

证券代码：600048

证券简称：保利地产

公告编号：2009-014

债券代码：122012

债券简称：08 保利债



保利房地产(集团)股份有限公司
POLY REAL ESTATE GROUP CO.,LTD

关于“08 保利债(122012)”跟踪评级结果的公告

本公司及监事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

根据中国证券监督管理委员会《公司债券发行试点办法》和上海证券交易所《公司债券上市规则》的有关规定，保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）委托中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信评估”）对本公司发行的“08 保利债”（债券交易代码：122012）进行了跟踪评级：中诚信评估维持本公司公司债券信用等级为 AA⁺，维持本公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

投资者欲全面了解本次信用评级报告的具体情况，请查阅 2009 年 3 月 18 日于上海证券交易所网站（<http://www.sse.com.cn>）或公司网站（<http://www.polycn.com>）上刊登的《保利房地产（集团）股份有限公司公司债券 2009 年跟踪评级报告》。

特此公告

保利房地产（集团）股份有限公司

二〇〇九年三月十八日

保利房地产（集团）股份有限公司公司债券 2009 年跟踪评级报告

基本观点

2008年，面对房地产行业景气度持续下滑的态势，保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“保利地产”或“公司”）通过销售策略的及时调整，销售面积和销售金额同比仍明显增长；同期，盈利水平也实现了大幅提高，整体实力有所提升。另一方面，我们也关注到针对房地产行业的政策环境在2008年底有所调整，但我们目前并没有看到行业景气度明显回升的迹象，本轮经济危机下消费者的信心仍然低迷，这使得公司所处的行业环境依然面临很大的挑战；此外，公司债的发行和银行贷款的增加使公司的杠杆比率有所提升，处于较高水平，而且，土地储备对资金的占用较大，公司流动性仍待改善。

综上，中诚信评估维持本期公司债券信用等级为AA⁺，维持保利房地产（集团）股份有限公司主体信用等级AA，评级展望为稳定。中国保利集团公司（以下简称“保利集团”）为此次债券提供全额不可撤销连带责任担保。

正 面

- 行业政策转暖，行业运行环境有所改善。面对房地产行业的持续低迷，2008 年四季度以来，政府推出一系列促进房地产行业回暖的政策，长期来看随着未来各项政策累加效应逐步显现，房地产市场有望走出低迷状态。
- 销售业绩持续增长，盈利水平明显提升，市场份额有所上升。2008 年公司销售面积和销售金额分别同比增长 29.48%、20.36%，远好于同期全国商品住宅销售面积和销售金额分别同比下降 20.30%、20.10%的行业水平；公司销售面积和销售金额的市场份额进一步提高，2008 年末分别达到 0.46%和 1.00%。
- 可结算资源充足。截至 2008 年末，公司拥有可结算资源 1,828 万平方米。在行业低迷期，市场总体新项目减少，从而改善未来供求关系，丰富的可结算资源是公司未来成长的基础。

发行主体	保利房地产（集团）股份有限公司
担保主体	中国保利集团公司
发行规模	人民币 43 亿元
存续期限	2008/07/11-2013/07/10
首次评级时间	2008/04/10
首次评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA 评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA 评级展望：稳定

概况数据

保利地产	2006	2007	2008
所有者权益（亿元）	40.18	128.34	156.73
总资产（亿元）	165.08	408.95	536.32
总债务（亿元）	48.93	121.58	226.15
营业收入（亿元）	40.31	81.15	155.20
主营业务毛利率（%）	35.82	38.50	40.80
EBITDA（亿元）	10.66	24.25	40.56
所有者权益收益率（%）	18.26	12.69	19.42
资产负债率（%）	75.66	68.62	70.78
总债务/EBITDA (X)	4.59	5.01	5.58
EBITDA 利息倍数(X)	4.39	4.08	2.81
中国保利集团	2006	2007	2008
货币资金（亿元）	47.52	125.74	119.00
所有者权益（亿元）	125.57	223.38	265.79
总资产（亿元）	353.44	682.61	876.24
总债务（亿元）	108.47	216.67	-
EBITDA（亿元）	23.38	43.73	-
资产负债率（%）	64.47	67.28	69.66

注：1、保利地产 2006 年的财务报告按《企业会计准则(2006)》进行了追溯调整。2、保利集团 2008 年财务数据未经审计。

分 析 师

刘 璐 lliu@ccxr.com.cn

杨 柳 lyang@ccxr.com.cn

Tel: (010)66428855

Fax: (010)66420866

2009 年 3 月 12 日

关 注

- 全球经济形势恶化使得消费者信心持续低迷，行业运行环境仍不容乐观，公司经营业绩持续增长面临不确定性。尽管针对房地产行业的政策环境在 2008 年底有了正面的转变，但我们目前并没有看到行业景气度明显回升的迹象，国际金融危机下消费者的信心仍然低迷，使得公司所处的行业环境依然面临很大的挑战，经营业绩持续增长的不确定性增大。
- 财务杠杆依然偏高，偿债压力较大。截至 2008 年末公司资产负债率达到 70.78%，总资本化比率为 59.07%，较期初有所上升，财务风险加大。2008 年公司发行 43 亿元公司债，净增银行贷款 64 亿元，总债务增至 226.15 亿元，偿债压力增大。
- 流动性仍待改善。虽然公司目前不存在明显的商品房积压现象，但存货周转率仅为 0.27，总资产周转率为 0.33，均处于较低水平。截至 2008 年末公司货币资金/短期债务为 1.27，公司短期债务偿还压力不大，但是公司 2009 年 215 亿元的资金支出将使流动性压力有所增加。
- 再融资存在不确定性。公司拟非公开定向增发募集不超过 80 亿元资金用于未来项目开发，其中，保利集团承诺以不超过 15 亿元现金认购。增发成功将大大缓解公司的资金压力，优化资本结构，但如若不成功，公司扩张步伐受资金影响将有所调整。我们会对公司的增发事宜保持关注。

行业分析

2008年受美国金融危机影响，全球经济陷入大范围衰退，中国经济增速显著放缓，房地产行业进入深度调整。

政府态度由调控转变为鼓励，并推出一系列促进房地产行业回暖的政策

中诚信评估认为，房地产行业具有明显的政策导向特点。过去数年中，由于投资过热，投机需求旺盛，房地产市场泡沫不断累积。近年来，政府出台了一系列调控措施，对房地产市场进行调整和规范，打击投机性需求，稳定住房价格。2007年底房地产市场的非理性繁荣得到遏制，而2008年的金融风暴和随之而来的世界范围内的经济衰退使得中国经济增速放缓，房地产行业进入深度调整。政府随即又出台了多项政策刺激房地产行业的复苏。

表 1：近一年来政府对房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2008. 1	《关于促进节约集约用地的通知》	对闲置用地征缴增值地价款；金融机构审慎贷款；禁止发放用于缴交土地价款的贷款；贷款抵押率不得超过抵押物估值的 70%，贷款期限不超过 2 年；审慎发放贷款，从严控制展期贷款或滚动授信
2008. 8	《关于金融促进节约集约用地的通知》	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008. 10	《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度支持居民首次购买普通住房》	个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率下调到 1%；个人销售、购买住房免征印花税；个人销售住房免征土地增值税。
2008. 10	财政部《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	进一步加大中小户型、中低价位普通商品房建设的力度。
2008. 11. 13	住房和城乡建设部副部长 齐骥	一、加大保障性住房建设力度
2008. 12. 21	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见	二、鼓励普通商品住房

见》	消费
	三、支持房地产开发企业积极应对市场变化
	四、强化政府稳定市场的职责
	五、加强房地产市场监测
2009. 1. 4	只要 2008 年 10 月 27 日前执行基准利率 0.85 倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请七折优惠利率。

资料来源：中诚信评估研究

表 2：近一年来影响房地产行业的利率政策

时间	主要内容
2008. 9. 16	下调一年期人民币贷款基准利率 0.27%；中小存款类金融机构准备金率下调 1%。
2008. 10. 8	下调存款类金融机构准备金率 0.5%；下调一年期存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次基准利率作相应调整。
2008. 10. 22	个人首次购买 90 平方米及以下普通住房，契税税率下调到 1%；个人销售或购买住房暂免征收印花税；个人销售住房暂免征土地增值税。
2008. 10. 22	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27%。
2008. 10. 30	下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27%；其他各档次相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008. 11. 4	央行不再硬约束商业银行信贷规划。
2008. 11. 26	下调金融机构存贷款基准利率各 1.08%，其他档次作相应调整。下调中央银行再贷款、再贴现等利率。下调工、农、中、建设等大型存款类金融机构准备金率 1%，下调中小型存款类金融机构准备金率 2%。继续对汶川地震灾区和农村金融机构执行优惠的准备金率。下调个人住房公积金贷款各档次利率 0.54%。
2008. 12. 17	廉租住房建设贷款利率较基准利率下浮 10%。新建廉租住房项目资本金不低于总投资的 20%；改建廉租住房项目资本金不低于总投资的 30%。廉租住房建设贷款期限最长不超过 5 年。廉租住房建设贷款利率较基准利率下浮 10%。
2008. 12. 23	下调存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次作相应调整；下调中央银行再贷款、再贴现利率；下调金融机构准备金率 0.5%；下调个人住房公积金贷款利率 0.18%。

资料来源：中诚信评估研究

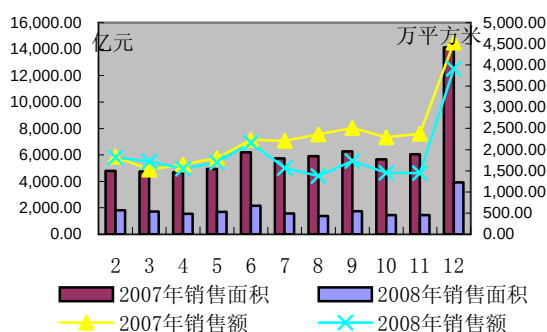
中诚信评估认为，近期政府针对房地产市场的“新政”短期内难以见效，行业景气度不会明显回升，2009年对中国房地产公司来说仍将是艰难的一年。

中期来看，上述政策的效果尚待关注，而宏观经济的前景也在很大程度上影响到政策的实施效果，预计政府后续还会根据房地产行业发展态势进一步出台相关措施。

市场交易量持续低迷，行业景气度明显回落

2008年，全国房地产成交量急剧萎缩，据国家统计局统计数据显示，2008年全国商品住宅销售面积同比下降20.30%，销售金额同比下降20.10%。

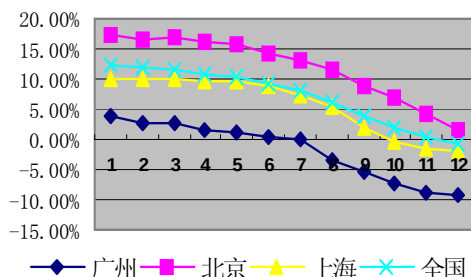
图1：全国2007、2008全年商品住宅月度销售情况



资料来源：Wind资讯，中诚信评估研究

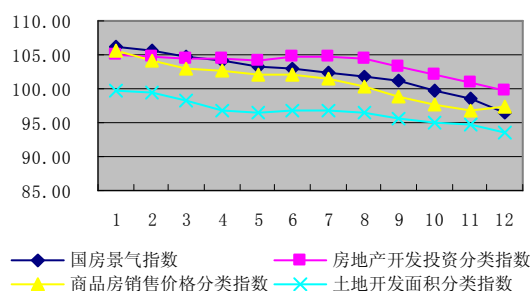
前期房地产价格上涨较多的大中城市，此次行业调整中，销售下跌幅度高于行业平均值。北京商品住宅成交量同比下降40.43%，上海同比下降40.05%，广东同比下降22.73%。同时，成交价格也呈现下降的趋势。

图2：2008年新建商品住房价格指数：当月同比增长



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

图3：2008年房地产行业相关指数变化



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

近期，从2009年2月的情况看，多个重点省会城市房地产市场成交量呈现上涨格局。北京期房住宅签约面积69.68万平方米，同比增长167.97%，环比增长21.94%；现房住宅销售面积23.03万平方米，同比增长196.65%，环比增长48.97%。上海商品房预售面积123.22万平方米，同比增长58.71%，环比增长38.81%。但是成交价格依然处于回落态势。2009年2月份，全国商品房成交价格同比降低1.20%，环比降低0.20%，而重点城市价格回落大于全国平均水平。所以目前判断房地产市场回暖还为时尚早。

表3：2009年部分城市房屋销售价格变化

	2009.01		2009.02	
	同比(%)	环比(%)	同比(%)	环比(%)
北京	-0.20	-0.20	-0.70	-0.10
上海	-2.30	-0.20	-2.40	-0.10
广州	-4.10	0.30	-4.40	-0.60
深圳	-16.30	-0.40	-15.70	-0.20
全国	-0.90	-0.20	-1.20	-0.20

数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

中诚信评估认为，房市能否真正回暖在很大程度上取决于房价能否调整到位，从而使居住性需求能够转化成为有效需求，推动交易量回升，房地产市场才有可能走出低谷。

长期来看，中国经济的持续较快发展，城市化进程加快、可支配收入增长以及居民住房消费升级的趋势仍将长期存在，推动房地产行业发展的刚性需求以及潜在需求将会为房地产行业的长期发展提供支撑。

业务运营

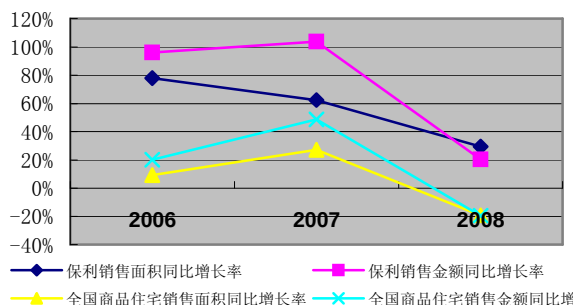
2008年，在中国房地产行业整体下滑，房地产市场量价齐跌的情况下，公司房地产开发业务逆势

上涨，全年房地产开发营业收入达到151.14亿元，同比增长104.01%。由于2008年公司项目销售情况良好，结算面积及结算均价均有所增加，房地产开发业务占总收入的比例由2007年的91.29%增大到97.41%。

项目开发运营

2008年公司房地产业务取得了逆势上涨的良好业绩。2008年全国商品住宅销售面积和销售金额分别同比下降20.30%、20.10%，而同期公司房地产销售面积和销售金额同比分别增长29.48%、20.36%，远远好于行业平均水平。从近三年情况来看，公司房地产销售面积、销售金额增长率一直快于同期全国商品住宅市场行业平均情况。而公司在市场中的份额也持续扩大，2008年公司销售面积、销售金额占全国商品住宅市场总额比例达到0.46%、1.00%。公司在行业调整中把握机遇，不断扩大市场份额，预计未来在市场中的地位也将不断提升。

图 4：2006~2008 年公司销售面积及金额增长率与全国对比情况



资料来源：Wind资讯，中诚信评估研究

表 4：2006~2008 年公司/全国销售面积及金额
单位：(万平方米、亿元)

		2006	2007	2008
保利	销售面积	123.00	199.63	258.49
	销售金额	83.65	170.41	205.11
全国	销售面积	54,392.13	69,103.79	55,886.47
	销售金额	17,038.01	25,323.48	20,424.06
	销售面积占比	0.23%	0.29%	0.46%
	销售金额占比	0.49%	0.67%	1.00%

注：全国销售面积及金额为全国商品住宅情况。

资料来源：Wind资讯，中诚信评估整理

2008年公司结算面积192.63万平方米，结算金额151.14亿元，结算均价¹7846.13元/平方米，较

2007年有所提高。但由于结算价格具有滞后性，2008年中国房地产价格回落，预计2009年结算价格会相应降低。

截至2008年末，公司已售未结转面积173.99万平方米，同比增长30.87%；已售未结转金额138.85亿元，同比仅增长19.35%。2007年公司已售未结转金额占营业总收入的143.36%，从而贡献了2008年收入的相当部分，而2008年这一比值下降为89.47%，如果将本年138.85亿元的已售未结转金额加上公司2009年2月销售快报中公布的1~2月份签约金额33.94亿元，两项之和达到2008年营业总收入的111.33%。公司2009年业绩确定增长，但是受整个房地产市场调整的影响，预计增速会有所放缓。

在宏观经济恶化和整个行业调整的大趋势下，公司及时调整了发展步伐。2008年公司新开工面积456万平方米，同比增长11.03%，增速远低于2007年的72.85%。竣工面积285.45万平方米，同比增长66.93%，增速下滑28.05个百分点。截至2008年末，公司共有拟建在建项目68个，在建面积995.5万平方米。

表 5：公司 2007~2008 年运营情况
单位：(万平米、亿元)

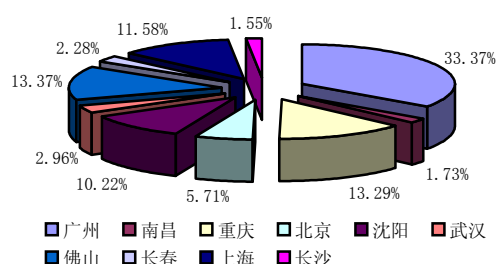
	2007	2008	同比增长	上年增长
结算面积	110.34	192.63	75.12%	50.27%
结算金额	74.08	151.14	104.02%	101.20%
已售未结转面积	132.95	173.99	30.87%	120.92%
已售未结转金额	116.34	138.85	19.35%	165.74%
销售面积	199.63	258.49	29.50%	62.28%
销售金额	170.41	205.11	20.37%	103.71%
新开工面积	410.7	456	11.03%	72.85%
竣工面积	171	285.45	66.67%	94.98%

资料来源：公司定期报告

从收入的地区分布来看，公司继续执行全国扩张的战略，逐步覆盖了全国各大经济圈及重要省会城市。2008年，公司营业收入来源由2007年的9个城市扩大到11个，广州以外地区营业收入占比66.63%。未来公司营业收入的地区分布将更加均匀，区域风险不断分散。

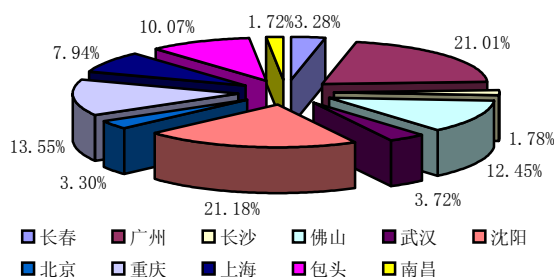
¹ 结算均价=结算金额/结算面积

图5：2008年公司营业收入地区分布



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

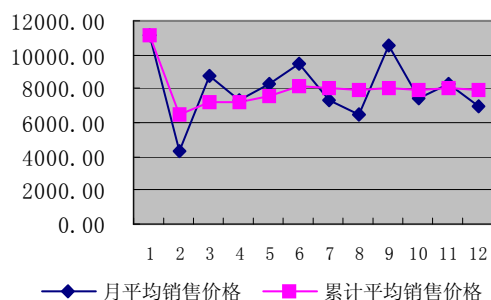
图6：2008年公司房地产业务结算面积地区分布



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2008年，公司房地产项目累计平均销售价格整体保持稳定，销售均价²为7934.93元/平方米，较2007年有所降低，但远高于3654.56元/平方米的全国商品住宅平均水平。

图7：2008年公司房地产销售价格分析



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

目前公司商业地产已经初具规模，主要在广州等区域拥有写字楼、会展、商业和五星级酒店等商业地产。2008年公司会展经营收入为1.22亿元，预计这部分收入将为企业提供稳定的现金流。未来，商业地产将成为公司新的利润增长点。

土地储备

2008年在中国房地产市场深度调整的背景下，公司顺应市场变化，放慢了土地储备速度。2008年，

公司新拓展项目12个，新增土地储备594万平方米，比上年新增量减少161万平方米。截至2008年底，公司土地储备较上年同期净增189万平方米，预计公司现有土地储备可以支撑公司未来3年左右的发展。

表6：2008年公司土地储备情况(万平方米)

	2007	2008	变动
新拓展项目	20	12	减少 8 个
新增土地储备	754.5	594	减少 160.5
可结算资源	1579	1828	增加 249

数据来源：公司定期报告

由于房地产市场低迷，公司新增地块均以底价获得，楼面地价较前期有所降低。截至2008年末，公司拥有可结算资源1,828万平方米，其中普通住宅占比85%，中心城市储备量89%，区域布局和产品结构较为合理，经济价值较高。

低价的新增土地储备和丰富的可结算资源是公司未来发展的良好保障。行业低迷期，大多数房地产开发商资金链吃紧，没有拓展新项目的资金实力，市场总体新项目的减少会导致未来供应减少。公司新增的低价土地摊薄了前期成本，而丰富的可结算资源是公司未来成长的动力。

但是另一方面，过多的土地储备会占用部分流动资金。截至2008年末，公司尚有应付未付土地款42.94亿元。由于房地产行业处于调整期，公司一旦出现回款不畅使得融资受阻，开发速度将受到影响，甚至会放缓业绩增长。

财务分析

下列财务分析主要基于保利地产提供的经大信会计师事务所有限公司出具标准无保留意见的2006~2008年三年审计报告。2006年的审计报告按《企业会计准则（2006）》进行了追溯调整。

资本结构

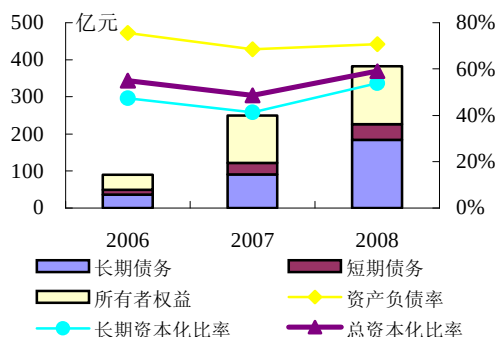
2008年，由于公司业务规模扩张，总资产进一步增长。截至2008年末，公司总资产达到536.32亿元，同比增长31.15%。

截至2008年末，公司负债总额379.59亿元，资产负债率70.78%，总资本化比率59.07%，较上年同期有所升高。公司拥有97.99亿元不需偿还的预收

² 销售均价=销售金额/销售面积

账款，占总资产的18.27%，剔除此部分影响，资产负债率将有所降低。但总体来看，公司财务杠杆处于行业较高水平，公司债务压力较大。

图 8：2006~2008 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

债务结构方面，截至2008年末，公司总债务为226.15亿元。2008年7月公司成功发行43亿元公司债，使得当年年末长期债务增至183.01亿元，短期债务/长期债务比下降至0.24。考虑到公司主营的房地产开发项目回收期较长的特点，以长期债务为主的债务结构有利于财务结构稳定性。

表7：2008年房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	总资本化比率	所有者权益合计(亿元)
万科 A	67.44%	45.81%	388.19
泛海建设	56.32%	33.14%	86.59
新湖中宝	63.28%	52.26%	50.80
万通地产	54.96%	36.21%	33.26
华发股份	64.49%	48.55%	48.04
中华企业	63.67%	54.86%	36.64
保利地产	70.78%	59.07%	156.73

数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

总体来看，公司资本实力雄厚，资产规模在行业中处于较好水平，债务结构较为合理。但公司资产负债率较高，我们将持续关注公司财务风险的变化。

流动性

近年来，公司流动资产占总资产比重一直较高。截至 2008 年末，公司流动资产占比达到 99.22%。从流动资产构成看，货币资金、预付款项及存货是流动资产主要部分，截至 2008 年末，上述三项资产分别占流动资产的 10.28%、13.10%、75.54%。

公司根据市场形势，调整业务运营，大力控制存货规模。截至 2008 年末，公司存货余额 401.96 亿元，同比增长 43.12%，增速较上年放缓，存货对流动资产占比达到 75.54%，同比略有上升，但与行业其他公司相比依然处于较合理水平。开发成本和开发产品是存货的主要部分，截至 2008 年末，上述两项分别占比 90.62%、9.33%。其中开发产品占比较上年同期微升 1.41 个百分点，总体来看公司不存在明显的商品房积压现象。

2008 年公司存货周转率 0.27 次，总资产周转率为 0.33 次，较 2007 年略有加快，但依然处于较低水平。

总体来看，公司存货控制取得一定成效，但周转效率仍需进一步加强。

表8：2006~2008年公司存货分析

	2006	2007	2008
存货/流动资产	69.35%	69.14%	75.54%
存货余额同比增长	-	149.31%	43.12%
存货周转率	0.30	0.25	0.27
总资产周转率	0.33	0.28	0.33

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 9：2008 年房地产行业部分上市公司运营指标

	存货周转率	总资产周转率	存货占流动资产比率
万科 A	0.33	0.37	75.71%
泛海建设	0.07	0.10	78.02%
新湖中宝	0.34	0.29	71.63%
万通地产	0.57	0.63	70.99%
华发股份	0.29	0.31	83.39%
中华企业	0.41	0.37	78.50%
保利地产	0.27	0.33	75.54%

数据来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

近三年来，公司经营活动净现金流持续为负，2008 年为-75.90 亿元，但净流出规模较 2007 年有所减小，这主要由于 2008 年公司房地产销售情况良好使经营活动现金流入增加，同时土地价格回落及新增土地储备规模减少使得支付的土地价款减少，从而现金流出同比减少。预计未来公司收入增速放缓，经营活动净现金流持续为负的情况短期内还将持续。经营活动净现金流对短期债务的覆盖能力有待加强。

截至 2008 年末，公司货币资金/短期债务为

1.27, 公司短期债务偿还压力不大。但是公司有应付未付土地款 42.94 亿元, 其中 37.89 亿元需在 2009 年支付。2009 年公司计划总投资 215 亿元, 其中在建续建项目 125 亿元, 拟建项目 30 亿元, 拓展项目 60 亿元。公司的财务流动性有赖于未来的销售回款情况, 如果公司不能较好的改善其经营活动净现金流, 未来公司的流动性风险有可能增大。

表10: 2006~2008年公司部分流动性指标

	2006	2007	2008
经营净现金流/短期债务	-3.16	-3.01	-1.76
货币资金/短期债务	0.72	1.48	1.27

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

公司拟非公开定向增发募集不超过 80 亿元资金用于未来项目开发, 如若成功将大大缓解公司的资金压力, 我们将对此事宜保持持续关注。

盈利能力

2008年公司营业收入依然延续了较快增长势头。当年公司营业总收入达到155.20亿元, 同比增长91.24%, 较2007年101.31%的增幅小幅下降。由于房地产公司预收账款确认收入的滞后性, 2007年的预收账款贡献了2008年收入的相当部分。2008年预收账款占营业总收入比率较2007年下降71.67个百分点, 预计2009年公司收入增速将放缓。

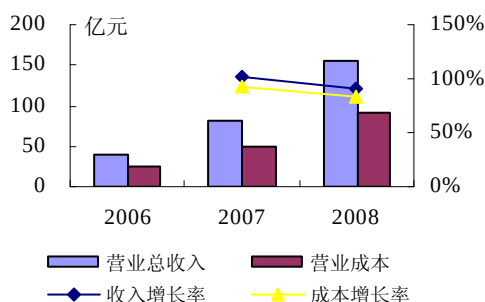
表11: 2007~2008年公司预收账款分析

	2007	2008	变动
营业总收入(亿元)	81.15	155.20	91.24%
预收账款(亿元)	109.40	97.99	-10.43%
预收账款/营业总收入	134.81%	63.14%	-71.67

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

毛利率方面, 2008年公司毛利率达到40.80%。由于房地产公司当期收入受前期签约销售的影响, 2007年的高房价为2008年毛利率起到了一定的支撑作用。2008年房地产行业调整, 房价普遍下跌, 同时公司二三线城市土地储备增加, 预计2009年毛利率将有所降低。

图9: 2006-2008.6公司收入成本分析



数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

期间费用方面, 随着公司业务规模的扩张, 期间费用规模不断增大, 而三费占比不断降低。公司规模效应显现, 管理能力不断提升。

表12: 2006~2008年公司三费分析(亿元)

	2006	2007	2008
销售费用	1.68	2.56	4.62
管理费用	1.04	2.08	3.11
财务费用	-0.07	-0.32	-0.33
三费合计	2.66	4.32	7.40
营业总收入	40.31	81.15	155.20
三费收入占比(%)	6.59%	5.32%	4.77%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

2008年, 公司考虑到房地产市场调整中房价进一步下跌的可能, 计提了2.99亿元的存货跌价准备, 此次计提主要针对2007年获得的价格较高的金沙洲地块。公司现有的楼面地价较高的地块主要是2007年取得的金沙洲地块及珠江新城地块。珠江新城地块用来做商业地产, 价格较住宅要高, 计提空间有限。预计未来公司还将计提部分存货跌价, 但计提数额对当期利润的影响在可控范围之内。

最终, 公司实现净利润30.44亿元, 同比增长86.93%; 净资产收益率19.42%, 较2007年增加6.73个百分点。考虑到收入及毛利率的预期, 预计2009年公司净利润增速将放缓。

总体来看, 公司近年来盈利能力较强, 收入和利润增长较快, 但受房地产行业深度调整的影响, 盈利增速放缓。短期来看, 房地产市场的低迷将对公司盈利产生不确定性影响。

偿债能力

近年来, 公司总债务增长较快, 2008年达到226.15亿元, 同比增长86.02%, 其中长期债务183.01亿元, 短期债务43.14亿元。

资金获取方面，2008 年公司 EBITDA 达到 40.56 亿元，同比增长 67.27%，增速较 2007 年放缓。

截至 2008 年末，公司总债务/EBITDA 为 5.58，EBITDA 利息倍数 2.81，EBITDA 对债务的保障能力有所减弱，公司存在一定的债务偿还压力。

表 13：2006~2008 年公司部分财务指标

指标	2006	2007	2008
总债务/EBITDA	4.59	5.01	5.58
EBITDA 利息倍数	4.39	4.08	2.81
EBIT 率(%)	26.16	29.65	25.98
资产负债率(%)	75.66	68.62	70.78
总资本化率(%)	54.91	48.65	59.07
长期资本化率(%)	47.41	41.32	53.87
经营活动净现金流/总债务	-0.82	-0.77	-0.34

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

或有负债方面，截至 2008 年末，公司无对外担保情况发生；截至 2008 年末，公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额为 64.27 亿元（该担保为行业惯例），或有风险较小。

截至 2009 年 2 月 28 日，公司拥有银行授信总额 357.04 亿元，授信余额 177.57 亿元，备用流动性充足。

总体来看，公司资产规模较大，资本实力雄厚，盈利情况良好，但负债水平偏高，偿债压力较大。同时，我们将持续关注行业调整给公司带来的影响。

担保实力

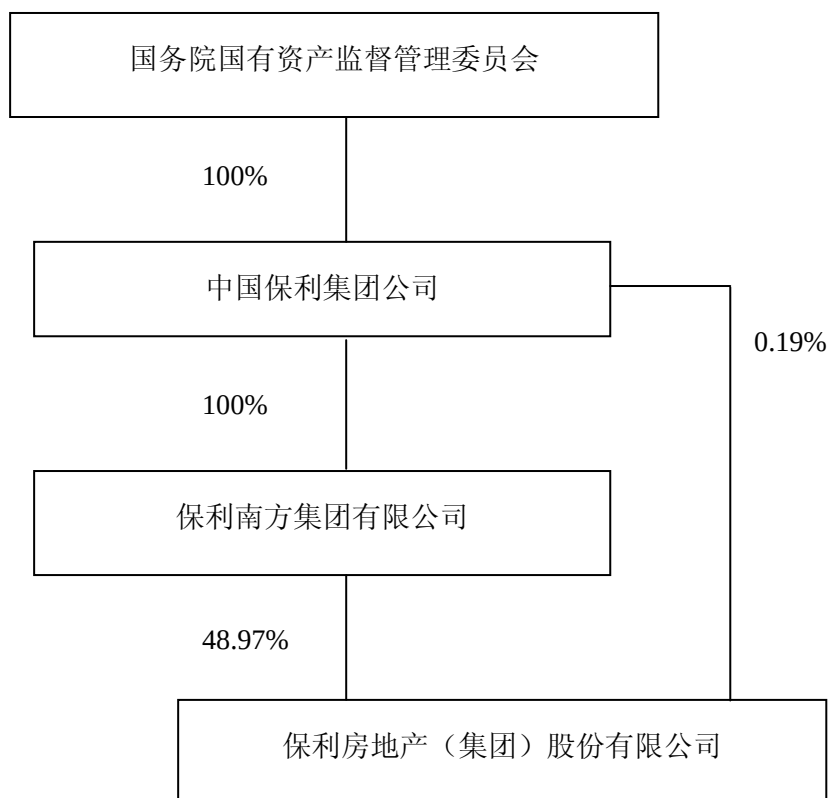
作为本次债券的担保机构，截至 2008 年末，中国保利集团公司总资产 876.24 亿元，同比增长 28.37%，所有者权益合计 265.79 亿元，同比增长 18.99%，资本实力进一步增强。但资产负债率 69.66%，同比增加 2.38 个百分点，债务压力有所增加。当年公司共实现营业收入 234.39 亿元，净利润 35.39 亿元，同比分别增长 66.83%、27.89%，盈利水平平稳快速提高。

保利集团具有较强的资本实力，在全球经济危机，中国经济增速放缓的大环境下，依然保持了较好的盈利水平。总体来看，保利集团具备较强的综合财务实力，能够为本次债券的偿还提供较为有力的保障。

结 论

中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 **AA⁺**，维持公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

附一：保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2008 年 12 月 31 日）



附二：保利地产（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008
货币资金	92,046.99	462,599.25	546,976.05
应收账款净额	17,945.29	17,525.13	20,554.61
存货净额	1,126,479.22	2,808,436.53	4,019,561.85
流动资产	1,624,317.72	4,062,213.45	5,321,123.88
长期投资	14,605.03	1,075.12	4,575.12
固定资产合计	8,539.77	20,696.47	25,372.45
总资产	1,650,788.83	4,089,466.42	5,363,216.27
短期债务	127,106.00	311,946.92	431,415.00
长期债务	362,190.00	903,815.00	1,830,111.42
总债务（短期债务+长期债务）	489,296.00	1,215,761.92	2,261,526.42
总负债	1,248,951.63	2,806,019.50	3,795,902.05
所有者权益（含少数股东权益）	401,837.20	1,283,446.93	1,567,314.23
营业总收入	403,121.22	811,523.49	1,551,990.11
三费前利润	112,862.94	228,464.32	478,571.03
投资收益	20,247.90	20,746.15	9,708.97
净利润	73,394.59	162,827.01	304,367.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	106,638.00	242,490.28	405,617.64
经营活动产生现金净流量	-402,186.44	-937,580.20	-759,047.25
投资活动产生现金净流量	-21,569.13	-11,727.23	-6,182.05
筹资活动产生现金净流量	444,367.35	1,319,859.69	849,601.65
现金及现金等价物净增加额	20,611.77	370,552.25	84,376.81
财务指标	2006	2007	2008
营业毛利率（%）	35.82	38.50	40.80
所有者权益收益率（%）	18.26	12.69	19.42
EBITDA/营业总收入（%）	26.45	29.88	26.14
速动比率（X）	0.56	0.66	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	-0.82	-0.77	-0.34
经营活动净现金/短期债务（X）	-3.16	-3.01	-1.76
经营活动净现金/利息支出（X）	-16.57	-15.79	-5.26
EBITDA 利息倍数（X）	4.39	4.08	2.81
总债务/EBITDA（X）	4.59	5.01	5.58
资产负债率（%）	75.66	68.62	70.78
总债务/总资本（%）	54.91	48.65	59.07
长期资本化比率（%）	47.41	41.32	53.87

注：公司 2006 年财务数据根据《企业会计准（2006）》进行了追溯调整

附三： 中国保利集团公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008
货币资金	475,209.96	1,257,399.83	1,190,000.00
应收账款净额	105,088.32	57,997.50	-
存货净额	1,397,204.42	3,199,051.78	-
流动资产	2,580,947.39	5,608,773.82	-
长期投资	78,912.64	150,393.47	-
固定资产合计	522,461.10	905,651.09	-
总资产	3,534,416.50	6,826,093.34	8,762,400.00
短期债务	582,879.95	975,666.60	-
长期债务	501,830.74	1,191,013.31	5,628,400.00
总债务（短期债务+长期债务）	1,084,710.68	2,166,679.91	-
总负债	2,278,755.53	4,592,325.44	6,104,500.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,255,660.96	2,233,767.90	2,657,900.00
营业总收入	880,380.06	1,405,036.66	2,343,900.00
三费前利润	227,126.67	363,245.08	-
投资收益	45,150.62	99,805.48	-
净利润	142,038.42	276,721.76	353,900.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	233,782.42	437,336.35	-
经营活动产生现金净流量	-419,056.18	-1,015,532.00	-
投资活动产生现金净流量	59,728.42	-186,769.26	-
筹资活动产生现金净流量	420,521.59	1,989,017.67	-
现金及现金等价物净增加额	60,527.42	782,189.87	-
财务指标	2006	2007	2008
营业毛利率（%）	30.70	35.50	-
所有者权益收益率（%）	12.11	12.75	13.32
EBITDA/营业总收入（%）	26.55	31.13	-
速动比率（X）	0.70	0.73	-
经营活动净现金/总债务（X）	-0.39	-0.47	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.72	-1.04	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-6.92	-9.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.86	4.09	-
总债务/EBITDA（X）	4.64	4.95	-
资产负债率（%）	64.47	67.28	69.66
总债务/总资本（%）	46.35	49.24	-
长期资本化比率（%）	28.55	34.78	-

注：2006-2007 年财务数据采用集团三年连审数据。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 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

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益期末数

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

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

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

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

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

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信评估”）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评估与发行主体构成委托关系外，中诚信评估和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信评估评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信评估依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。
- 4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信评估从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信评估对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于保利房地产（集团）股份有限公司 公司债券2009年跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信评估将在本次债券的存续期内每年进行定期或不定期跟踪评级。

我公司将在本次债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的定期报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，并在中诚信评估公司网站和证券交易所指定网站对外公布。

如发行主体未能及时或拒绝提供相关信息，中诚信评估将根据有关情况进行分析并确认或调整公司主体信用等级或债券等级，必要时可公布信用等级暂时失效，直至发行主体提供相关资料或说明相关情况。