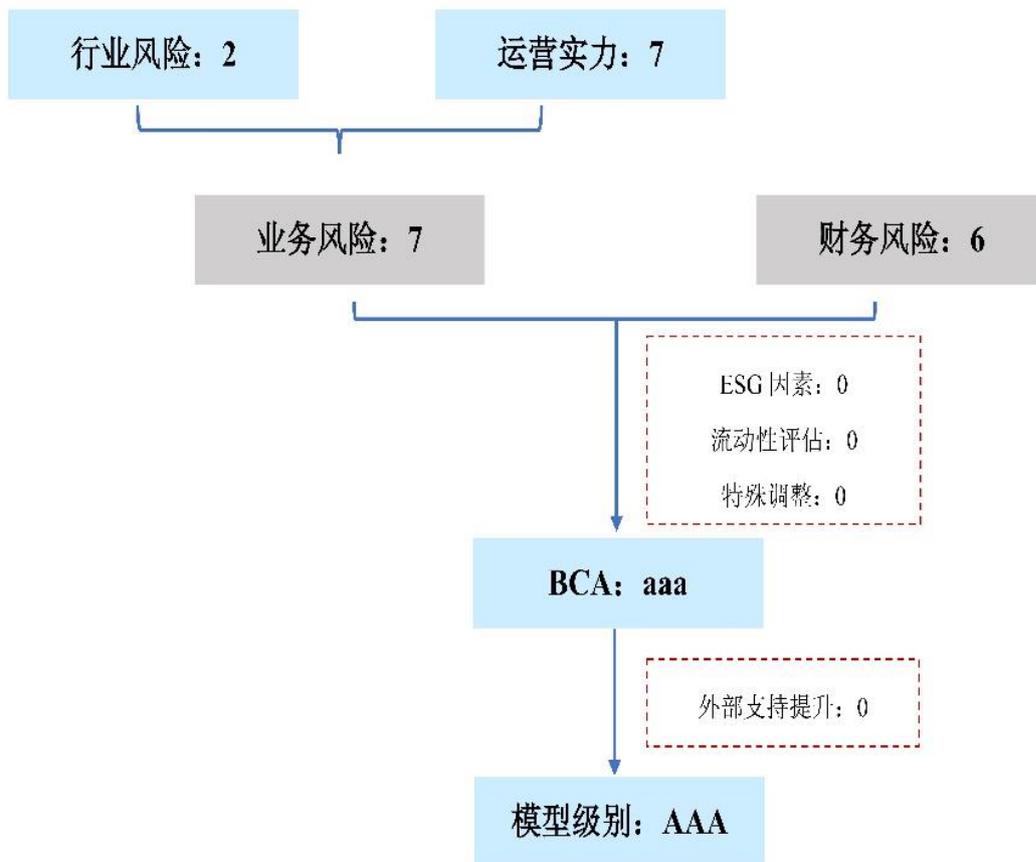
22 保利 06	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	10/10	2022/06/28~2029/06/28 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 07	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	15/15	2022/07/22~2027/07/22 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 08	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	5/5	2022/07/22~2029/07/22 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 09	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	10/10	2022/08/26~2027/08/26 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 10	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	3/3	2022/08/26~2029/08/26 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
22 保利 11	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	15/15	2022/12/14~2027/12/14 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
23 保利 01	AAA	AAA	2023/05/30 至本报告出 具日	15/15	2023/03/28~2028/03/28 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
23 保利 02	AAA	AAA	2023/05/19 至本报告出 具日	15/15	2023/05/29~2028/5/29 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
24 保利 01	AAA	AAA	2024/01/25 至本报告出 具日	15/15	2024/02/02~2029/02/02 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
24 保利 02	AAA	AAA	2024/03/12 至本报告出 具日	12/12	2024/03/21~2029/03/21 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
24 保利 03	AAA	AAA	2024/03/12 至本报告出 具日	8/8	2024/03/21~2031/03/21 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
24 保利 04	AAA	AAA	2024/3/20 至本报告出 具日	9/9	2024/04/02~2029/04/02 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
24 保利 05	AAA	AAA	2024/3/20 至本报告出 具日	10/10	2024/04/02~2031/04/02 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率

注: 债券余额为 2024 年 6 月 6 日数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
保利发展	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/30 至本报告出具日

● 评级模型

保利发展控股集团股份有限公司评级模型打分(C200100\_2024\_06\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司实际控制人保利集团是直属于国务院国资委的大型央企，保利发展系保利集团房地产业务的主要平台和载体，在资金支持、资源获取和品牌共享等方面都可获得保利集团的支持，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2024\_06

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，公司具备极强的规模优势，整体经营稳健度极高，项目储备可对其未来发展提供保障；同时，非房业务可对公司业绩形成一定补充。

*2023 年以来公司治理结构变动对公司经营无重大影响。*

截至 2024 年 3 月末，公司的控股股东为保利南方集团有限公司（原名为“保利科技南方公司”，以下简称“保利南方”），后者持有公司 37.69%的股权；中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）持有保利南方 100%股权，并直接及间接通过保利南方共计持有保利发展 40.71%的股权，公司实际控制人为保利集团，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2023 年 4 月，股东大会选举於晓冬任公司董事。2023 年 4 月，公司原职工监事郭猛超离任，经公司职工代表大会审议，选举李红亮为公司职工监事。2024 年 3 月，公司原董事胡在新因工作调整申请辞去公司董事职务，股东大会选举张方斌任董事。

*凭借卓越的品牌影响力以及城市深耕的突出表现，公司拥有极强的规模优势；2023 年受市场下行影响，公司销售业绩进一步下滑，但行业地位保持领先；公司坚持“中心城市+城市群”深耕*

战略，项目储备充沛且成本相对合理，在当前行业景气度偏低的环境下，部分项目所在市场下行压力较大；公司近年来经营投资策略较为稳健，融资渠道非常通畅且融资成本很低，整体经营稳健度极高。

从项目运作情况看，2023 年受市场持续下行影响，公司坚持“以销定产”原则，同时受公司投资布局更加聚焦核心城市影响，当期新开工面积同比下降，竣工规模较为稳定。在行业下行背景下，2023 年销售金额同比下降 7.68%，但行业地位稳步提升。根据克而瑞签约销售金额排行榜，2021~2023 年公司全口径销售排名分别为第四位、第二位和第一位。2024 年 1~4 月，公司全口径签约销售金额 960.08 亿元，同比下降 38.39%，销售规模仍位居行业第一。土地储备方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略布局。截至 2023 年末，公司于全国一百余个城市的储备建筑面积<sup>1</sup>为 14,678.98 万平方米，其中储备建筑面积排名前十的城市分别为广州、佛山、武汉、成都、昆明、长沙、茂名、北京、西安和汕尾，上述城市储备建筑面积合计占比为 38.10%。在当前行业景气度偏低的环境下，部分项目所在市场下行压力较大。

拿地区域方面，公司坚持深耕战略，在行业下行周期依然保持稳健的投资节奏，2023 年于 38 个核心城市的拓展金额占比达 99%，随着新获取项目城市能级提升，当年新增土地楼面均价明显增长；2024 年 1~3 月，公司新增项目位于西安、天津和太原的四个项目。

融资渠道方面，公司融资方式以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为其重要融资手段，综合融资成本逐年下降，具备很强的融资成本优势。公司与金融机构保持良好合作关系，融资渠道通畅，整体经营稳健度极高。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营及销售情况（万平方米、亿元、个、元/平方米）

	2021	2022	2023	2024.1~3
新开工面积	5,155	2,375	1,491	283
竣工面积	4,193	3,975	4,053	542
销售面积（全口径）	3,333	2,748	2,386	366.87
销售金额（全口径）	5,349	4,573	4,222	629.84
新拓展项目	145	91	103	4
新增土地总地价	1,857	1,613	1,632	50
新增土地楼面均价	6,821	15,304	15,187	8,475

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司总债务构成（亿元）

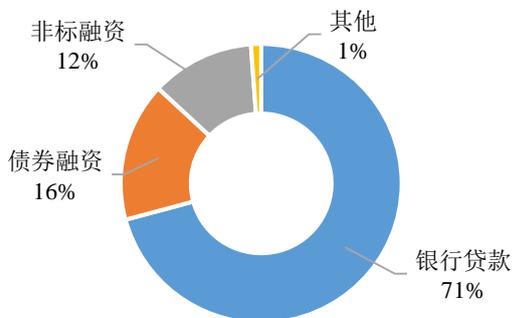
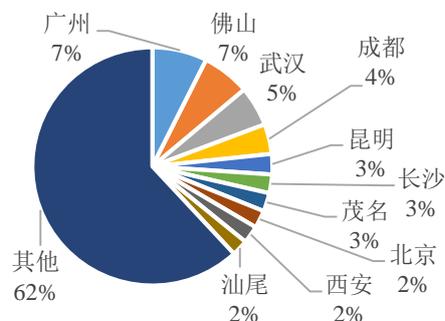


图 2：截至 2023 年末公司全口径土地储备分布（面积）



<sup>1</sup> 储备建筑面积=总建筑面积-累计签约面积，包含不计容面积及自持物业。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 物业服务、商业运营等其他业务对公司业绩形成一定补充。

物业服务业务主要由保利物业服务股份有限公司（以下简称“保利物业”，股票代码“6049.HK”）负责运营。截至 2023 年末，保利物业在管面积 7.20 亿平方米，合同面积 9.22 亿平方米，2023 年实现营业收入 150.62 亿元，同比增长 10.05%；根据中国指数研究院 2024 年的综合实力排名，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第二。商业运营管理板块方面，公司适度持有经营性物业，业态涵盖写字楼、酒店、购物中心、展馆、产业园等，对公司业绩形成一定补充。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内保利发展毛利率延续下滑趋势，资产减值损失侵蚀公司利润，盈利指标有所减弱；公司资产规模下降，资产构成中其他应收款保持较大规模，对公司管理能力提出较高要求；2023 年末债务规模同比下降，财务结构稳健；受益于销售回笼资金增长，公司经营获现对债务的支撑力度有所上升，EBITDA 对债务利息覆盖程度有所降低，但仍处于较好水平。

### 盈利能力

2023 年公司营业总收入同比增长，综合营业毛利率同比下滑 5.98 个百分点至 16.01%，其中房地产销售板块的毛利率下滑明显。盈利表现方面，公司期间费用率水平较低，但由于毛利率下滑，经营性业务利润同比下降 15.26%；公司投资收益主要为合联营项目结利，2023 年受行业下行影响，盈利贡献有所降低；2023 年资产减值损失大幅增长，其中对位于厦门、贵阳、杭州、天津、成都、九江、宁波等地的项目计提存货跌价损失 43.63 亿元、长期股权投资减值准备 6.77 亿元。整体来看，跟踪期内由于毛利率下滑，资产减值损失同比增长，盈利指标弱化。2024 年 1~3 月，公司实现营业收入 497.48 亿元，同比增长 24.51%，受项目结转毛利率下降影响，净利润同比小幅增长 0.44%。

表 2：公司主营收入及毛利率结构（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	2,607.67	27.13	2,565.78	21.19	3,225.02	16.32
其他业务	241.66	22.95	244.39	24.04	228.3	8.15
合计	2,849.33	26.78	2,810.17	21.99	3,453.36	15.78

注：其他收入系物业管理、建筑、装饰、酒店、展览、设计费、租赁等收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资产质量

存货、货币资金、其他应收款和长期股权投资是公司资产主要构成。跟踪期内，公司存货规模同比小幅下降，开发产品占比略有下降；由于偿还债务本息增加，2023 年末公司货币资金同比下降 16.18%；其他应收款规模同比虽有小幅下降，但由于行业合作开发特征，仍保持了较大规模，当前景气度较低的房地产市场环境对公司合作项目的经营及资金管理能力提出更高要求；由于合作开发项目规模减少，公司对联营、合营企业投资的减少，长期股权投资同比小幅下降。负债方面，合同负债（含预收款项，下同）、其他应付款项和债务是公司负债的最主要构成。截至 2023 年末，公司合同负债为当年房地产销售收入的 1.17 倍，可对未来收入结转形成支撑；公司其他

应付款主要由应付房地产合作方往来款、联营合营企业及其他关联方往来款和保证金押金构成，由于合作方往来款减少，期末余额小幅下降；2023 年末债务规模同比下降。权益方面，得益于公司利润不断积累，自有资本得以夯实；受合作开发项目增多的影响，并表项目少数股东持续投入，跟踪期内少数股东权益有所提升；此外，截至 2024 年 3 月末，公司永续债账面价值为 51.01 亿元。财务杠杆方面，公司在保持规模的同时净负债率稳中有降，财务结构稳健。2024 年一季度由于新增借款用于项目建设，2024 年 3 月末债务及存货规模有所回升。

### 现金流及偿债情况

2023 年受益于销售回款率提升，当期回笼资金增加，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长，经营活动净流入规模同比增长 87.68%；投资活动净现金流受对非并表公司的投资支出规模影响而变动，当期公司对非并表公司的投资支出减少，投资活动净流入大幅增长；2023 年由于偿还债务规模增加，公司筹资活动现金流呈大幅净流出态势。偿债指标方面，公司期末总债务规模虽同比下降，但由于盈利下滑，EBITDA 对债务利息覆盖程度有所降低，但仍处于较好水平。此外，由于销售回笼资金增加，2023 年公司销售商品、提供劳务收到的现金可对债务的覆盖程度上升；非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 6,895 亿元，其中尚未使用额度为 2,595 亿元，备用流动性均较充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率	6.19	6.12	5.34	5.76
经营性业务利润	432.55	317.99	269.46	48.84
投资收益	62.11	42.01	22.12	4.00
资产减值损失	-0.95	11.56	50.45	0.00
信用减值损失	1.53	1.22	0.43	-0.18
利润总额	500.35	353.01	246.26	54.00
净利润率	13.05	9.61	5.16	8.01
货币资金	1,713.84	1,765.37	1,479.82	1,295.54
其他应收款	1,578.49	1,574.09	1,503.88	1,554.74
存货	8,096.56	8,778.93	8,695.08	8,718.97
已完工开发产品/存货	12.47	19.06	18.92	--
存货周转率（次/年）	0.27	0.26	0.33	--
长期股权投资	950.89	1,062.50	1,042.96	1,044.85
总资产	13,999.33	14,704.64	14,369.12	14,243.56
合同负债（含预收款项）	4,168.69	4,129.13	3,780.32	3,783.79
其他应付款	1,474.14	1,352.35	1,304.94	1,245.90
总债务	3,517.54	3,870.80	3,584.22	3,739.23
短期债务/总债务	21.08	21.13	20.66	17.53
股本	119.70	119.70	119.70	119.70
资本公积	178.17	176.26	174.88	174.94
少数股东权益	1,073.54	1,259.27	1,384.84	1,435.16
未分配利润	1,410.52	1,515.44	1,579.19	1,600.84
其他权益工具	186.80	90.01	51.01	51.01
所有者权益	3,029.14	3,221.92	3,370.27	3,435.46

净负债率	59.92	65.69	62.85	71.13
经营活动净现金流	105.51	74.22	139.30	-333.06
销售商品、提供劳务收到的现金	3,789.25	2,971.71	3,384.61	530.31
投资活动净现金流	-199.87	6.37	72.66	-10.29
筹资活动净现金流	344.58	-30.15	-499.62	158.99
非受限货币资金/短期债务	2.30	2.14	1.98	--
EBITDA 利息保障倍数	3.15	2.61	2.05	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.93	1.30	1.06	--

注：2024 年 3 月末净负债率为未剔除受限货币资金口径。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 1,478.68 亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为 13.66 亿元、1,254.41 亿元和 160.44 亿元，受限资产占当期末总资产的 10.29%。此外，截至 2023 年末，公司受监管的预售房款为 522 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保（不含子公司）余额为人民币 126.51 亿元，占净资产的比重为 3.75%，主要系对合作开发项目的联合营公司按股权比例提供担保。

截至 2023 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 5 月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2024 年，受行业下行影响，保利发展全年销售规模同比略有下降。

——2024 年，保利发展全口径土地投资规模较上年基本持平。

——2024 年，预计保利发展收入规模略有上升。

### 预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
净负债率(%)	65.69	62.85	55.1~67.4
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.30	1.06	1.0~1.2

资料来源：中诚信国际整理

### 调整项

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG<sup>3</sup>表现方面，公司大力推广绿色施工，切实落实企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 综合表现水平较高，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司销售回款规模保持在行业较好水平，同时，公司资本市场融资渠道非常通畅，财务弹性很好。公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道顺畅，其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出，公司可根据销售回款表现及时调整土地投资和项目开发节奏。综上所述，公司资金平衡状况很好，流动性强，未来一年流动性来源能够较好覆盖需求。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**房地产开发是保利集团的主业之一，保利发展系保利集团房地产业务的主要平台和载体，在资金支持、资源获取和品牌共享等方面都可获得保利集团的支持。**

公司实际控制人保利集团是直属于国务院国资委的大型央企，也是十六家以房地产为主业的央企之一，具有经国家批准的军品进出口贸易资质，目前已形成国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及相关业务为主业的多元发展格局，业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市，具有极强的综合实力。保利集团旗下控股 5 家上市公司，分别是保利发展（600048.SH）、保利联合（002037.SZ）、中国海诚（002116.SZ）、保利置业（00119.HK）和保利物业（06049.HK）。截至 2024 年 3 月末，保利集团总资产为 17,969.66 亿元，所有者权益合计 4,241.76 亿元，资产负债率为 76.39%；2023 年保利集团营业总收入为 5,238.53 亿元，净利润为 211.93 亿元，2024 年 1~3 月保利集团营业总收入为 874.39 亿元，净利润为 41.34 亿元。

资金支持方面，保利集团通过财务公司借贷等方式给予公司资金支持；品牌共享方面，借助保利集团的品牌和社会影响力有利于公司快速扩张；此外，由于保利集团有较高的信誉度，可在项目合作方面促进公司房地产业务的发展。2023 年 12 月 11 日，公司发布《关于实际控制人增持计划的公告》，公司实际控制人保利集团计划在未来 12 个月内，通过集中竞价交易方式增持公司 A 股股份，增持金额 2.5~5 亿元。截至 2024 年 3 月 6 日，保利集团已累计增持 2.50 亿元。

## 跟踪债券信用分析

“22 保利 01”、“22 保利 02”、“22 保利 03”、“22 保利 04”、“22 保利 05”、“22 保利 06”、“22 保利 07”、“22 保利 08”、“22 保利 09”、“22 保利 10”、“22 保利 11”、“23 保利 01”、“23 保利 02”、“24 保利 01”、“24 保利 02”、“24 保利 03”、“24 保利 04”、“24 保利 05”合计募集资金 197 亿元，根据《保利发展控股集团股份有限公司关于 2023 年度债券事项的公告》，截至 2023 年末，上述跟踪债券募集资金与募集说明书的约定一致。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司销售回款规模保持在行业较好水平，公司资本市场融资渠道非常通畅，对债券偿还形成有力支撑。本年度跟踪债券“21 保利发展 MTN003”到期 30 亿元，跟踪债券年内到期兑付压力不大。目前公司已提

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

交新的债券额度申请，考虑到公司极强的股东背景和领先的行业地位，目前公司与金融机构关系良好，整体融资渠道非常通畅。但仍需关注房地产市场变化以及债券市场波动对公司债券注册及发行的影响。

表 5：截至 2024 年 4 月末，公司公开债到期分布情况（亿元）

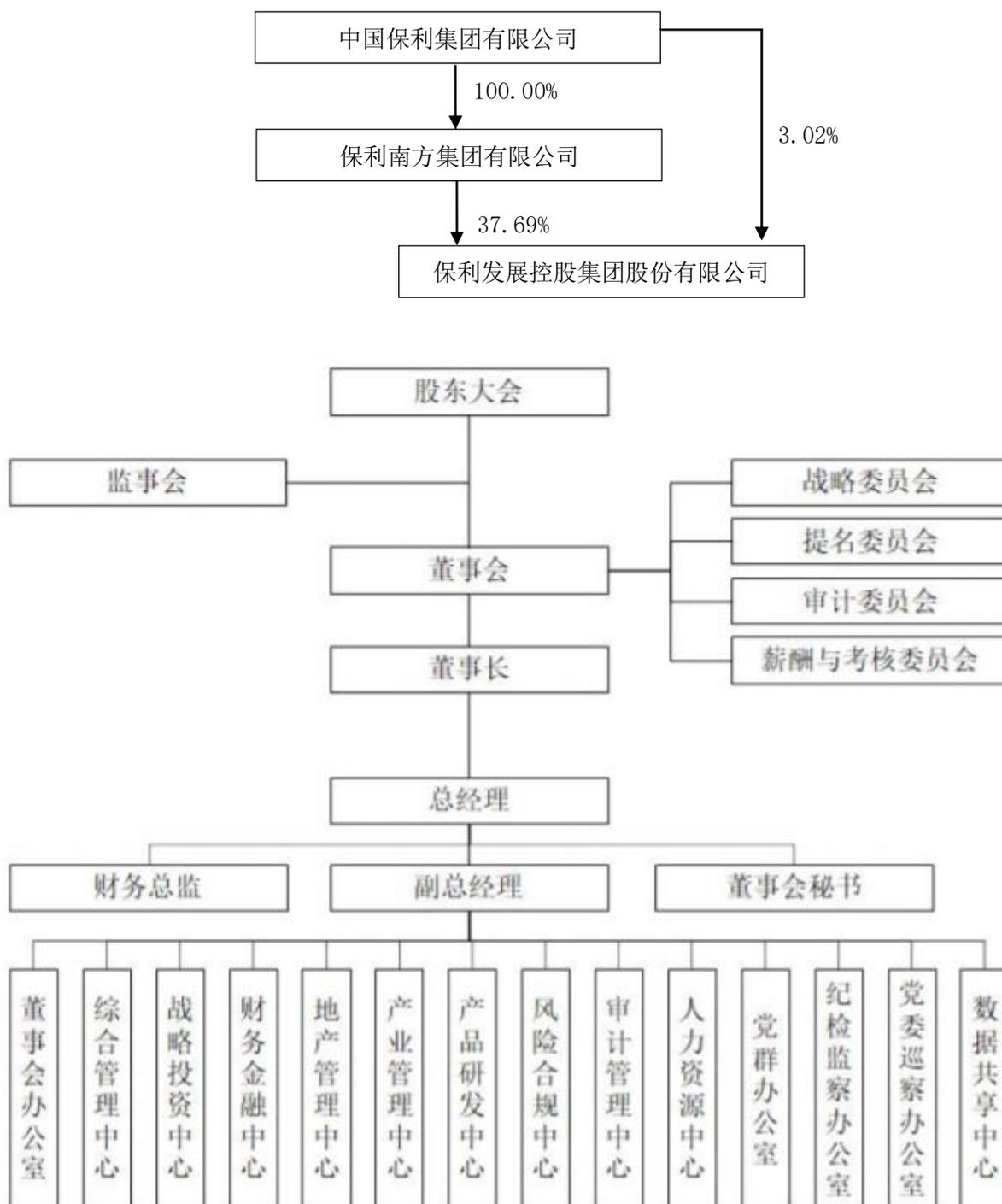
合并口径	2024 年 5-12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	111.00	224.33	360.42
其中：跟踪债券	30.00	76.00	147.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 评级结论

中诚信国际维持保利发展控股集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN003”、“21 保利发展 MTN004”、“22 保利 01”、“22 保利 02”、“22 保利 03”、“22 保利 04”、“22 保利 05”、“22 保利 06”、“22 保利 07”、“22 保利 08”、“22 保利 09”、“22 保利 10”、“22 保利 11”、“23 保利 01”、“23 保利 02”、“24 保利 01”、“24 保利 02”、“24 保利 03”、“24 保利 04”、“24 保利 05”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：保利发展控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：保利发展控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	17,138,445.60	17,653,707.92	14,798,217.19	12,955,433.53
其他应收款	15,784,867.31	15,740,900.08	15,038,804.53	15,547,429.59
存货	80,965,646.27	87,789,319.33	86,950,846.42	87,189,707.54
长期投资	9,826,699.84	10,835,019.73	10,573,112.92	10,585,581.92
固定资产	1,127,520.68	1,014,675.61	836,236.49	877,316.98
在建工程	57,106.37	57,106.37	59,023.46	57,394.25
无形资产	40,416.42	37,096.76	37,348.23	38,864.63
投资性房地产	2,729,465.95	3,078,487.84	3,263,534.06	3,311,707.57
资产总计	139,993,305.29	147,046,440.85	143,691,179.03	142,435,577.77
预收款项	41,686,862.00	41,291,312.10	37,803,187.09	37,837,898.76
其他应付款	14,741,385.21	13,523,515.39	13,049,444.15	12,459,008.40
短期债务	7,414,431.89	8,180,118.50	7,403,759.48	6,553,660.46
长期债务	27,760,955.51	30,527,855.37	28,438,423.91	30,838,615.17
总债务	35,175,387.40	38,707,973.87	35,842,183.39	37,392,275.63
净债务	18,149,357.51	21,163,749.20	21,180,595.12	24,436,842.11
负债合计	109,701,859.14	114,827,290.07	109,988,514.61	108,080,982.87
所有者权益合计	30,291,446.14	32,219,150.78	33,702,664.42	34,354,594.89
利息支出	1,799,510.10	1,604,367.52	1,596,023.18	--
营业总收入	28,502,410.42	28,110,823.83	34,689,353.08	4,974,849.75
经营性业务利润	4,325,494.44	3,179,858.12	2,694,592.27	488,399.16
投资收益	621,115.34	420,100.84	221,188.80	39,998.80
净利润	3,718,947.58	2,701,109.53	1,789,922.06	398,279.80
EBIT	5,452,989.38	3,953,381.12	3,042,068.72	--
EBITDA	5,663,536.25	4,183,226.25	3,279,549.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金	37,892,450.93	29,717,061.43	33,846,101.92	5,303,117.98
经营活动产生的现金流量净额	1,055,121.72	742,237.71	1,393,000.75	-3,330,586.76
投资活动产生的现金流量净额	-1,998,658.27	63,732.05	726,572.08	-102,882.07
筹资活动产生的现金流量净额	3,445,777.99	-301,540.75	-4,996,168.11	1,589,923.77
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	26.78	21.99	16.01	18.64
期间费用率（%）	6.19	6.12	5.34	5.76
EBITDA 利润率（%）	19.88	14.89	9.46	--
EBIT 利润率（%）	19.14	14.07	8.77	--
净资产收益率（%）	13.06	8.64	5.43	--
存货周转率（X）	0.27	0.26	0.33	--
资产负债率（%）	78.36	78.09	76.55	75.88
总资本化比率（%）	53.73	54.57	51.54	52.12
净负债率（%）	59.92	65.69	62.85	71.13
短期债务/总债务（%）	21.08	21.13	20.66	17.53
非受限货币资金/短期债务（X）	2.30	2.14	1.98	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.02	-0.03	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.10	-0.12	-0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.59	0.46	0.87	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.93	1.30	1.06	--
总债务/EBITDA（X）	6.21	9.25	10.93	--
EBITDA/短期债务（X）	0.76	0.51	0.44	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.15	2.61	2.05	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年和 2022 年财务数据分别为 2022 年和 2023 年财务报表期初数，2023 年财务数据为 2023 年财务报表期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。3、短期债务中包含一年内到期的租赁负债，长期债务中包含租赁负债。4、2024 年 3 月末净负债率、净债务为未剔除受限货币资金口径。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn