



跟踪评级公告

大公报 SD【2016】254 号

大公国际资信评估有限公司通过对保利房地产（集团）股份有限公司及“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”的信用状况进行跟踪评级，确定保利房地产（集团）股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月十四日



保利房地产(集团)股份有限公司

主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】254 号

主体信用

 跟踪评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

 上次评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
15 保利 01	30	5 (3+2)	AAA	AAA
15 保利 02	20	7 (5+2)	AAA	AAA
16 保利 01	25	5 (3+2)	AAA	AAA
16 保利 02	25	7 (5+2)	AAA	AAA
16 保利 03	20	5 (3+2)	AAA	AAA
16 保利 04	30	10	AAA	AAA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	4,210	4,038	3,658	3,139
所有者权益	993	971	809	692
营业收入	189	1,234	1,091	924
利润总额	36.69	229.01	190.32	161.02
经营性净现金流	24.83	177.85	-104.58	-97.54
资产负债率(%)	76.40	75.95	77.89	77.97
债务资本比率(%)	56.33	55.65	60.95	58.90
毛利率(%)	40.38	33.20	32.03	32.16
总资产报酬率(%)	1.04	6.22	5.63	5.46
净资产收益率(%)	2.51	17.32	17.60	17.16
经营性净现金流/利息保障倍数(倍)	1.35	2.16	-1.20	-1.49
经营性净现金流/总负债(%)	0.79	6.01	-3.95	-4.42

注：2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：郑孝君

评级小组成员：孙瑞

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

保利房地产(集团)股份有限公司(以下简称“保利地产”或“公司”)主要从事房地产开发等业务。评级结果反映了公司是我国房地产行业龙头企业之一、仍具有很高的品牌知名度和竞争实力,规模优势明显,土地储备充足,盈利能力较好,仍能够得到股东资金支持以及融资能力很强等有利因素;同时也反映了房地产行业中长期需求仍面临结构性调整,公司债务规模仍较大以及仍有一定资金支出压力等不利因素。

综合分析,大公对公司“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”信用等级维持 AAA,主体信用等级维持 AAA,评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司是我国房地产行业龙头企业之一,品牌知名度很高,2015 年以来签约销售金额保持增长,规模优势明显,仍具有很强的竞争力;
- 公司土地储备持续增长,获取成本较低,区域布局较完善;
- 公司稳步推进养老地产、房地产金融等房地产相关产业,有利于形成协同效应,增强综合竞争力;
- 2015 年以来,公司收入及利润稳定增长,盈利能力较稳定并保持在较高水平;
- 公司仍能够得到股东资金支持,同时拥有丰富的融资渠道,融资能力很强。

不利因素

- 房地产行业是我国重要的支柱与民生产业,近期受宏观政策调控影响,行业虽现回暖迹象,但中长期需求仍面临结构性调整;
- 2015 年以来,公司资产负债率保持在较高水平,有息债务规模仍较大,同时在建拟建项目较多,仍将保持较大投资量,有一定资金支出压力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的保利房地产（集团）股份有限公司存续债券信用评级跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司前身是成立于1992年9月的广州保利房地产开发公司，是由中国保利集团公司（以下简称“保利集团”）全资子公司保利南方集团有限公司（以下简称“保利南方”）出资设立；2002年，经中国国家经济贸易委员会以国经贸企改【2002】616号文批准，由保利南方作为主发起人，联合广东华美国际投资集团有限公司和张克强等16位自然人，公司改制为股份有限公司，名称变更为“保利房地产股份有限公司”；2006年3月，公司更名为现名。2006年7月，公司在上海证券交易所上市（代码600048）。经过多次增资扩股，截至2016年3月末，公司注册资本为107.57亿元，保利南方持有公司41.94%的股权，保利集团直接持有公司1.98%的股权。由于保利南方为保利集团全资子公司，因此保利集团是公司实际控制人，公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。2015年3月17日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过100亿元（含100亿元），本次非公开发行的对象为包括公司实际控制人保利集团在内的不超过十家特定对象；2016年1月13日，本次非公开发行股票申请已通过中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批复。

公司拥有国家一级房地产开发资质，截至2016年3月末，公司已完成以广州、北京、上海、武汉、成都为中心，覆盖全国61个主流城市的全面化战略布局，并新进入悉尼、墨尔本和伦敦等海外城市。2016年，公司获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选“2016中国房地产百强企业”第二名。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15保利01	30亿元	2015.12.11~2020.12.11	补充流动资金	已按募集资金要求使用
15保利02	20亿元	2015.12.11~2022.12.11	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16保利01	25亿元	2016.01.15~2021.01.15	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16保利02	25亿元	2016.01.15~2023.01.15	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16保利03	20亿元	2016.02.25~2021.02.25	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16保利04	30亿元	2016.02.25~2026.02.25	补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2015年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

2015年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015年，我国实现国内生产总值676,708亿元，同比增长6.9%，增速同比下降0.4个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016年一季度，我国实现国内生产总值158,526亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.3个百分点。分产业看，第一产业增加值8,803亿元，比上年增长2.9%；第二产业增加值59,510亿元，比上年增长5.8%；第三产业增加值90,214亿元，比上年增长7.6%，占国内生产总值的比重为56.9%，比上年提高2.0个百分点，高于第二产业19.4个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2016年3月，中国制造业PMI终值为50.2%，比上月回升1.2个百分点，重回临界点以上，制造业进入扩张区间。总的来看，2015年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济预期的预期，普遍下调了0.2到0.3个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体处于温和复苏进程。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧，全球贸易增长延续今年以来的低迷走势；在金融市场方面，2015年12月17日，美联储宣布加息25个基点到0.25%~0.50%的水平，此次加息之后美元汇率将会继续走强，以原油为首的大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015年以来，央行延续之前的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构；银监会积极推动民营银行试点工作，鼓励和引导民间资本进入银行业，为实体经济特别是中小微企业、“三农”和社区，以及大众创业、万众创新提供更有针对性、更加便利的金融服务。同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企

业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015年11月10日，中央财经领导小组第十一次会议深入研究了经济结构性改革和城市工作，并在2015年12月中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给，以适应新常态，引领新常态。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

城镇化建设是我国房地产发展的长期驱动力，为房地产行业提供发展空间；在宏观经济增速下滑和持续调控的背景下，国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整阶段

1991年，我国启动住房制度市场化改革，加之我国城镇化建设的推进，国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程推进了人口结构的转换，房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。1991~2014年，我国城镇化率从26.9%提升至54.8%，年均提升1.2个百分点；同期，我国商品房销售面积从0.3亿平方米上升至12.1亿平方米，年均增长率为17.4%。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续推进和质量的提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。

2005~2013年为房地产市场持续快速发展阶段，房价上涨过快、民众住房难、市场投机等问题愈加突出，行业“过热”迹象逐步显现。在此时期，政府开始加强对房地产市场的宏观调控，包括加快建立房地产市场发展的长效机制，推进市场配置与政府保障相结合的住房制度等。2010~2013年，房地产调控政策更趋于严厉，“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“国八条”等政策相继出台。2014年上半年，随着宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。2014~2015



年,全年完成房地产开发投资分别为 95,035.6 亿元和 95,979.0 亿元,同比分别增长 10.5%和 1.0%,增速连续两年下滑。2016 年 1~4 月有所房地产投资有所回暖,完成开发投资额 25,376.0 亿元,同比增长 7.2%,增速较 2015 年同期回升 1.20 个百分点。2014 年以来,国内房地产行业长期繁荣期结束,开始步入调整期。

2015 年以来,政策明确提出化解房地产库存,维稳倾向明显;各类放松的购房政策出台,在短期内有效释放了市场需求;货币政策的宽松,有效降低了购房者和房地产企业的资金成本;2016 年以来房地产销售、投资逐渐有所回暖

作为投资的重要组成部分,稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段。2015 年,政府工作报告提出,我国房地产行业政策面将延续市场化和去行政化理念,坚持分类指导,因地施策,稳定住房消费,支持居民自住和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展。

2015 年 12 月中央经济工作会议明确提出化解房地产库存,要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求,通过加快农民工市民化,扩大有效需求,打通供需通道,消化库存,稳定房地产市场;要落实户籍制度改革方案,允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户,形成在就业地买房或长期租房的预期和需求;要明确深化住房制度改革方向,以满足新市民住房需求为主要出发点,以建立购租并举的住房制度为主要方向,把公租房扩大到非户籍人口;要发展住房租赁市场,鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房,成为租赁市场的房源提供者,鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业;要鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略,适当降低商品住房价格,促进房地产业兼并重组,提高产业集中度;要取消过时的限制性措施。2016 年 3 月,政府工作报告提出完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策,适应住房刚性需求和改善性需求,因城施策化解房地产库存。从政策基调来看,近期房地产以去库存为主旋律,维稳倾向明显。

2015 年以来,各类购房支持政策陆续出台,包括降低首付比例,进一步放松“限购”政策,调整税收政策等。购房政策的变化,短期内有效地释放了市场需求,促进了房地产市场的回暖。2015 年以来,国内宏观经济下行压力仍然较大,但政策宽松效果逐步显现,商品房销售主要指标有所回升。

表 2 2015 年以来国内房地产政策

时间	政策	主要内容
2016. 03	二套房贷款首付比调整	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。
	税收政策调整	个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2016. 02	首付比例调整	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于 20%，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2015. 11	公积金政策调整	提高贷款最低额度，二套房贷款时限取消，外地存缴公积金可在京买房。
2015. 09	公积金政策调整	实施多项举措，切实提高住房公积金使用效率，全面推行异地贷款业务
	首付比例调整	对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
	首付比例调整	对拥有 1 住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由 30%降低至 20%
2015. 08	“限外令”调整	放开境外个人在中国购房的时限、数量要求，降低了外商投资房地产企业的门槛
2015. 03	税收政策调整	个人住房转让营业税免征年限由 5 年恢复至 2 年
	“3. 30”新政	使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为 20%；拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的，再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%

资料来源：根据相关网站整理

2015 年，国内完成商品房销售面积 12.8 亿平方米，同比增长 6.5%；商品房销售额 87,280.8 亿元，同比增长 14.4%；2016 年 1~4 月，国内完成商品房销售面积 3.6 亿平方米，同比增长 36.5%；商品房销售额 27,656.0 亿元，同比增长 55.9%；由 2015 年同期的下降转为大幅增长；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数自 2015 年 7 月起有所回升，由 2015 年 6 月的 92.63 增至 2016 年 4 月的 94.41，但仍处于历史较低水平。

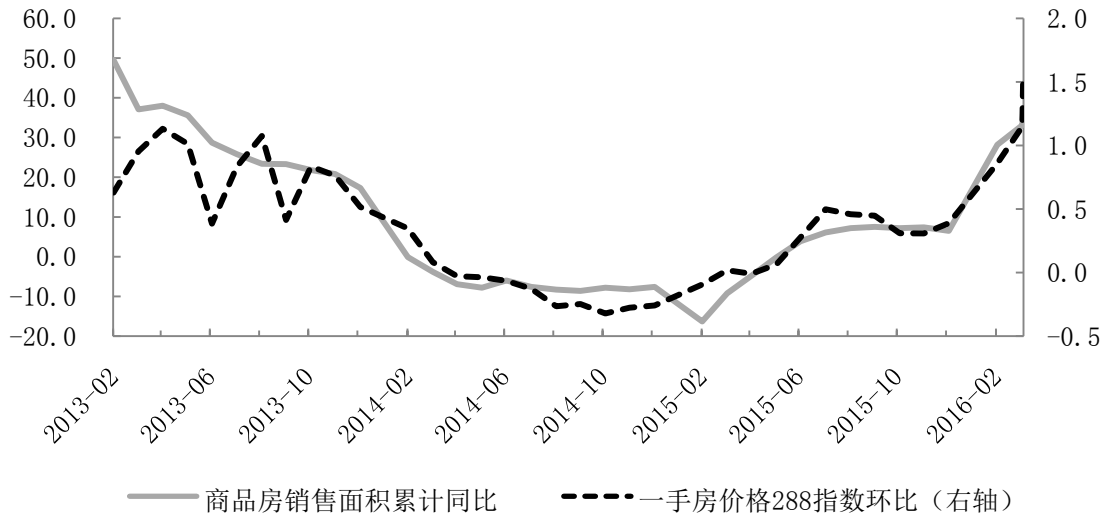


图 1 2013 年 2 月至 2016 年 4 月我国房地产市场销售及价格变化情况（单位：%）

数据来源：Wind 资讯

投资方面，2015 年，房地产企业以去库存为主要目标，开工意愿不高，全年土地成交价款为 7,621.61 亿元，同比大幅下降 23.9%，新开工面积同比下降 14.0%，房地产开发投资增速继续下降至 1.0%。2016 年 1~4 月，土地成交款为 1,568.00 亿元，同比下降 0.2%，降幅收窄，新开工面积同比增长 21.4%，而 2015 年同期为同比下降 17.3%，房地产开发投资同比增长 7.2%，增速较 2015 年同期回升 1.20 个百分点。2016 年以来，在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复，在经历短期探底之后，有所回升。

在货币政策方面，为支持实体经济的发展，我国采用了适度宽松的货币政策，对房地产市场构成了实质性的支持。2014 年 11 月以来，央行通过下调基准利率、存款准备金率，以及 SLO 和 MLF 等流动性调节工具释放流动性。适度宽松的货币政策为市场提供了较为充足的流动性，购房者和房地产企业的资金成本有所下降，有效支持了需求的增长和投资的恢复。此外，国内债券市场的政策变化拓展了房地产企业的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，房地产企业的资金成本压力在一定程度上得到了缓解。

表 3 2014 年 11 月以来我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.10	2015.08	2015.06	2015.05	2015.02	2014.11
≤1 年	4.35	4.60	4.85	5.10	5.35	5.60
(1, 5] 年	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	6.00
> 5 年	4.90	5.15	5.40	5.65	5.90	6.15

数据来源：中国人民银行

总体而言，在房地产调控政策的陆续推出，以及宽松的货币政策

支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升，宽松货币政策在需求和供给两个方面对房地产市场形成较强的支持，但目前房地产企业仍以去库存为主要目标。

市场回暖使得库存压力得到一定释放，但区域分化日益明显；随着政策向好，一、二线城市销售回升明显，但三线及以下城市库存问题仍然突出

2015年4月以来，新政策使得销售规模出现明显回升，房地产市场供需两端的调整使得库存压力得到了一定释放，基本实现动态平衡，待售商品房面积环比增速均低于1%。但由于前期基数较大，且三线及以下城市去库存较为困难，国内商品房库存仍处于高位。

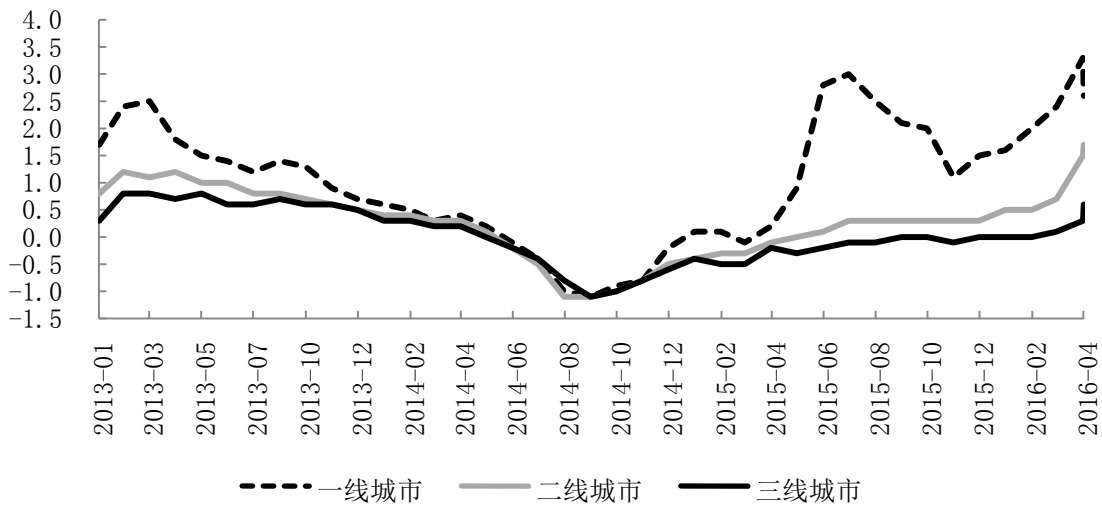


图2 2013年1月至2016年4月我国70个大中城市新建住宅价格指数环比情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果一般。2013年以来，长期的调控政策使得一、二线城市商品房价格增速快速回落，而房地产支持政策的出台释放了较大的需求，一、二线城市，尤其是一线城市商品房价格快速回升。2015年3月以来，一线城市商品房销售量明显增长，价格环比增速均高于2%，随着大型房地产企业积极进入，一线房地产市场将呈现量价齐升的态势，2016年4月以来，一线城市房价再次进入调整；二线城市价格小幅上升，库存压力亦得到有效释放；而三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，仍面临较大的去库存压力。根据易居研究院发布数据，2015年12月，35个城市中，一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为8.8个月、11.6个月和19.0个月，环比均有所下降，三类城市的去化速度均有提供，但是三线城市库存压力仍然较大。

因此，本轮房地产市场的回暖主要缘于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及

以下城市的高库存问题仍然较为严峻。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。2015年，恒大地产集团有限公司成为万科企业股份有限公司和绿地控股集团有限公司之后第3家销售额突破2,000亿元的企业；前十名企业销售金额在725亿元以上，行业前十名销售金额集中度达到16.87%，组成国内房地产市场的领军集团。

级别	2015年	2014年	2013年	2012年
房地产企业销售金额集中度				
TOP10企业	16.87	16.92	13.72	12.76
TOP20企业	22.82	22.79	18.88	17.98
TOP50企业	31.74	31.15	26.23	24.57
TOP100企业	39.64	37.78	-	-
房地产企业销售面积集中度				
TOP10企业	11.31	10.44	8.62	7.72
TOP20企业	14.62	13.65	11.46	10.38
TOP50企业	19.94	18.72	15.88	14.21
TOP100企业	24.65	22.30	-	-

数据来源：中国房产信息集团（CRIC）、克而瑞研究中心

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来3~5年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度。

经营与竞争

房地产销售业务仍是公司收入和利润的最主要来源；2015年，公司营业收入和毛利润稳定增长，毛利率小幅增长

公司主营房地产开发销售业务，仍是国内房地产销售排名前列的专业化房地产开发企业。2015年，随着结转面积的增加，公司收入同比增长13.18%，毛利率为33.20%，同比小幅增长；房地产销售仍是公司最主要的收入和利润来源，其中住宅地产仍是公司房地产业务的最主要构成。公司的产品仍主要为刚需产品，90%左右的住宅产品是144平方米

¹ 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额；面积集中度=企业销售面积/统计局公布的全国商品房销售面积。2015年度全国商品房销售金额是根据前11月累计同比增幅推算12月同比增幅所得。

以下的中小户型，市场消费需求较好。公司其他业务主要是建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览和服务费等，毛利率较高，但对收入和毛利润的贡献仍较小。

表5 2013~2015年及2016年1~3月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年1~3月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	188.74	100.00	1,234.29	100.00	1,090.56	100.00	923.56	100.00
房地产销售	168.88	89.48	1,186.23	96.11	1,055.87	96.82	892.90	96.68
其他业务	19.86	10.52	48.06	3.89	34.69	3.18	30.66	3.32
毛利润	76.22	100.00	409.76	100.00	349.34	100.00	297.00	100.00
房地产销售	64.00	83.97	386.94	94.43	330.77	94.68	279.04	93.95
其他业务	12.22	16.03	22.82	5.57	18.57	5.32	17.96	6.05
综合毛利率	40.38		33.20		32.03		32.16	
房地产销售	37.90		32.62		31.33		31.25	
其他业务	61.53		47.48		53.53		58.58	

数据来源：根据公司提供资料整理

2016年1~3月，公司营业收入为188.74亿元，同比增长41.83%，主要是房地产竣工交楼面积增加从而房地产销售业务结转收入同比增长较多，此外公司其他业务收入亦有所增长。同期，公司毛利率为40.38%，同比下降1.97个百分点，其中房地产开发毛利率下降3.91个百分点，主要是受结转项目成本影响。

整体来看，2015年公司收入和毛利润保持稳定增长，毛利率亦有小幅提升。预计未来1~2年，凭借很强的竞争优势，公司经营规模将保持稳定增长。

公司仍保持专业化的房地产开发能力和很高的品牌知名度，仍以行业领先地位；公司“3+2+X”城市群布局保持良好效果，项目覆盖区域继续增加

公司仍保持着专业化的房地产开发能力和很高的品牌知名度，截至2016年3月末，公司房地产项目已覆盖64个城市，项目覆盖区域继续增加。公司仍坚持以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业。在产品战略方面，公司坚持以普通住宅开发为主，形成了康居、善居、逸居、尊居四大产品系列，覆盖中高端住宅、公寓、别墅多种物业形态。在品牌战略方面，公司坚持“和者筑善”品牌理念，并将品牌理念融入产品开发、物业服务等经营活动中，不断提高品牌价值。公司仍处于国内房地产行业前列，2016年获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选中国房地产百强企业综合实力第二名，并获得“百强房地综合实力TOP10”、“规模TOP10”、“盈利性TOP10”、“稳健性TOP10”、“融资能力TOP10”、“运营效率TOP10”等测评排名；2015年末公司品牌价值提升至361.5

亿元，综合实力及品牌知名度保持很高水平。

地区 ²	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
珠三角	408.95	33.14	327.79	30.06	268.01	29.02
长三角	250.89	20.33	205.14	18.81	172.45	18.68
环渤海	218.03	17.67	251.22	23.04	177.62	19.24
成渝区	183.16	14.84	152.51	13.99	148.77	16.11
其他城市区域	172.84	14.01	153.67	14.09	156.56	16.95
合计	1,233.86	100.00	1,090.33	100.00	923.41	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司仍坚持“3+2+X”城市群布局策略，“3”是指重点关注以广州为代表的珠江三角洲一带，以上海为代表的长江三角洲地区，以及以北京为代表的环渤海经济圈，形成珠三角、长三角和京津冀等三大核心城市圈；“2”是指辐射至以成都、重庆为中心的成渝区和以武汉为中心的中西部城市群；“X”是指逐步布局其他城市。2015 年，公司珠三角、长三角和环渤海三大城市群分别实现签约金额 505 亿元、324 亿元和 321 亿元，成渝、中部地区也分别突破 160 亿元。同时，公司继续坚持一二线城市的发展策略，核心城市销售金额贡献占比超过 90%，除北、上、广以及部分优质二线城市继续表现良好之外，南京、东莞、合肥以及海西经济群的销售也超过 50 亿元。整体来看，公司较完善的城市区域布局保持良好发展，并且核心城市销售金额贡献加强，完善的区域布局有助于公司未来签约销售的持续增长。

公司市场定位准确，始终坚持刚需型产品为主，2015 年以来签约销售保持良好增长，综合竞争力很强

公司坚持普通住宅为主，其中 144 平方米以下的普通住宅为最主要的销售产品。2015 年，房地产行业出现回暖，公司凭借清晰准确的产品市场定位和完善的城市群布局，实现销售的持续增长，签约金额和面积分别为 1,541.04 亿元和 1,218.30 万平方米，同比分别增长 12.75%和 14.22%；同时，公司加强销售回笼的管理，全年实现销售回笼金额 1,529 亿元，回笼率达 99%，同比提升 13 个百分点。2016 年 1~3 月，在利好政策的刺激性，商品房销售市场出现明显增长，公司凭借优秀的销售能力实现销售的大幅增长，签约金额和面积分别为 451.25 亿元和 344 万平方米，同比分别大幅增长 131.35%和 117.19%，其中 2016 年 3 月单月实现签约金额 222.34 亿元，环比增长约 150%。同时，受益于核心城市的布局，公司签约销售均价仍保持在较高水平。

²珠三角包括：广东。长三角包括：上海、江苏、合肥、浙江。环渤海包括：北京、天津、青岛、辽宁、河北。成渝区包括：四川、重庆。其他城市区域包括：湖北、郑州、湖南、长春、包头、南昌、陕西、福建、海南。

表7 2013~2015年及2016年1~3月公司房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

地区	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
新开工面积	505	1,403	1,772	1,692
竣工面积	181	1,404	1,363	1,264
签约金额	451.25	1,541.04	1,366.76	1,252.89
签约面积	344	1,218	1,067	1,064
销售签约均价(元/平方米)	13,136	12,652	12,814	11,771
结算金额	168.88	1,186.23	1,055.87	892.90
结算面积	-	1,058	955	871

资料来源：根据公司提供资料整理

项目开发建设方面，公司坚持以销定产的原则，审慎控制开工节奏，2015年，公司根据存量控制新开工节奏，新开工面积同比减少20.82%，竣工面积同比增长3.01%；2016年1~3月，公司根据市场情况加大推货量，新开工面积同比增长19.52%，竣工面积同比增长74.12%。整体来看，公司新开工及竣工面积的增加为可持续增长奠定良好基础，未来公司将继续加快推货节奏，有效提升全新开盘数量。

综合来看，公司仍是我国领先的房地产开发商，拥有良好的品牌知名度；公司对终端市场的实际需求把握准确，2015年以来签约销售规模保持较好增长，规模优势明显，综合竞争实力很强。

公司坚持一、二线中心城市为主的战略布局，获取土地方式灵活，拿地成本较低，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张

在投资开发方面，2015年以来，公司实施差异化拓展策略，加大了市场复苏快、库存压力小的一二线城市的拓展力度，截至2016年3月末，公司项目已覆盖64个城市，其中2015年新进入悉尼、墨尔本和伦敦等海外城市。2015年，公司共新增项目50个，同比增加10个，新增权益容积率面积同比增长15.80%，新增权益地价同比增长44.63%；其中公司一、二线城市新增容积率面积和土地成本分别为1,109万平方米和611亿元，占比分别约为85%和93%，一线城市土地获取面积和金额占比分别为15%和45%，同比分别增加2个百分点和6个百分点。2016年1~3月，公司继续加大补充土地资源，新增项目21个，同比大幅增加12个项目，新增容积率面积460万平方米，同比增长85.00%，其中一、二线城市占比62%。

表8 2013~2015年及2016年1~3月公司土地储备拓展情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

项目	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
新增项目个数	21	50	40	54
新增权益容积率面积	301	997	861	1,321
新增权益地价（亿元）	-	431	298	408
期末规划总建筑面积	-	13,476	12,458	11,217
期末待开发建筑面积	5,558	5,482	5,069	4,925
平均楼面地价 ³	3,674	5,169	3,485	3,111

资料来源：根据公司提供资料整理

公司仍主要通过招拍挂方式获取土地，同时也积极尝试旧城改造、棚户区改造及合作开发等多种方式获取土地。2015年公司新增项目中，通过合作方式获取或后期通过合作方式开发的项目为20个，其中有两个项目为旧城改造项目。截至2016年3月末，公司共有在建拟建项目269个，总占地面积4,720万平方米，可售容积率面积9,695万平方米，待开发面积5,558万平方米，同比分别增长8.56%、10.20%和11.45%，其中待开发面积的一、二线城市占比为71%；按每年1,700万平方米的新开工量，基本满足公司2~3年的开发需求。

整体来看，公司能够根据市场行情购置土地，土地储备总量充足，能够支撑其业务规模的持续扩张；资源分布以一、二线中心城市为主，能够受益于中心城市人口密集、规模聚集效应等优势而具备良好的发展前景。

公司房地产金融和养老地产等相关产业链稳步发展，多元化的发展有利于形成良好的协同效应，进一步增强公司综合竞争力

经过一段时间的探索实践，公司将基本形成以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务板块布局，通过三者协同作用，逐步构建“多元”的利润增长模式。目前公司房地产金融和社区消费服务的体现主要为房地产基金和养老地产业务。

养老地产方面，2015年，公司继续全面落实居家、社区、机构养老的“三位一体”发展战略，已成立“和熹会”养老品牌，已开发6个项目，并举办第二届中国老龄博览会，品牌影响不断扩大，其中北京“和熹会”成为机构养老试点，2015年末入住率达到100%；2015年新增上海西塘“和熹会”试点项目，并同步推进在广州、成都等地养老机构的筹备工作。同时，公司继续推进居家和社区养老服务，在居家养老方面，公司推出养老公寓实体样板房；在社区养老方面，公司大力投入推动社区适老改造，2015年公司在保利社区内正式推出健康生活馆，并在全国6个社区内完成健康生活馆的投入运营，公司的居家和社区养老服务有利于突出公司住宅产品的差异化特点，提高产

³ 平均楼面地价=新增地价/新增土地容积率面积。

品竞争力。2015年11月,公司与太平人寿保险有限公司达成合作协议,将在养老地产开发、运营服务平台搭建、保险客户养老服务、产业链上下游投资等多个方面进行全面合作,与保险公司的合作有助于增强公司养老地产开发的融资能力。随着中国逐步进入老龄化社会,养老服务的需求程度不断加强,公司养老地产业务具有较好的发展前景。此外,2015年4月公司发布“5P”战略,即以养老地产、全生命周期绿色建筑、社区O2O、保利地产APP以及海外地产5个方面为核心的创新发展战略;2015年9月,公司的O2O社区商业“若比邻”开始运行;新战略有利于公司进一步拓展向房地产相关产业的延伸。

在房地产基金方面,公司参股40%的信保(天津)股权投资基金管理有限公司(以下简称“信保基金”)的房地产基金业务规模保持增长,基金募集资金已投入公司多个项目,截至2015年末基金累计管理规模413亿元,连续四年居于“中国房地产基金十强”榜单。信保基金为公司拓宽了资金来源,未来将作为公司开发房地产金融业务的重要平台,为公司提供了较稳定的资金来源。此外,2015年12月,公司与保利投资控股有限公司、中金正祥(上海)股权投资管理中心(有限合伙)、珠海泰辉股权投资合伙企业(有限合伙)按照30%:30%:35%:5%的股权比例共同设立境内房地产投资基金管理公司(以下简称“保利资本”),保利资本的设立有助于公司房地产金融业务的进一步发展。

整体来看,公司房地产金融和养老地产等相关产业链稳步发展,“一主两翼”初见成效,虽然目前对收入和利润贡献度较小,但未来可同住宅地产形成良好协同效应,增强公司整体竞争力。

公司仍能够得到股东的财务支持,同时公司融资渠道较丰富,融资能力较强,项目拓展始终能够获得良好的资金支持

公司实际控制人保利集团作为直接隶属于国务院国资委的大型央企,具有经国家批准的军品进出口贸易资质,连续多年位居全国军贸企业前三甲;同时,其在资源开发和文化艺术等领域也有很强实力。保利集团主要通过集团借贷、担保等方式为公司提供资金支持,2015年,公司接受保利集团财务资助10.52亿元,接受保利集团下属的保利财务有限公司的财务资助为28.13亿元。此外,保利集团具有的品牌优势为公司的业务拓展和项目取得提供了有力支持。

公司保持丰富的融资渠道并不断拓展直接融资比重,首先,公司作为房地产龙头企业具备很强的品牌优势,仍能够和各大银行、金融机构保持良好的合作关系,截至2015年末,公司共获得的授信总额合计2,814亿元,已使用授信额度1,004亿元,剩余未使用授信额度为1,810亿元。其次,公司已多次发行债券融资工具,债券市场融资通畅,并且资金成本较低,有利于公司优化债务结构,2015年~2016年3月末,公司共发行了2期中期票据以及6期公司债券,募集资金总额为210.00亿元,加权融资成本为3.78%,处于很低水平。截至2015年末,公司融资余额的综合资金成本为5.20%,同比下降1.30个百分点。此



外，公司作为上市公司，股权融资渠道通畅。2015年3月17日，公司发布非公开发行普通股股票预案，拟募集资金总额不超过100亿元（含100亿元），并于2016年1月13日通过中国证监会核准。整体来看，公司保持较强的融资能力，项目拓展可获得充足的资金支持。

公司治理与管理

截至2016年3月末，公司注册资本为107.57亿元，保利南方持有公司41.94%的股权，为第一大股东；保利集团是公司的实际控制人，国务院国资委为最终控制人。公司按照《公司法》、《证券法》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了较为规范的法人治理结构，拥有严谨管理架构，管理水平较高。公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，为公司健康发展奠定了良好基础。在对外投资管理方面，公司执行集团化统一管控，并制订了《重大投资决策制度》、《项目拓展手册》等规范制度，加强对项目运作过程中重大节点的把控；在产品质量管理方面，公司制订了《工程管理细则》、《考核验收办法》等质量管理者制度，形成了公司科学全面的质量管理体系。在销售与收款管理方面，公司制订了《房地产销售过程控制程序》、《房地产回笼控制程序》等一系列制度和流程，对房地产项目认购、签约、回款等关键环节进行规范。在子公司管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管理，在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度自主权。随着公司业务日益多元化以及新建项目的增长，公司人员规模快速增长，对公司管控能力提出了更高要求。

公司仍围绕“三个为主”和“三个结合”的经营方针，以打造中国地产长城为企业发展愿景，提高运营效率，加强精细化管理，实现企业持续平稳健康发展。公司将基本形成以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务板块布局，通过三者协同作用，逐步构建“多元”的利润增长模式。针对“一主”房地产开发经营，公司未来将深度聚焦发达城市群，坚持以市场容量大、需求较为旺盛的一二线城市为主，重点关注人口持续流入、有产业、政策支撑的区域；提炼城中村改造、城市综合开发、产业地产等的开发经验，实现异地复制。2015年公司正式实现海外项目的拓展，未来公司将继续寻求海外拓展计划，通过核心资产收购与住宅开发并举的方式平衡海外资产结构。此外，公司在延续单项目并购的同时，将积极参与行业整合，争取实现对全国或区域规模性房企的并购；积极寻求产业链上下游的投资并购机会，尤其是在健康养老、物业管理、工程建设、智能家居、核心地段优质商用物业等领域。在“两翼”方面，公司计划“十三五”期间将形成信保基金、保利资本和养老基金共同发展的模式，增强专业基金对外资金募集能力，结合地产开发和基金投资方式，实现对更多外部资源的运用，助力公司主业规模扩张

及业绩增长；同时公司将继续坚定实施“三位一体”的养老发展战略，并逐步形成养老地产开发、养老服务、老年用品销售、介护培训等成熟商业盈利模式。

宏观调控导致房地产行业集中度有所上升，我国城镇化进程使行业龙头企业面临良好的发展前景，但是房地产行业已进入调整期，城市分化加剧，行业利润空间收窄。但长期来看公司作为房地产行业的龙头企业之一，在融资能力、土地获取、品牌价值等方面均具备很强的竞争力。从战略上来讲，公司坚持以普通住宅开发为主的经营策略，2015年以来销售业绩保持良好持续增长，规模优势明显。同时公司土地储备较为充足，区域布局较完善，能够支持公司未来业务的拓展。此外，公司能够获得股东资金支持，并且自身融资能力较强，项目的拓展能获得良好的资金支持。综合来看，公司具备极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2015年及2016年1~3月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2016年1~3月财务报表未经审计。

资产质量

2015年以来，公司资产规模随着项目开发继续增长，仍保持以流动资产为主的结构，存货在流动资产中占比仍保持在很高水平；由于公司开发项目时主要通过抵质押获得借款，因此受限资产规模较大

2015年以来，公司资产规模随着业务的拓展而保持增长，仍以流动资产为主，其中存货在流动资产中仍保持很高的占比。

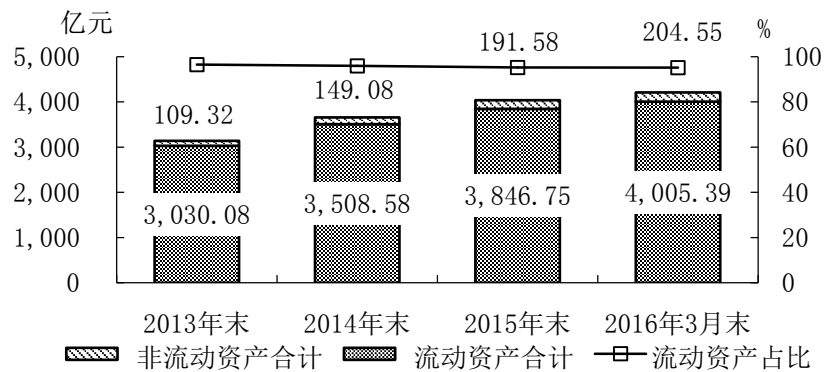


图3 2013~2015年末及2016年3月末公司资产构成情况

公司流动资产仍主要由存货、货币资金、预付款项和其他应收款等构成。2015年末，公司存货为2,882.66亿元，同比增长7.89%，其中开发成本为2,361.61亿元，开发产品为520.64亿元，占存货比重分别为81.92%和18.06%，库存结构保持在合理水平。2015年末，公司共计提存货跌价准备5.77亿元，其中当期新增1.36亿元跌价准备，

全部为对“连云港保利海上五月花”项目计提的减值。

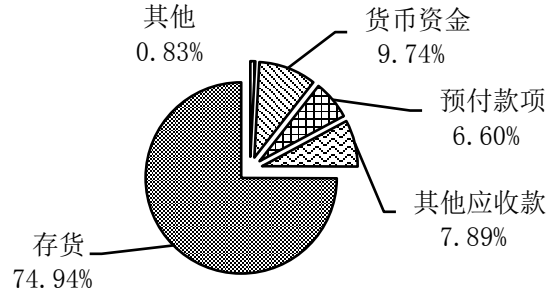


图4 2015年末公司流动资产构成情况

2015年末，公司货币资金为374.85亿元，同比减少6.45%，占总资产的比重为9.28%，其中其他货币资金为5.38亿元，占货币资金比重很小。同期，公司其他应收款为303.35亿元，同比增长71.60%，主要是2015年公司通过合作方式开发的项目增加，从而与联营、合营企业及子公司合作方股东的往来款大幅增加所致；其中来自合作方的往来款为95.21亿元，联营合营企业往来款177.86亿元；公司共计提坏账准备2.18亿元。同期，公司预付款项为253.82亿元，同比增长7.89%。

表9 2015年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	年末余额	年限	占其他应收款期末余额的比例
北京昭泰房地产开发有限公司	投入合营企业的项目开发资金往来	33.79	1年以内	11.06
信保（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	与联营企业的往来款	17.62	1年以内	5.77
北京融创恒基地产有限公司	与子公司合作方股东的往来款	17.16	1~2年或2~3年	5.62
北京首都开发股份有限公司	与子公司合作方股东的往来款	15.36	1年以内或1~2年	5.03
北京屹泰房地产开发有限公司	投入合营企业的项目开发资金往来	15.17	1年以内	4.96
合计	-	99.10	-	32.44

2016年3月末，公司货币资金为425.28亿元，较2015年末增长13.45%，主要是2016年一季度公司发行多期债券，资金增加；其他的主要流动资产科目较2015年末无显著变化。

公司非流动资产仍主要由投资性房地产、长期股权投资、固定资产和递延所得税资产构成。2015年末，公司投资性房地产为94.32亿元，同比增长33.99%，主要是新增写字楼物业；长期股权投资为48.19亿元，同比增长35.92%，主要对联营、合营企业的投资及确认的损益调整增加所致；固定资产为31.55亿元，同比增长27.35%，主要是来自房屋及建筑物的增长；递延所得税资产为15.61亿元，同比增长12.68%，主要为内部交易未实现利润影响。

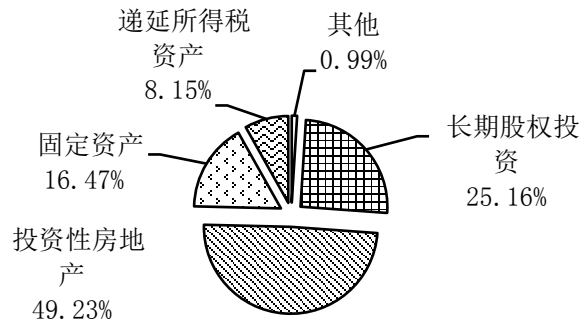


图5 2015年末公司非流动资产构成情况

2016年3月末，公司长期股权投资为60.36亿元，较2015年末增长25.26%，仍主要对联营、合营企业投资的增加；其他的非流动资产主要科目较2015年末无显著变化。

2015年及2016年1~3月，公司存货周转天数分别为1,212.59天和2,345.84天；应收账款周转天数分别为9.47天和13.69天，由于房地产开发项目存在预售模式，公司应收账款余额相对较小。

截至2015年末⁴，公司受限资产为613.77亿元，占总资产比重为15.20%，占净资产比重为63.18%；由于公司开发项目时主要通过抵质押获得借款，因此公司受限资产规模较大；其中受限货币资金为5.38亿元、受限存货为530.10亿元、受限固定资产为8.18亿元、受限投资性房地产为70.11亿元。

综合来看，公司资产规模随业务拓展继续增加，资产结构较为稳定，流动资产占比极高；存货结构较为合理，周转效率逐年有所提高。

资本结构

2015年以来，公司负债随经营规模扩大而有所增长，以流动负债为主，预收款项在负债中占比较高；公司资产负债率较高，有息债务规模仍较大

2015年以来，公司负债持续增长，仍以流动负债为主，截至2016年3月末，预收款项占总负债的比重为47.05%。

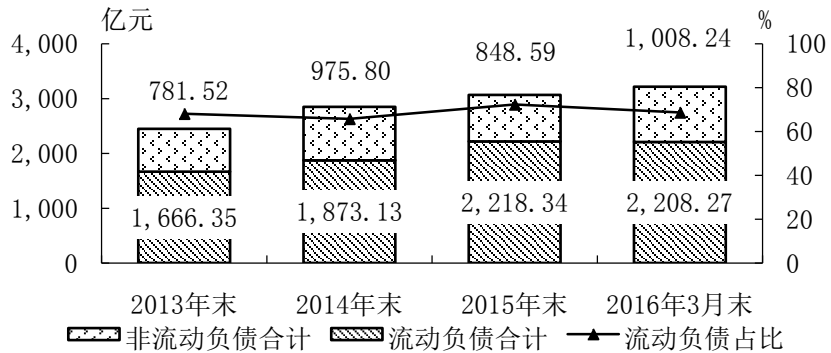


图6 2013~2015年末及2016年3月末公司负债构成情况

⁴ 公司未提供截至2016年3月末的受限资产情况。

公司流动负债仍主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。

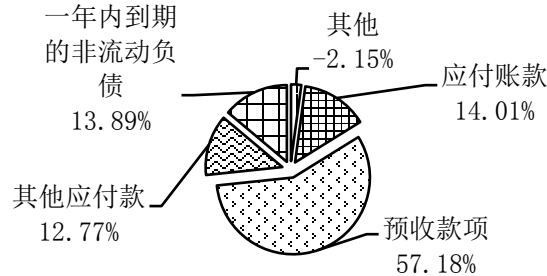


图 7 2015 年末公司流动负债构成情况

2015 年末，公司预收账款为 1,325.48 亿元，同比增长 16.99%，占总负债的比重为 43.22%，处于较高水平，仍主要为预收房款，有助于公司未来收入的保障。同期，公司其他应付款为 296.00 亿元，同比减少 0.39%，仍主要为合作方、关联企业往来款以及保证金押金，其中合作方往来款为 121.54 亿元；公司应付账款为 324.78 亿元，同比增长 43.84%，主要是房地产项目预提成本、费用及工程款增加所致；公司一年内到期的非流动负债为 321.94 亿元，同比增长 26.69%，全部为一年内到期的长期借款。此外，2015 年末，公司应交税费为-103.45 亿元，同比负值增加 29.23 亿元，主要是预收房款对应预缴税金增加。

2016 年 3 月末，公司预收款项为 1,513.43 亿元，较 2015 年末增长 14.18%，随着签约销售的增加而增长；一年内到期的非流动负债为 250.78 亿元，较 2015 年末减少 22.10%，主要是偿还相应的到期借款所致；应付账款为 253.80 亿元，较 2015 年末减少 21.86%，主要是结算款项增加所致；其他的主要流动负债科目较 2015 年末无显著变化。

公司非流动负债仍主要为长期借款和应付债券。2015 年末，公司长期借款为 664.12 亿元，同比减少 26.61%，主要是部分长期借款转为一年内到期；应付债券为 183.93 亿元，同比增加 113.63 亿元，主要是公司扩大债券市场融资规模，于 2015 年发行了 2 期中票和 2 期公司债券，共计 110.00 亿元。

2016 年 3 月末，公司长期借款为 724.01 亿元，较 2015 年末增长 9.02%；应付债券为 283.69 亿元，较 2015 年末增加 99.75 亿元，主要为公司 2016 年一季度发行的 4 期公司债券合计 100 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司债务融资工具主要集中在未来 4~6 年内到期。2015 年~2016 年 3 月末，公司发行债券共募集 210.00 亿元，加权发行融资成本为 3.78%，处于很低水平。整体来看，2015 年以来公司调整了债务结构，通过较低成本的债券融资工具置换部分银行借款。

有息债务方面，2015 年，一方面由于公司保持谨慎投资战略，一方面公司销售回款良好，债务融资规模相应缩减，2015 年末公司有息债务总额同比减少 43.35 亿元；2016 年以来，公司根据行业情况，加

大补充土地资源，相应筹资规模有所增长，截至 2016 年 3 月末，公司总有息债务为 1,281.62 亿元，较 2015 年末增加 62.77 亿元，占总负债的比重为 39.85%，占比与 2015 年末基本保持稳定，但较 2014 年末下降 4.45 个百分点；其中短期有息债务为 273.92 亿元，长期有息债务为 1,007.70 亿元，占总总有息债务比重为 78.63%。

表 10 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司有息债务构成及其占总负债比重(单位:亿元、%)

项目	2016 年 3 月末		2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	273.92	8.52	370.80	12.09	286.95	10.07	209.95	8.58
长期有息债务	1,007.70	31.33	848.05	27.65	975.25	34.23	780.91	31.90
总有息债务	1,281.62	39.85	1,218.85	39.74	1,262.20	44.30	990.86	40.48

从债务期限结构来看，截至 2016 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 273.92 亿元，占总总有息债务比重为 21.37%，主要由一年内到期的长期借款构成；公司货币资金规模较大，受限比重较低，对短期有息债务覆盖程度较好。同期，长期有息债务主要集中在 1~3 年内到期，占总总有息债务比重约为 43.71%。总体来看，公司承担的债务规模较大，债务期限结构较为均衡。

表 11 截至 2016 年 3 月末公司有息债务期限结构(单位:亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	>3 年	合计
金额	273.92	274.37	285.80	447.53	1,281.62
占比	21.37	21.41	22.30	34.92	100.00

2015 年末及 2016 年 3 月末，公司所有者权益分别为 971.40 亿元和 993.44 亿元，其中股本均为 107.57 亿元，资本公积分别为 69.55 亿元和 69.67 亿元，盈余公积均为 21.51 亿元，未分配利润分别为 516.41 亿元和 530.04 亿元，保持增长。

表 12 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司主要资产负债指标情况

项目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率 (%)	76.40	75.95	77.89	77.97
债务资本比率 (%)	56.33	55.65	60.95	58.90
流动比率 (倍)	1.81	1.73	1.87	1.82
速动比率 (倍)	0.46	0.43	0.45	0.38

2015 年末及 2016 年 3 月末，公司资产负债率小幅波动，保持在 75%以上，其中预收款项金额较大，扣除预收款项的其他负债占总资产的比重为 43.12%和 40.45%；公司流动比率和速动比率均有小幅波动，由于存货规模较大，因此公司速动比率水平较低。此外，公司非公开发行 A 股股票并拟募集资金总额不超过 100 亿元（含 100 亿元）的已获得中国证监会核准，因此预计未来待公司完成定向增发，资产负债

率将会有所下降。

截至 2015 年末⁵，公司对外担保余额为 464.59 亿元，担保比率为 47.83%。其中公司对联营及合营企业提供的担保余额为 21.59 亿元；为商品房承购人提供抵押贷款担保余额为 443.00 亿元，担保类型分阶段性担保和全程担保，阶段性担保期限为自保证合同生效之日起至商品房抵押登记办妥并交银行执管之日止，公司承担阶段性担保额为 442.97 亿元，承担全程担保额为 287.77 万元。

总体来看，2015 年以来，公司资产负债率保持较高水平，有息债券以长期为主，规模较大，财务杠杆处于较高水平。预计未来 1~2 年，公司的融资需求仍将受到购建存货需求的影响，短期内债务规模保持在较大水平。

盈利能力

2015 年以来，公司收入规模及利润总额均保持稳定增长，盈利能力保持在较高水平

2015 年，公司经营稳定，营业收入和利润总额同比分别增长 13.18% 和 20.33%，毛利率为 33.20%，同比提高 1.16 个百分点。

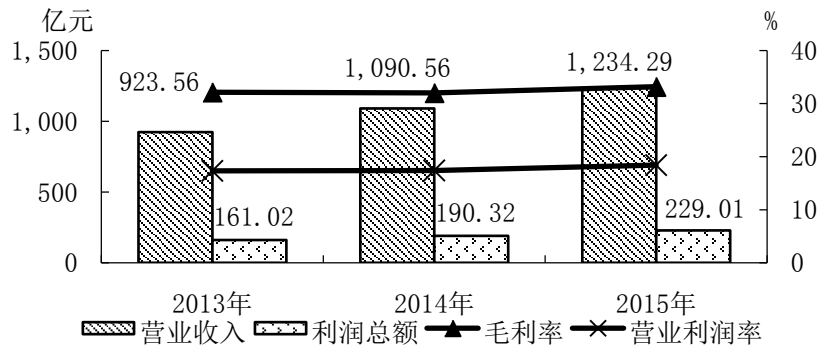


图 8 2013~2015 年公司收入和盈利情况

2015 年，公司期间费用同比增加 15.34 亿元，其中财务费用同比增加 10.57 亿元，主要是因为不符合资本化条件的利息以及汇兑损失增加所致，2015 年公司计入财务费用的利息支出为 22.11 亿元，汇兑损失为 4.87 亿元，列入资本化的利息为 60.17 亿元。

表 13 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年 1~3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	6.86	3.63	27.31	2.21	24.02	2.20	21.85	2.37
管理费用	6.09	3.23	18.72	1.52	17.23	1.58	15.76	1.71
财务费用	5.81	3.08	23.28	1.89	12.71	1.17	9.86	1.07
期间费用	18.75	9.94	69.30	5.61	53.96	4.95	47.47	5.14

⁵ 公司未提供截至 2016 年 3 月末的对外担保情况，担保明细详见附件 3。

2015年，公司投资收益为9.93亿元，主要仍来源于联营及合营公司实现的权益利润，营业利润为227.24亿元，同比增长19.72%，营业外收入2.59亿元，主要来自罚款及违约金收入，利润总额和净利润分别为229.01亿元和168.28亿元，同比分别增长20.33%和18.24%，利润水平随着收入的提高而稳定增长。2015年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为6.22%和17.32%，总资产报酬率同比提高0.59个百分点。

2016年1~3月，公司营业收入为188.74亿元，同比大幅增长41.83%，主要是房地产竣工交楼面积增加，同时其他业务有所增长所致；毛利率为40.38%，同比减少1.97个百分点。同期，公司期间费用总额为18.75亿元，同比增加3.90亿元，管理费用、销售费用及财务费用均有不同程度增加；营业利润、利润总额和净利润分别为36.34亿元、36.69亿元和24.93亿元，同比分别增长51.10%、50.49%、57.49%；其中归属于母公司所有者的净利润为13.63亿元，同比增长5.41%；少数股东损益为11.29亿元，同比大幅增加8.39亿元，随着公司通过合营联营方式开发项目的增多，少数股东损益大幅增加。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为1.04%和2.51%。

综合来看，2015年以来，公司营业收入和利润保持增长，盈利能力仍较强。预计未来1~2年，随着公司在售项目逐步结转，公司收入和利润规模将持续增长。

现金流

2015年以来，受销售回笼资金大幅增加的影响，公司经营性现金流保持净流入，增强了对利息和债务的保障能力；公司在建拟建项目较多，保持着较大的投资量，有一定资金支出压力

2015年，受销售回笼资金同比大幅增加的影响，公司经营性净现金流由净流出转为净流入177.85亿元；由于经营性现金流较充足，公司偿还了较多债务融资，净增借款减少，筹资性净现金流由净流入转为净流出177.44亿元；此外，公司投资性净现金流为-24.70亿元，仍主要为对联营合营企业的投资。

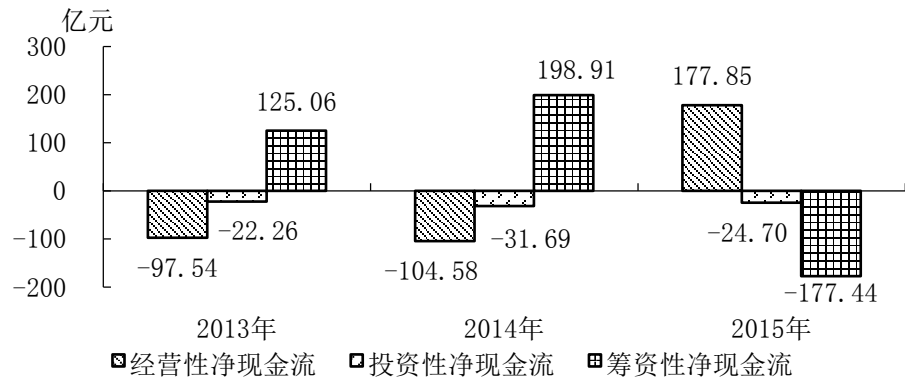


图9 2013~2015年公司现金流情况

2016年1~3月,销售回款持续增长,公司经营性净现金流为24.83亿元,同比由净流出63.85亿元转为净流入;投资性净现金流为-14.01亿元,主要是投资支付的现金增加;筹资性净现金流为39.55亿元,同比增加12.04亿元,主要是净借款及发债金额有所增加。

表 14 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司部分偿债指标 (单位: %、倍)

偿债指标	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	1.12	8.69	-5.91	-6.35
经营性净现金流/总负债	0.79	6.01	-3.95	-4.42
经营性净现金流利息保障倍数	1.35	2.16	-1.20	-1.49
EBIT 利息保障倍数	2.38	3.05	2.37	2.61
EBITDA 利息保障倍数	-	3.11	2.41	2.66

2015年,随着经营性净现金流的增加,经营性净现金流对利息的保障程度有所增强;随着盈利的增加,EBIT和EBITDA利息保障倍数有所提高。

2016年,公司计划完成房地产直接投资1,673亿元,计划新开工面积1,750万平方米,计划竣工面积1,650万平方米,整体来看,公司仍保持着较大的投资量,若公司内外部融资能力受到宏观环境、信贷政策等因素的不利影响,公司将面临一定资金支出压力。

整体来看,2015年以来,受销售回款大幅增加的影响,公司经营性现金流实现净流入,增强了对利息和债务的保障。预计未来1~2年,公司经营性净现金流仍将主要受项目拓展节奏及规模的影响。

偿债能力

2015年以来,受经营规模逐年快速增长影响,公司负债规模逐年上升,其中预收款项占比较高,公司总有息债务规模较大,资产负债率保持相对稳定。截至2016年3月末,公司总有息债务为1,281.62亿元,占总负债比重为39.85%,以长期有息负债为主,公司融资成本较低,财务杠杆处于较高水平。同期,公司货币资金对短期有息债务覆盖较好,流动比率和速动比率较稳定。2015年公司收入和利润逐年稳定增长,盈利能力仍很强。2015年以来,受销售和回款良好的影响,公司经营性净现金流保持较大的净流入,对利息和债务保障有所增强,但是公司经营性净现金流未来仍主要受项目拓展节奏及规模的影响,未来随着项目开发的不断进行,公司保持着较大的投资量。

公司与主要银行之间保持良好的合作关系,截至2015年末,共获得的授信总额合计2,814亿元,剩余未使用授信额度为1,810亿元。同时股东保利集团能够对公司提供很强的支持,公司通过资本市场的外部融资能力很强,有利于其偿债能力的增强。

债务履约情况

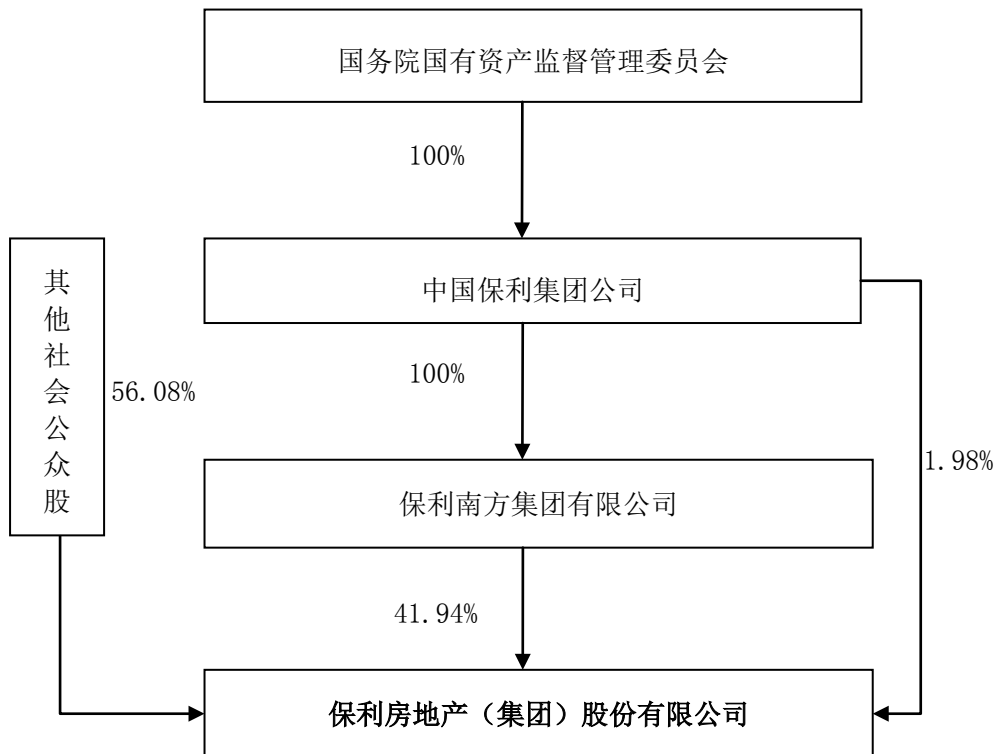
根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 5 月 23 日，公司本部无银行系统违约记录。截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的债务融资工具到期本息均已按时兑付。

结论

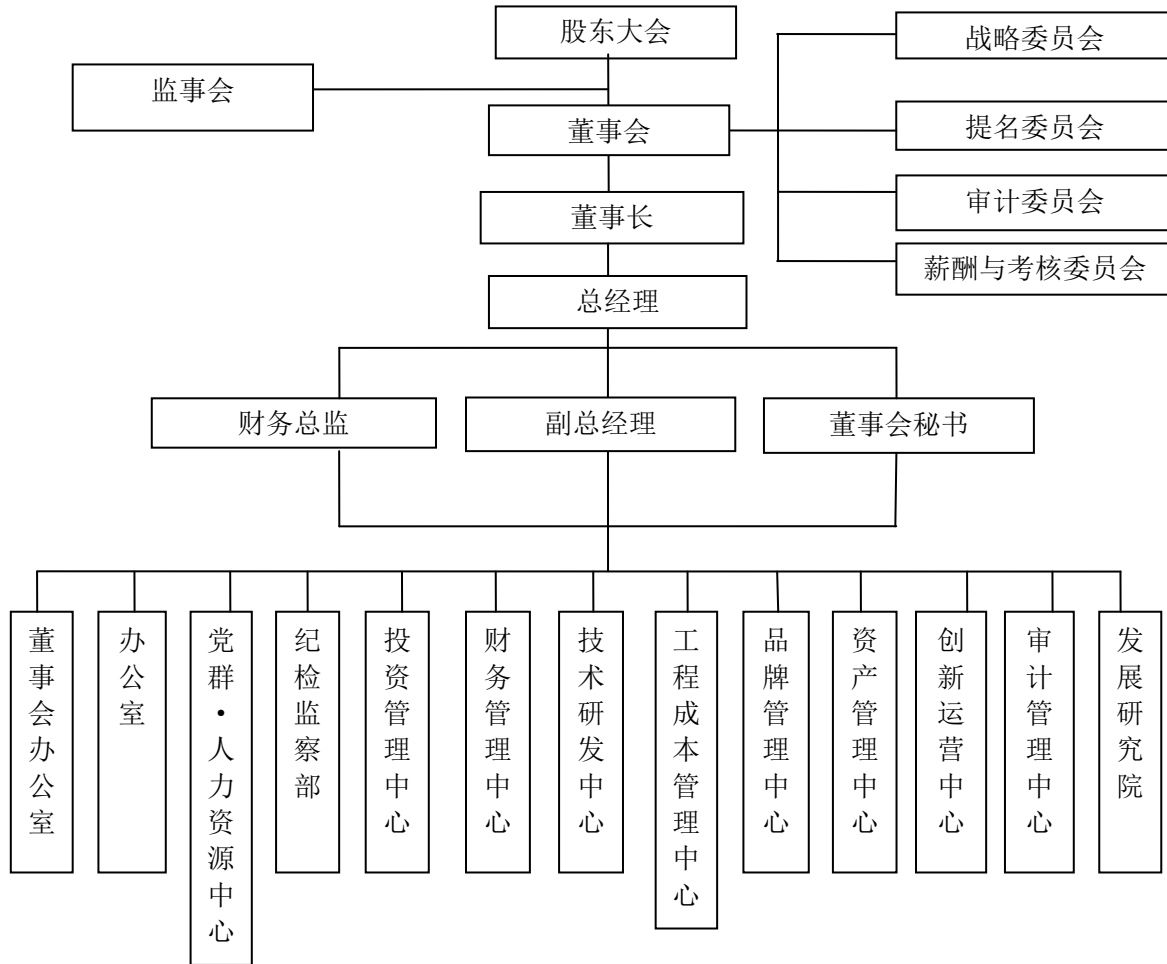
在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，但城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，城镇化率的提升带动城市住宅需求增长，为房地产企业提供发展空间。我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显。公司仍是我国房地产行业龙头企业之一，保持很高的品牌知名度，2015 年以来签约金额保持增长，具有很强的竞争实力。公司土地储备持续增长，区域布局完善，项目储备充足能够支持公司未来业务的持续扩张。此外，公司稳步推进产业链发展，未来与房地产形成协同效应有助于提高综合竞争力。2015 年以来，公司收入和利润保持增长，盈利能力较稳定并处于较高水平。随着业务拓展，公司融资规模较大，期限分布较为均衡。公司作为上市公司，融资渠道较为广泛，同时能够获得股东保利集团的外部支持。预计未来 1~2 年，公司仍保持很强的竞争力，经营保持稳定增长。

综合分析，大公对公司“15 保利 01”、“15 保利 02”、“16 保利 01”、“16 保利 02”、“16 保利 03”、“16 保利 04”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2016 年 3 月末保利房地产（集团）股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2016 年 3 月末保利房地产（集团）股份有限公司组织结构图





附件 3 截至 2015 年末保利房地产（集团）股份有限公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保期限	
		起始日	到期日
广州中耀实业投资有限公司	5,000.00	2015-11-26	2018-11-25
广州越鸿房地产开发有限公司	4,987.50	2015-03-25	2018-03-24
东莞市和宏投资有限公司	25,000.00	2014-06-17	2016-06-16
东莞市和越投资有限公司	25,000.00	2015-01-16	2017-01-15
	10,000.00	2015-01-16	2016-01-15
莆田中辰房地产开发有限公司	11,000.00	2015-01-21	2018-01-21
	960.00	2015-04-28	2017-11-28
南京学尚置业有限公司	3,000.00	2013-12-3	2016-10-30
	5,000.00	2014-02-27	2016-10-30
三亚中铁保丰置业有限公司	10,000.00	2015-08-06	2018-08-06
	5,000.00	2015-12-31	2018-12-31
天津盛世鑫和置业有限公司	48,400.00	2014-07-21	2019-07-21
天津鑫和隆昌置业有限公司	10,000.00	2015-03-31	2018-03-30
	5,000.00	2015-07-31	2018-03-30
武汉清能意盛置业有限公司	17,550.00	2014-02-12	2016-10-23
	7,400.00	2014-07-04	2016-05-29
	6,650.00	2014-12-30	2017-12-30
	8,350.00	2015-01-29	2017-12-30
河南天之东置业有限公司	3,724.00	2015-03-12	2018-03-02
洛阳利业房地产开发有限公司	3,920.00	2015-04-03	2018-04-02
小计	215,941.50	-	-
商品房承购人	4,429,954.33	-	-
合计	4,645,895.83	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	4,252,754	3,748,492	4,006,951	3,375,297
其他应收款	3,322,417	3,033,496	1,767,806	773,689
预付款项	2,384,570	2,538,180	2,256,562	1,927,586
存货	29,828,783	28,826,584	26,719,210	23,990,730
流动资产合计	40,053,902	38,467,519	35,085,801	30,300,805
长期股权投资	603,647	481,929	354,576	338,208
投资性房地产	935,541	943,161	703,884	471,489
非流动资产合计	2,045,498	1,915,802	1,490,763	1,093,180
资产总计	42,099,400	40,383,320	36,576,564	31,393,985
占资产总额比 (%)				
货币资金	10.10	9.28	10.95	10.75
其他应收款	7.89	7.51	4.83	2.46
预付款项	5.66	6.29	6.17	6.14
存货	70.85	71.38	73.05	76.42
流动资产合计	95.14	95.26	95.92	96.52
长期股权投资	1.43	1.19	0.97	1.08
投资性房地产	2.22	2.34	1.92	1.50
非流动资产合计	4.86	4.74	4.08	3.48
负债类				
短期借款	32,040	310,090	325,740	137,000
应付账款	2,537,976	3,247,841	2,257,946	1,867,070
预收款项	15,134,255	13,254,765	11,330,149	10,716,784
其他应付款	2,914,549	2,959,990	2,971,527	2,583,520
应交税费	-1,290,119	-1,034,462	-742,236	-621,853
一年内到期的非流动负债	2,507,842	3,219,427	2,541,175	1,962,472
流动负债合计	22,082,661	22,183,374	18,731,349	16,663,456
长期借款	7,240,116	6,641,174	9,049,498	7,510,130
应付债券	2,836,852	1,839,330	703,042	298,955
非流动负债合计	10,082,384	8,485,908	9,757,987	7,815,212
负债合计	32,165,044	30,669,282	28,489,336	24,478,668
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.10	1.01	1.14	0.56
应付账款	7.89	10.59	7.93	7.63
预收款项	47.05	43.22	39.77	43.78

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
其他应付款	9.06	9.65	10.43	10.55
应交税费	-4.01	-3.37	-2.61	-2.54
一年内到期的非流动负债	7.80	10.50	8.92	8.02
流动负债合计	68.65	72.33	65.75	68.07
长期借款	22.51	21.65	31.76	30.68
应付债券	8.82	6.00	2.47	1.22
非流动负债合计	31.35	27.67	34.25	31.93
权益类				
股本	1,075,672	1,075,672	1,072,975	713,799
资本公积	696,736	695,460	691,693	1,096,372
盈余公积	215,124	215,124	171,448	110,092
未分配利润	5,300,412	5,164,075	4,204,843	3,256,024
归属于母公司所有者权益合计	7,289,146	7,152,256	6,140,954	5,176,287
少数股东权益	2,645,209	2,561,782	1,946,275	1,739,031
所有者权益合计	9,934,355	9,714,038	8,087,228	6,915,318
损益类				
营业收入	1,887,399	12,342,878	10,905,650	9,235,552
营业成本	1,125,182	8,245,331	7,412,257	6,265,522
营业税金及附加	225,446	1,215,691	1,114,774	952,213
销售费用	68,570	273,115	240,192	218,518
管理费用	60,898	187,152	172,276	157,582
财务费用	58,077	232,780	127,122	98,553
投资收益	11,202	99,256	115,279	63,505
营业利润	363,381	2,272,441	1,898,053	1,600,682
营业外收支净额	3,532	17,635	5,129	9,487
利润总额	366,913	2,290,076	1,903,182	1,610,170
所得税费用	117,642	607,304	480,046	423,723
净利润	249,271	1,682,772	1,423,136	1,186,446
占营业收入比 (%)				
营业成本	59.62	66.80	67.97	67.84
营业税金及附加	11.94	9.85	10.22	10.31
销售费用	3.63	2.21	2.20	2.37
管理费用	3.23	1.52	1.58	1.71
财务费用	3.08	1.89	1.17	1.07

附件 4 保利房地产（集团）股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
投资收益	0.59	0.80	1.06	0.69
营业利润	19.25	18.41	17.40	17.33
营业外收支净额	0.19	0.14	0.05	0.10
利润总额	19.44	18.55	17.45	17.43
所得税费用	6.23	4.92	4.40	4.59
净利润	13.21	13.63	13.05	12.85
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	248,277	1,778,465	-1,045,837	-975,411
投资活动产生的现金流量净额	-140,052	-247,005	-316,881	-222,585
筹资活动产生的现金流量净额	395,506	-1,774,396	1,989,111	1,250,595
财务指标				
EBIT	437,417	2,511,147	2,058,591	1,714,168
EBITDA	-	2,557,400	2,093,232	1,747,512
总有息负债	12,816,195	12,188,520	12,622,028	9,908,557
毛利率 (%)	40.38	33.20	32.03	32.16
营业利润率 (%)	19.25	18.41	17.40	17.33
总资产报酬率 (%)	1.04	6.22	5.63	5.46
净资产收益率 (%)	2.51	17.32	17.60	17.16
资产负债率 (%)	76.40	75.95	77.89	77.97
债务资本比率 (%)	56.33	55.65	60.95	58.90
长期资产适合率 (%)	978.58	949.99	1,197.05	1,347.49
流动比率 (倍)	1.81	1.73	1.87	1.82
速动比率 (倍)	0.46	0.43	0.45	0.38
保守速动比率 (倍)	0.19	0.17	0.21	0.20
存货周转天数 (天)	2,345.84	1,212.59	1,231.45	1,234.04
应收账款周转天数 (天)	13.69	9.47	9.38	8.21
经营性现金净流/流动负债 (%)	1.12	8.69	-5.91	-6.35
经营性现金净流/总负债 (%)	0.79	6.01	-3.95	-4.42
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.35	2.16	-1.20	-1.49
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.38	3.05	2.37	2.61
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.11	2.41	2.66
现金比率 (%)	19.26	16.90	21.39	20.26
现金回笼率 (%)	202.90	115.84	102.55	117.82
担保比率 (%)	-	47.83	51.62	49.28

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息}^8)$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 报告采用计入存货的资本化利息。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。