



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪071号

## 保利房地产（集团）股份有限公司：

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已发行的“保利房地产（集团）股份有限公司2008年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AAA，上调本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年六月十五日

## 保利房地产（集团）股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

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
上次评级时间	2011/05/09
上次评级结果	债项级别 <b>AAA</b>
	主体级别 <b>AA<sup>+</sup></b> 评级展望：正面
跟踪评级结果	债项级别 <b>AAA</b>
	主体级别 <b>AAA</b> 评级展望：稳定

### 概况数据

保利地产	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	269.62	320.20	420.64	429.26
总资产（亿元）	898.31	1,523.28	1,950.15	2,036.30
总债务（亿元）	285.11	586.43	681.88	710.05
营业总收入（亿元）	229.87	358.94	470.36	49.20
营业毛利率（%）	36.82	34.12	37.20	47.58
EBITDA（亿元）	54.48	76.30	107.84	—
所有者权益收益率（%）	14.86	17.19	17.51	1.56
资产负债率（%）	69.99	78.98	78.43	78.92
总债务/EBITDA（X）	5.23	7.69	6.32	—
EBITDA 利息倍数（X）	3.75	1.99	2.36	—
中国保利集团	2009	2010	2011	
货币资金（亿元）	338.68	407.82	347.51	
所有者权益（亿元）	422.04	526.90	658.84	
总资产（亿元）	1,412.24	2,384.71	2,934.35	
总债务（亿元）	468.09	975.35	1,123.27	
EBITDA（亿元）	—	—	—	
资产负债率（%）	70.09	77.91	77.55	

注：保利地产 2012 年一季度所有者权益收益率未年化；  
上述所有者权益包含少数股东权益。

### 分析师

田红霞 [hxtian@ccxr.com.cn](mailto:hxtian@ccxr.com.cn)

邵津宏 [jhsiao@ccxr.com.cn](mailto:jhsiao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2012 年 6 月 15 日

### 基本观点

2011年，中国房地产市场调控持续收紧，行业政策环境日趋严峻，中国房地产市场保持小幅增长，但增速呈逐季放缓趋势。在此背景下，保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称为“保利地产”或“公司”）资产和业务规模实现稳定较快增长，销售业绩持续提升，区域布局更加完善；同时较大量的预收账款为2012年业绩提供了有力保证。同时，公司在逆势中资金回笼情况良好，整体负债水平保持稳中有降，财务杠杆控制在合理水平。虽然中国房地产行业受调控政策影响而波动，但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）认为公司凭借较强的规模优势、快速开发快速销售策略和良好的品牌影响力已成为公司独特的竞争优势，能够使其在不利的市场环境中稳定运营，具备很强的抵御风险能力。

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为**AAA**，上调保利地产主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

### 正面

- 综合实力强、品牌影响力大的房地产企业竞争优势明显。2011年房地产市场调控推动了行业进一步整合，行业集中度逐步提升，房地产开发龙头企业凭借跨区域经营、产品多元化以及较高品牌影响力将使得其在调控中处于有利的位置，综合竞争力将得到增强。
- 销售情况保持稳定增长，未来业绩有保障。2011年公司签约金额达到732.42亿元，同比增长10.69%，在较大的销售规模基数上实现了稳定增长。截至2011年12月31日公司预收账款达到709.28亿元，是当年营业总收入的1.51倍，为2012年业绩提升提供了有力保障。
- 把握机遇审慎拓展，可结算资源充足。公司审慎把握市场调控机遇，2011年新进入6个城市，新增项目23个；截至2011年12月31日，公司在建面积超过2,800万平方米，为未来业务规模的持续扩张提供了充足的资源。

- 资本实力雄厚，财务结构稳健性明显提升。截至 2011 年 12 月 31 日，总资产达到 1,950.15 亿元，所有者权益合计 420.64 亿元。同期扣除预收账款后，其他负债占总资产的比例为 42.06%，同比下降 3.08 个百分点；总资本化比率为 61.85%，同比下降 2.83 个百分点。
- 保利集团作为直接隶属于国资委的大型央企具有很强的综合竞争力，房地产业务发展势头良好，资源开发业务初具规模，贸易主业居全国领先地位，同时集团运用多种融资渠道解决资金需求，融资渠道畅通。作为担保主体保利集团能够为本次债券的偿还提供有力的保障。

## 关 注

- 作为政策导向性突出的行业，需要注意政策波动对房地产市场的影响。从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场一改过去十多年高成长的趋势性增长格局，正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。行业投机和投资性需求得到显著抑制，对于房地产企业综合运营实力提出了更高的要求。
- 在行业景气度下滑，且当前调控政策尚未放松的环境下，关注公司面临销售增速受政策影响下降和融资难度加大而带来一定的流动性压力。

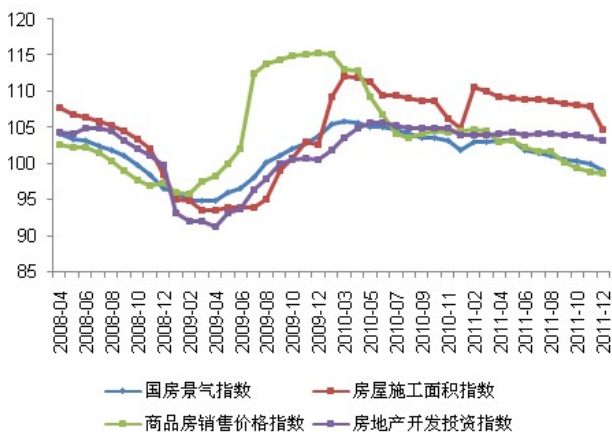
## 行业关注

更为严厉的“新国八条”调控政策的出台和限购、限价政策的持续加快了房地产市场的回调力度，房地产投资和销售增速明显放缓，行业景气度下滑

2011 年以来，国务院出台了更为严厉的“新国八条”调控政策，包括各地政府第一季度要公布房价控制目标；住房不足 5 年转手按销售款全额征税；二套房首付款比例提至 60%；暂停省会城市居民购第三套房；未完成调控目标政府将被问责等。同时，国务院明确要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。随着后续“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，调控政策达到史上最严水平，调控效果逐步显现。

从全年的情况看，在调控政策的影响下，国房景气指数全年持续走低，但仍保持在 100 点以上的景气区间内。4 月份政策出台后，房价涨幅趋缓，商品房销售价格指数逐月回落，12 月国房景气指数创下 29 个月新低，仅为 98.89，低于 2008 年 10 月全球金融危机时候的 99.68 的数值。

图 1：2008 年 4 月以来中国部分国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

成交量方面，2011 年全国商品房实现销售面积和销售额分别为 10.99 亿平方米和 5.91 万亿元，分别较上年增长 4.9%和 12.1%，增速较上年降低 5.7 和 6.8 个百分点，国家控制物价总水平，遏制房价过快上涨的政策持续降低了房地产市场成交量的增速。在调控政策频出的背景下，主要城市的成交

量普遍下滑，占全国市场的比重也明显下降，与之相对应的，是三四线城市成交量的增长，但三四线城市在四季度销售面积增速显著下降，并出现负增长。从区域分布来看，经济较为发达的东部区域成交面积增长减速的情况最为明显，而中部和西部区域受影响则相对较小。

表 1：2011 年中国分地区商品房销售增长情况

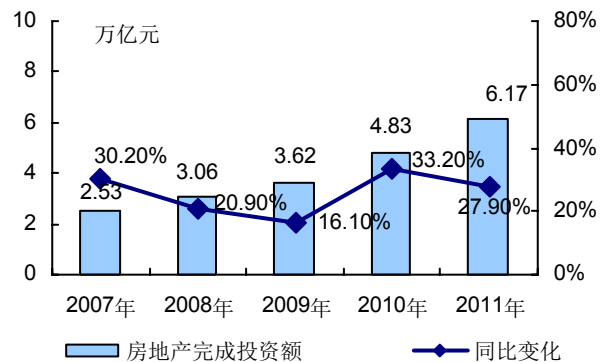
地区	商品房销售面积		商品房销售额	
	绝对数 (万 m <sup>2</sup> )	同比增长 (%)	绝对数 (亿元)	同比增长 (%)
全国总计	109,946	4.9	59,119	12.1
东部地区	51,052	0.1	34,628	3.8
中部地区	29,312	11.3	11,895	29.4
西部地区	29,581	8.0	12,596	23.9

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房价水平看，全国商品房销售额增速高于销售面积增长，表明 2011 年全国房价整体水平仍有一定幅度上涨，但按季度看，则显现调控政策效应逐渐凸显。其中一、二线城市 2011 年商品房价格并未出现明显增长，三、四线城市房价则仍有所上涨。从地区来看，东部地区的销售面积增速明显低于中、西部地区，显示城市化和刚性需求推动的中、西部地区受调控的影响弱于东部地区。

从投资和新开工情况看，2011 年中国房地产开发投资增速达 27.9%，增速比上年回落 5.3 个百分点。同时，2011 年市场新开工面积 19.01 亿平方米，同比增长 16.2%，增速比上年大幅回落 24.4 个百分点。由于 2009 年和 2010 年的新开工面积较大，房屋竣工面积增长进入高速增长期。2011 年房地产开发投资增速和新开工面积增速的回落显示出行业景气度不断下行，房地产企业扩大投资的信心不足，行业未来两年的新房供应可能存在风险。

图 2：2007~2011 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

土地市场方面，随着房地产调控的推进，楼市成交持续低迷，土地市场也随之降温。2011年全国房地产企业购置土地面积4.10亿平方米，较上年增长2.6%，土地成交价款8,049亿元，同比下降1.9%。从土地溢价来看，2010年以来，全国130个城市住宅用地月度土地平均溢价率处于振荡下调趋势。而土地流拍现象也时有出现。2012年2月，全国300个城市土地平均溢价率为1%，与1月份2%的土地平均溢价率持平，较去年同期减少15个百分点。我们认为，作为房地产投资的先行指标，土地溢价率在2011年4季度以来正逐步趋近见底，流拍率有所上升，意味着土地资产的市场更趋理性。

### 2011年货币政策转向导致市场流动性趋紧，房地产开发企业的融资难度加大，但行业长期看好，行业整合进一步提高行业集中度

2011年以来，我国政府将稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。货币政策在稳健的基调下，从前三季度的实质偏紧到第四季度定向宽松，共进行了三次利率上调、六次存准率上调和一次存准率下调，整体市场流动性得到收缩。受此影响，2011年我国房地产开发企业融资能力弱化，对外融资规模下降。据国家统计局统计，2011年，房地产开发企业本年资金来源累计83,246亿元，比上年增长14.1%，增速比上年回落12.1个百分点。其中，国内贷款12,564亿元，与2010年持平；利用外资814亿元，增长2.9%；自筹资金34,093亿元，增长28.0%；其他资金35,775亿元，增长8.6%。在其他资金中，定金及预收款21,610亿元，增长12.1%；个人按揭贷款8,360亿元，下降12.2%。从资金来源结构来看，2009~2011年房地产开发企业自筹资金占比分别为31.05%、36.52%和40.96%，占比提升较为明显，表明银行贷款的紧缩促使房地产企业开始主动降低杠杆水平。

表 2：2009~2011 年房地产开发企业资金来源情况

	2010	2011
资金来源合计（亿元）	72,494.00	83,245.94
增速	25.4%	14.10%
其中：自筹资金（亿元）	26,705.00	34,093.40
占比	36.84%	40.96%
增速	48.8%	28.00%
国内贷款（亿元）	12,540.00	12,563.79
占比	17.30%	15.09%
增速	10.3%	0.00
利用外资（亿元）	796.00	813.63
占比	1.10%	0.98%
增速	66.0%	2.90%
其他来源（亿元）	32,454.00	35,775.12
占比	44.77%	42.98%
增速	15.9%	8.60%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

市场自身的发展加上持续的行业调控，使得我国房地产行业的集中度迅速提升，新的行业格局正逐步形成。2011年1~11月，我国房地产行业共发生并购案例100起，并购金额达到307.4亿元。而2010年并购案例84起，并购金额仅为168.72亿元。我们认为房地产行业集中度的持续提升会是长期性趋势。

在政策方面，2011年1月末更为严厉的房地产调控政策“新国八条”出台，二套房首付比例进一步提高至60%。随后各地方落实“新国八条”的严厉的限购政策细则出台。我们认为，限购政策的出台和严格执行将极大抑制房地产市场的投资投机性购房需求，市场短期内可能会出现成交迅速放缓的态势。未来，该政策导致的成交量和价格的下跌幅度将取决于限购政策执行期限、力度和具体措施的调整。

表 3：2010 年 1 月以来我国出台的主要房地产政策

生效时间	政策文件名称	主要内容
2010.03	《政府工作报告》	大规模实施保障性安居工程，继续支持居民自住性住房消费，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应。
2010.03	《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	竞买保证金不得低于出让最低价的 20%，土地出让成交后必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余额最迟付款时间不得超过 1 年。
2011.01	新“国八条”	二套房首付款比例不低于 60%、贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍、地方政府问责、调整个税和加强土地增值税、普遍实施限购令等。
2011.02	“限购令”全面实施	全国主要城市均出台了限购政策细则。
2011.07 至今	“限购令”进一步深化	房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施，截至 2011 年 10 月中旬已有 45 个城市出台。

资料来源：中诚信证评整理

中诚信证评认为，从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场一改过去十多年高成长的发展趋势性增长格局，正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部，行业投机和投资性需求得到显著抑制。在经历本轮调整后，行业未来将呈现逐步复苏、稳步增长的发展态势。而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显。同时，在城市化进程加快、经济增长、居民住房需求增长等因素的推动下，中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持。

## 业务运营

2011 年，公司营业总收入达到 470.36 亿元，同比增长 31.04%，房地产开发业务占总收入的比例为 95.95%，主营业务占比稳定。

### 结算面积和结算均价双双提升，销售业绩稳定增长，而大量预收款保证了未来一年业绩

项目运营方面，2011 年公司房地产业务运营规模持续扩大，全年新开工面积达到 1,503 万平方米，同比增长 50.27%；竣工面积 565 万平方米，同比增长 23.17%。截至 2011 年 12 月 31 日，公司共有拟建在建项目 159 个，在建面积超过 2,800 万平方米。公司在

市场调控中把握机遇，审慎拓展具有成本优势的土地资源，为公司可持续增长奠定基础。

表 4：公司 2010~2011 年运营情况

单位：万平方米、亿元

	2010	同比增长	2011	同比增长
新开工面积	1,000	77.30%	1503	50.27%
竣工面积	458	21.49%	565	23.17%
签约面积	688.39	30.7%	650.29	-5.54%
签约金额	661.68	52.5%	732.42	10.69%
结算面积	440.17	60.15%	550.88	25.15%
结算金额	347.01	55.31%	451.32	30.06%

资料来源：公司定期报告

销售方面，公司以中小户型普通住宅迎合市场，实现了销售业绩的增长。2011 年公司商品房中住宅占比达到 78%，其中 144 平方米以下的普通住宅成交套数占比高达 90%。2011 年公司房地产签约面积为 650.29 万平方米，同比下降 5.54%，但受益于商业地产销售额的增加弥补了销售面积的下降，全年签约金额达到 732.42 亿元，同比增长 10.69%。截至 2011 年 12 月 31 日，公司预收账款达到 709.28 亿元，是当年营业总收入的 1.51 倍，为 2012 年业绩提升提供了有力保障。2012 年一季度，公司实现房地产签约面积和签约金额分别为 143.89 万平方米和 148.66 亿元，同比增长 8.98% 和 6.07%。

表 5：2009~2011 年公司销售情况

单位：万平方米、亿元

	2009	2010	2011	
保利地产	签约面积	526.69	688.39	650.29
	签约金额	433.82	661.68	732.42

资料来源：中诚信资讯，公司定期报告

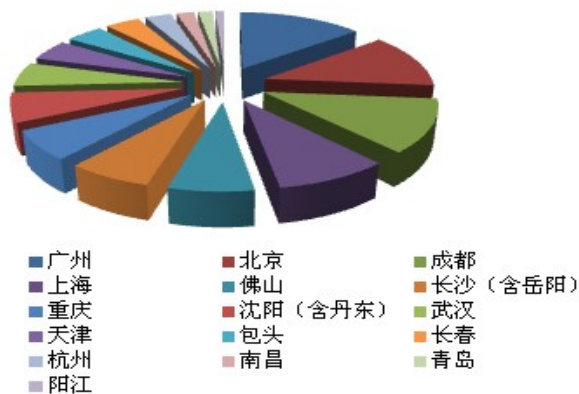
结算方面，2011 年公司实现房地产结算面积 550.88 万平方米，结算收入 451.32 亿元，同比分别增长 25.15% 和 30.06%，结算均价<sup>1</sup>为 8,192.664 元/平方米，高于 2010 年 7,883.54 元/平方米的结算水平。公司结算价格的提升主要受益于 2010 年以来的回暖行情以及公司项目区位优势及开发价值的不断提升。

区域分布方面，公司规模化经营效益显现，已进驻城市的市场份额提升。2011 年，公司已覆盖国内 39 个大中型城市，已进驻城市的市场占有率达到 4.7%。2011 年公司营业收入来源主要来自 16 个城

<sup>1</sup> 结算均价=结算金额/结算面积

市，其中广州的销售额首次突破百亿元，在成都、佛山、北京、上海、天津等5个城市的销售额均超过50亿元。2011年二三线城市收入占比合计67.14%，较上年提升13.15个百分点。随着二三线城市需求的增加，公司向二三线城市辐射的区域布局可有效化解公司销售的区域集中度风险，充分发挥规模经营优势，同时抓住市场重心提升销售业绩。

图3：2011年公司营业收入地区分布



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

商业地产发展方面，2011年公司加大了商业地产的经营力度，实现商业物业销售签约额逾150亿元；同时公司商业物业经营初具规模，全年共实现物业租赁、展览服务、商场和酒店经营等收入超过8亿元。公司已拥有广州保利中心、广州保利中环广场、佛山保利水城、佛山保利洲际酒店、成都保利皇冠酒店、广州保利世贸中心等大型商业体投入运营，实际运营面积超50万平方米，为实现其住宅开发与商业地产运营相互驱动奠定了较好的基础。

### 可结算资源充足，新增土地储备支撑公司规模持续扩张，未来支付压力可控

2011年，公司坚持等量拓展原则，进一步完善区域布局，适时补充公司发展所必须的项目资源。2011年新进入合肥、郑州、石家庄、慈溪、德阳、通化等6个城市，新项目拓展23个，新增规划容积率面积933万平方米，达到当年签约面积的1.43倍。我们认为由于主要城市的土地出让底价尚未出现明显回调，公司谨慎拿地、保有现金的策略较为理性，同时，公司目前土地储备总量充足，为未来业务规模的持续扩张提供了充足的资源。

表6：2011年公司土地储备情况

单位：万平方米			
指标	2009	2010	2011
按权益计新增土地储备	1338	1441	677
新增项目(个)	38	45	23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从投资区域分布来看，公司加大了在二三线重点城市的投资力度，完成所有沿海一线城市的布局，强化了珠三角和长三角的战略布点，逐步实现以现有中心城市为中心全面辐射周边经济发达二、三线城市，打造城市群布局。

2011年公司新增土地储备项目楼面均价约为2,582元/平方米，低于2010年3,108元/平方米的价格水平；新增土地储备总价款共计240.9亿元。截至2011年12月31日，公司未付地价款111.04亿元，加上建安工程合同未支付款项等，未支付的约定资本项目支出共计396.25亿元，其中需要一年内支付的为301.23亿元。若整体销售环境和融资环境出现大幅下降，公司将面临一定的支付压力，但考虑到账面181.53亿元的货币资金，支付压力尚在可控范围之内。

总体看，2011年市场流动性持续紧缩，房地产企业销售和融资困难加大，提升了公司准确把握经营节奏、实现持续快速发展的难度。但公司坚持以普通住宅开发为主的经营策略，提高中小型比例和产品性价比，并坚持快速周转策略，加快资金回笼，在结算资源充足的背景下，公司2011年销售业绩实现了稳定增长，同时预收款以及2012年一季度稳定的销售情况较好保障了2012年的业绩。此外，商业地产的持续投入也为其实现住宅开发与商业地产运营相互驱动奠定了较好基础，使公司能够较好抵御不利经济环境的影响，进一步降低其信用风险和经营风险。

### 财务分析

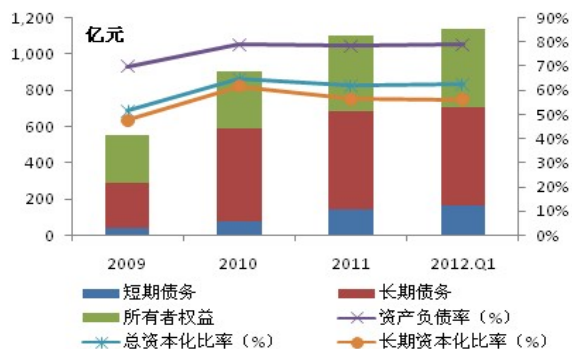
下列财务分析主要基于保利地产提供的经大信会计师事务所有限公司出具标准无保留意见的2009~2011年度审计报告以及未经审计的2012年一季度财务报告。其中2009年数据采用2010年财务报告年初数,2010~2011年数据采用当年财务报告年末数。

## 资本结构

随着业务规模的扩大，公司总资产规模实现了较快增长，2011年公司加大项目投入和项目扩展使其存货增加了422.09亿元，同比增长38.41%。截至2011年12月31日，公司总资产达到1,950.15亿元，同比增长28.02%，所有者权益合计420.64亿元，同比增长31.37%。

2011年以来公司实现快速销售，资金回笼情况较好，加之扩张速度有所减缓，同期负债比率下降，截至2011年12月31日，公司负债总额1,529.50亿元，资产负债率78.43%，同比下降0.55个百分点；扣除预收账款后，其他负债占总资产的比例为42.06%，同比下降3.08个百分点；总资本化比率为61.85%，同比下降2.83个百分点，公司整体财务结构稳健性明显提升。同行业上市公司比较，公司具备很强的资产规模优势，负债水平控制合理，抵御风险能力很强。

图4：2009~2012.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表7：2011年房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	扣除预收账款的资产负债率 (%)
万科A	2962.08	77.10	63.36
<b>保利地产</b>	<b>1950.15</b>	<b>78.43</b>	<b>66.10</b>
金地集团	905.00	71.11	61.15
招商地产	796.66	69.53	61.33
首开股份	617.92	79.36	75.15
金融街	597.22	69.03	59.88
金科股份	373.53	85.51	78.26
新湖中宝	353.08	67.85	66.28

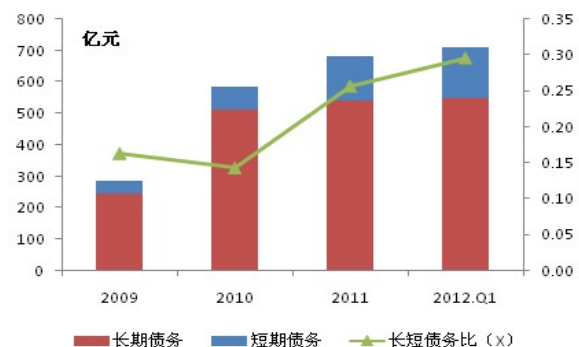
注：扣除预收账款的资产负债率=（负债总额-预收账款）/（资产总额-预收账款）

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务结构方面，截至2011年12月31日，公司总债务为681.88亿元，同比增长18.28%，债务规模增

速较上年显著降低。其中长期债务542.62亿元，短期债务为139.25亿元，受信贷紧缩、房地产行业融资环境日趋严峻的影响，公司进一步拓宽融资渠道，短期债务规模有所上升，且长短期债务比近期呈现上升趋势。但公司总债务中长期债务占比近80%，债务期限结构合理，短期偿债压力较小，有利于其项目持续稳定运营。

图5：2009~2012.Q1年公司债务结构分析



注：长短债务比=短期债务/长期债务

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模领先，债务期限结构合理，整体资本结构稳健。2012年，受调控政策影响，公司仍将坚持适度经营、审慎拓展原则，合理控制规模，防范财务和经营风险，预计公司未来负债水平将平稳下行。

## 流动性

从流动资产来看，截至2011年12月31日，公司流动资产占比达96.40%，流动资产的主要构成部分存货余额、货币资金和预付款项分别占流动资产的80.91%、9.66%和6.67%，其中存货占比较上年上升了5.98个百分点，货币资金占比则下降了3.40个百分点。

表8：2009~2011年公司流动资产结构分析

	2009	2010	2011
流动资产/总资产	98.52%	96.29%	96.40%
货币/流动资产	17.21%	13.06%	9.66%
存货/流动资产	67.91%	74.93%	80.91%
预付款项/流动资产	13.82%	9.12%	6.67%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，尽管2011年公司的新增开发项目较上年有所回落，但受销售增速下降的影响，使得截至2011年12月31日公司存货金额较上年同比增长38.41%至1,521.07亿元。其中开发成本和开发产品占比分别为96.18%和3.79%。2011年公司存货

周转率 0.23 次，总资产周转率为 0.27 次，存货的增加使周转速度同比有所降低。

**表 9：2011 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	货币 资金	经营性净 现金流
万科 A	0.25	0.28	342.40	33.89
<b>保利地产</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>181.53</b>	<b>-79.22</b>
招商地产	0.16	0.22	144.84	-21.12
首开股份	0.12	0.17	110.26	-58.71
金融街	0.18	0.17	92.34	-22.25
世茂股份	0.27	0.19	50.15	-17.49
中粮地产	0.18	0.21	39.46	-24.13

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评研究

由于近几年公司规模扩张迅速，房地产开发投资力度较大，其经营活动现金流始终为净流出。2011 年，伴随公司销售和回笼资金的快速增长以及更为审慎的拓展策略，经营性净现金流出额已显著收窄至 79.22 亿元。截至 2011 年 12 月 31 日，公司货币资金余额 181.53 亿元，同比减少了 5.22%；短期债务 139.25 亿元，同比增长了 89.68%；公司尚有未支付的约定资本项目支出共计 396.25 亿元，其中需要一年内支付的为 301.23 亿元。尽管 2011 年短期债务增速较快，使得部分流动性指标值有所下降，但整体上公司所持有的现金依然对短期债务提供了较好保障，同期货币资金对短期债务的覆盖程度为 1.30 倍。但若整体销售环境和融资环境继续下降，将对公司的财务流动性和融资能力形成挑战。

**表 10：2009~2011 年公司部分流动性指标**

	2009	2010	2011
经营净现金流/短期债务	-0.29	-3.05	-0.57
货币资金/短期债务	3.81	2.61	1.30

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 盈利能力

近年来公司营业收入持续较快增长，2011 年公司营业总收入达到 470.36 亿元，同比增长 31.04%。此外，公司当年预收账款达到 709.28 亿元，同比增长 37.61%，占当年营业总收入的 150.79%，为公司 2012 年业绩提升提供了有力保障。

**表 11：2010~2011 年公司预收账款分析**

	2010	2011	同比变化
营业总收入(亿元)	358.94	470.36	31.04%
预收账款(亿元)	515.44	709.28	37.61
预收账款/营业总收入	143.60%	150.79%	增加 7.19 个百分点

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2011 年公司营业毛利率为 37.20%，较上年同期增加了 3.08 个百分点。这主要由于 2009 年上半年的低价楼盘逐步结算完毕，公司毛利率回归至行业正常水平。

期间费用方面，公司实行严格的费用预算管理，但随着市场景气度的下滑和市场调整的进行，公司进一步加大销售和管理投入。虽然公司销售费用和管理费用较上年显著增加，但三费占销售收入的比重仅为 5.09%，属行业较低水平，公司费用控制优势显著。

**表 12：2009~2011 年公司三费分析**

	单位：亿元		
	2009	2010	2011
销售费用	5.91	8.03	12.53
管理费用	4.57	5.73	7.50
财务费用	-0.66	-1.02	3.90
三费合计	9.81	12.73	23.93
营业总收入	229.87	358.94	470.36
三费收入占比(%)	4.27%	3.55%	5.09%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利方面，公司利润随收入规模的扩大快速增长，2011 年公司实现利润总额 100.74 亿元，同比增长 36.05%；净利润 73.67 亿元，同比增长 33.82%，保持平稳增长势头。

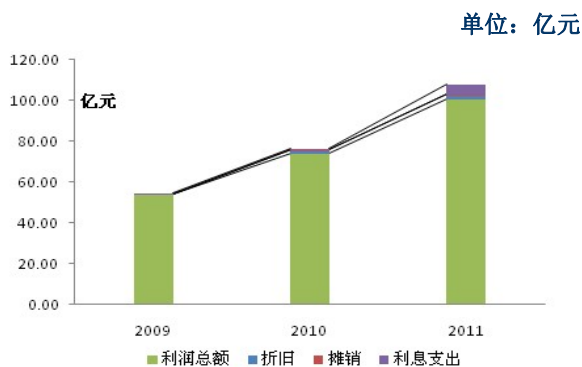
总体来看，公司收入和利润增长均处于较好水平，且盈利能力很强。由于房地产行业项目竣工结算确认收入的滞后效应，目前公司较大的预收账款规模为 2012 年业绩的增长提供了有力支撑。

## 偿债能力

随着经营规模的扩大，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务为 681.88 亿元，较上年末增加了 16.28%。其中短期债务 139.25 亿元，同比增长了 89.68%；长期债务同比增加了 5.77%，但长期债务占总债务的比例高达 79.58%，债务期限结构仍处于较好水平。

资金获取方面，截止 2011 年 12 月 31 日，公司 EBITDA 为 107.84 亿元，较上年提高了 41.34%，增速较 2010 年增加 1.31 个百分点。主要受利润总额增加的影响，公司的资金获取能力依然很强。同期总债务/EBITDA 为 6.32，EBITDA 利息倍数 2.36，债务规模增速显著降低，EBITDA 对债务的保障能力有所增强。

表 6: 2009~2011 年公司 EBITDA 分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 13: 2009~2011 年公司部分财务指标

指标	2009	2010	2011
总债务/EBITDA	5.23	7.69	6.32
EBITDA 利息倍数	3.75	1.99	2.36
资产负债率(%)	69.99	78.98	78.43
总资本化率(%)	51.40	64.68	61.85
长期资本化率(%)	47.62	61.57	56.33
经营活动净现金流/总债务	-0.04	-0.38	-0.12

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从未来的债务偿还分布来看, 公司长期债务偿还压力主要集中在 2013 和 2014 年, 分别需偿还 285.74 亿元、160.31 亿元到期债务。同时, 本次 43 亿元公司债券将于 2013 年到期, 债务的集中偿还可能给公司带来流动性压力。

表 14: 公司长期债务到期分布

单位: 亿元

	2013	2014	2015-2016	2017 及以后
偿还金额	285.74	160.31	22.67	31.08

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司对外担保情况余额为 8.48 亿元; 2011 年, 公司为下属子公司担保发生额 50.30 亿元, 担保余额为 495.29 亿元, 当年担保总额占公司净资产的比重为 142.88%, 我们将继续关注公司或有负债风险。

总体来看, 2011 年公司的各项财务指标表现稳健, 综合财务实力很强, 偿债能力极强。未来若整体销售环境和融资环境继续下降, 将对公司融资及偿债能力形成一定挑战。

## 担保实力

保利集团作为直接隶属于国资委的大型央企具有很强的综合竞争力, 房地产业务发展势头良

好, 资源开发业务初具规模, 贸易主业居全国领先地位, 同时集团运用多种融资渠道解决资金需求, 融资渠道畅通。中诚信证评认为集团整体实力通过内涵式增长和外延式扩张稳步提升, 能够为本次债券的偿还提供较为有力的保障。

资本结构方面, 随着房地产业务规模的持续扩张, 集团资产规模实现稳定增长。截至 2011 年 12 月 31 日, 集团总资产达到 2,934.35 亿元, 同比增长 23.05%, 所有者权益达到 658.84 亿元, 同比增长 25.04%。伴随着业务扩张, 集团债务融资规模增大, 但总体债务水平有所下降, 截至 2011 年 12 月 31 日, 集团总负债达到 2,275.51 亿元, 总债务 1,123.27 亿元; 资产负债率 77.55%, 同比下降 0.36 个百分点, 总资本化比率 63.03%, 同比下降 1.90 个百分点。

流动性方面, 集团资产依然以流动资产为主, 2011 年其流动资产占比为 91.94%。由于业务规模的扩大, 集团存货继续增加, 2011 年 12 月 31 日集团存货净额达到 2,032.03 亿元, 同比增长 37.24%, 占流动资产比例达到 75.32%, 同比增加 7.84 个百分点。由于集团主营业务快速发展, 前期投入加大, 集团经营活动现金净流出增加, 2011 年集团经营活动净流出 157.11 亿元。集团相应增加了筹资力度, 2011 年集团筹资活动现金净流入 106.11 亿元。

盈利能力方面, 伴随着业务规模的扩大, 集团收入规模较快提升, 2011 年集团营业总收入达到 687.96 亿元, 同比增长 34.51%; 净利润 105.54 亿元, 同比增长 35.97%。集团盈利水平不断提升, 盈利能力不断增强。

表 15: 2009~2011 年公司部分财务指标

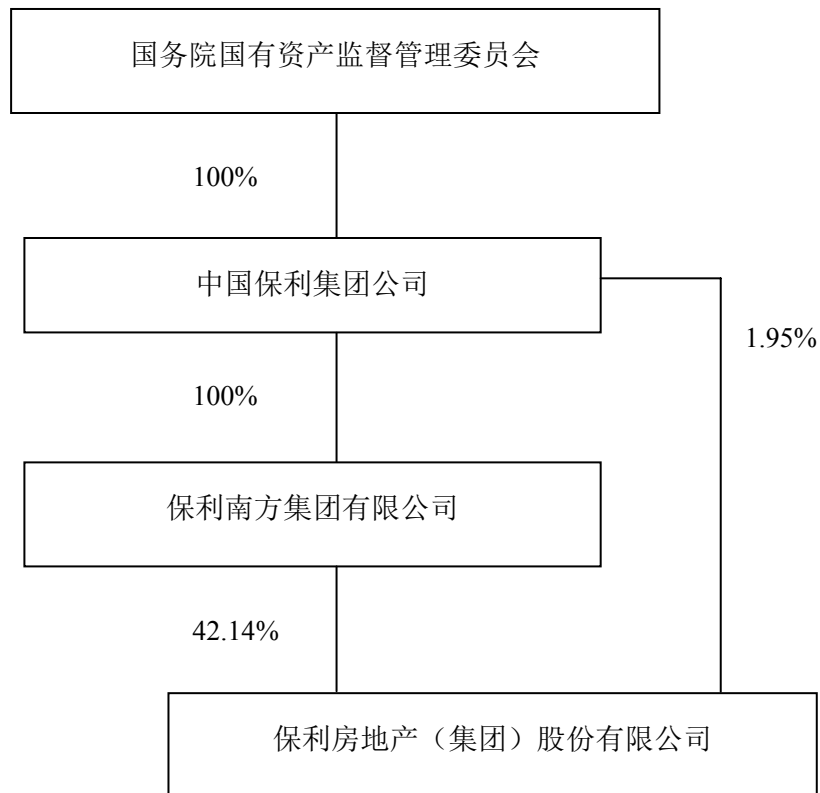
指标	2009	2010	2011
资产负债率(%)	70.09	77.91	77.55
总资本化率(%)	52.59	64.93	63.03
长期资本化率(%)	45.33	58.33	55.37
经营活动净现金流	-15.70	-384.97	-157.11
经营活动净现金流/总债务	-0.04	-0.39	-0.14

资料来源: 集团定期报告, 中诚信证评整理

## 结论

综上, 中诚信证评维持本次债券信用等级为 AAA, 上调公司主体评级至 AAA, 评级展望稳定。

附一：保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2011 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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	1,522,791.20	1,915,144.55	1,815,261.57	1,778,757.01
预收账款	2,983,043.30	5,154,432.85	7,092,822.63	7,726,401.41
存货净额	6,009,891.97	10,989,814.22	15,210,744.39	16,333,395.73
流动资产	8,850,416.12	14,667,165.67	18,799,138.75	19,666,048.86
长期投资	24,645.94	93,695.93	98,658.14	98,379.94
固定资产合计	101,360.27	456,254.76	574,100.71	191,441.57
总资产	8,983,072.39	15,232,797.26	19,501,456.53	20,362,957.75
短期债务	399,911.48	734,156.01	1,392,543.07	1,620,117.26
长期债务	2,451,166.45	5,130,116.47	5,426,219.85	5,480,352.54
总债务（短期债务+长期债务）	2,851,077.93	5,864,272.48	6,818,762.92	7,100,469.80
总负债	6,286,917.51	12,030,764.18	15,295,015.55	16,070,404.99
所有者权益（含少数股东权益）	2,696,154.88	3,202,033.08	4,206,440.98	4,292,552.76
营业总收入	2,298,660.76	3,589,411.76	4,703,622.22	491,974.38
三费前利润	592,612.47	866,442.32	1,242,604.14	162,782.08
投资收益	163.29	4,200.21	-1,818.82	-278.20
净利润	400,772.72	550,527.81	736,720.05	66,972.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	544,845.52	762,968.69	1,078,382.49	—
经营活动产生现金净流量	-114,479.12	-2,236,989.59	-792,190.75	-329,927.65
投资活动产生现金净流量	-40,291.05	-185,734.88	-44,784.60	15,032.25
筹资活动产生现金净流量	1,130,585.45	2,813,264.72	739,342.20	278,453.43
现金及现金等价物净增加额	975,815.14	390,353.36	-97,882.99	-36,504.56
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	36.82	34.12	37.20	47.58
所有者权益收益率（%）	14.86	17.19	17.51	1.56
EBITDA/营业总收入（%）	23.70	21.26	22.93	—
速动比率（X）	0.74	0.53	0.36	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	-0.38	-0.12	-0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.29	-3.05	-0.57	-0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.79	-5.84	-16.47	—
EBITDA 利息倍数（X）	3.75	1.99	2.36	—
总债务/EBITDA（X）	5.23	7.69	6.32	—
资产负债率（%）	69.99	78.98	78.43	78.92
总债务/总资本（%）	51.40	64.68	61.85	62.32
长期资本化比率（%）	47.62	61.57	56.33	56.08

注：2012 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务（X）、经营活动净现金/短期债务（X）数据未年化。

**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)	2009	2010	2011
货币资金	3,386,753.84	4,078,152.13	3,475,124.7
应收账款净额	102,941.99	145,892.09	225,163.7
存货净额	7,578,052.61	14,806,466.38	20,320,287.9
流动资产	13,075,213.69	21,943,220.71	26,978,327.1
长期投资	203,362.58	299,060.70	297,565.3
固定资产合计	648,022.00	1,263,081.25	—
总资产	14,122,436.42	23,847,062.06	29,343,493.7
短期债务	1,181,627.62	2,378,125.24	3,059,229.5
长期债务	3,499,258.27	7,375,376.25	8,173,432.0
总债务(短期债务+长期债务)	4,680,885.89	9,753,501.49	11,232,661.5
总负债	9,898,410.47	18,578,105.49	22,755,091.9
所有者权益(含少数股东权益)	4,220,428.36	5,268,956.56	6,588,401.8
营业总收入	3,454,443.85	5,114,398.58	6,879,579.2
三费前利润	816,854.57	1,293,752.28	—
投资收益	36,978.57	110,418.93	136,222.6
净利润	496,678.46	776,209.48	1,055,421.1
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	—	1,130,321.16	—
经营活动产生现金净流量	-156,951.25	-3,849,663.85	-1,571,081.1
投资活动产生现金净流量	-98,927.12	-259,618.73	-99,068.3
筹资活动产生现金净流量	2,294,531.19	4,795,047.60	1,061,122.0
现金及现金等价物净增加额	2,038,116.47	684,570.89	-613,337.6
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	32.90	33.93	36.18
所有者权益收益率(%)	11.77	14.73	16.02
EBITDA/营业总收入(%)	—	—	—
速动比率(X)	—	—	—
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	-0.39	-0.14
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.13	-1.62	-0.51
经营活动净现金/利息支出(X)	—	—	—
EBITDA 利息倍数(X)	—	—	—
总债务/EBITDA(X)	—	—	—
资产负债率(%)	70.09	77.91	77.55
总债务/总资本(%)	52.59	64.93	63.03
长期资本化比率(%)	45.33	58.33	55.37

**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

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益合计

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，中诚信证评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发行主体构成委托关系外，中诚信证评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、中诚信证评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证评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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、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。