

中国保利集团公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；
维持“12保利债”和“14保利债”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十六日

中国保利集团公司 2017 年度跟踪评级报告

受评对象 中国保利集团公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债券列表

简称	发行额 (亿元)	存续期限	上次跟踪评级结果	本次跟踪评级结果
12 保利债	15	2012/10/25 ~2019/10/25	AAA	AAA
14 保利债	28	2014/09/04 ~2019/09/04	AAA	AAA

概况数据

保利集团	2014	2015	2016
总资产 (亿元)	5,509.09	5,938.75	6,647.71
所有者权益合计 (亿元)	1,243.01	1,370.80	1,575.61
总负债 (亿元)	4,266.07	4,567.95	5,072.10
总债务 (亿元)	2,027.40	1,945.85	1,876.95
营业总收入 (亿元)	1,604.85	1,676.38	2,093.20
净利润 (亿元)	157.06	151.91	168.60
EBIT (亿元)	253.48	266.41	289.72
EBITDA (亿元)	268.84	280.76	308.53
经营活动净现金流 (亿元)	-176.12	293.95	424.05
营业毛利率 (%)	28.49	29.38	26.77
总资产收益率 (%)	4.97	4.66	4.60
资产负债率 (%)	77.44	76.92	76.30
总资本化比率 (%)	61.99	58.67	54.36
总债务/EBITDA(X)	7.54	6.93	6.08
EBITDA 利息倍数(X)	1.93	2.17	2.77

注：公司的财务报表根据新会计准则编制。

分析师

项目负责人：陈言一 yychen@ccxi.com.cn

项目组成员：白茹 rbai@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持中国保利集团公司(以下简称“保利集团”或“公司”)的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“12 保利债”和“14 保利债”的债项信用等级为 AAA。

2016 年，得益于前三季度房地产市场回暖，公司当年签约销售金额实现大幅增长，经营活动净现金流明显好转，公司文化及民爆业务继续保持行业内的优势地位，同时公司融资渠道保持畅通。中诚信国际也关注楼市调控措施、房地产市场分化持续、公司在建拟建项目资本支出压力以及煤炭业务板块资产划转等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **房地产业务综合竞争实力不断提升。**公司房地产业务快速发展，综合竞争实力不断提升。2016 年公司合同销售金额和合同销售面积分别大幅增长 29.67%和 25.94%至 2,395 亿元和 1,869 万平方米，销售额占全国房地产市场份额的 2.04%。
- **文化及民爆业务继续保持行业内的优势地位。**截至 2016 年末，公司管理剧院数量扩大至 53 家，继续保持国内最大剧院平台地位；2016 年公司拍卖业务实现成交额 96 亿元，连续多年名列全球中国艺术品拍卖行业成交额首位；同时，公司民爆业务稳步发展，进一步巩固其国内龙头地位和区域市场优势。
- **经营活动净现金流持续好转。**2016 年，受益于公司房地产签约销售回款金额的增加，公司经营活动净现金流同比大幅增至 424.05 亿元。
- **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 4,140 亿元，其中未使用额度 2,482 亿元。此外，目前公司共控股四家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关注

- **楼市调控措施以及房地产市场分化持续。**2016 年 9 月底以来，国内数十个城市发布楼市调控政策，同时受融资政策调整影响，房地产企业融资渠道有所收窄，中诚信国际将持续关注上述政策变动对房地产市场的影响；此外，市场分化格局下三四线城市整体库存压力仍然偏大，去化面临较大挑战。
- **公司在建、拟建项目面临较大投资支出。**公司房地产业务板块在建及拟建项目数量较多、投资规模较大，公司仍面临一定的资本支出压力。
- **煤炭业务板块资产划转。**2017 年 5 月 8 日公司官网披露，保利集团计划将其持有的保利能源控股有限公司(以下简称“保利能源”) 65%股权无偿划转给中国中煤能源集团有限公司(以下简称“中煤集团”)，中诚信国际将对保利能源的划转进度及其未来对公司盈利能力、收入构成以及整体经营情况的影响保持关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公司的企业债券的存续期内对其每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“12 保利债”募集资金除用于偿还银行贷款外，还用于上海市大型居住社区云翔基地经济适用房项目（以下简称“上海云翔基地项目”）、武汉市铁机村限价商品房项目（以下简称“武汉铁机村项目”）、山西保利金庄煤业有限公司矿井兼并重组整合项目（以下简称“金庄煤业项目”）和山西保利平山煤业股份有限公司矿井兼并重组整合项目（以下简称“平山煤业项目”）。截至 2016 年末，上海云翔基地项目和武汉铁机村项目均已完成竣工结算。金庄煤业项目和平山煤业项目建设工程分别于 2013 年 3 月和 2015 年 8 月正式投产。

“14 保利债”募集资金共计 28.00 亿元，其中 5.50 亿元用于偿还银行贷款，2.00 亿元用于补充营运资金，剩余用于项目建设的资金已全部使用完毕。募投项目包括昌平新城 5-1 街区沙阳路南南一村地块北区经适（含廉租）项目（以下简称“昌平经适（含廉租）项目”）、马桥旗忠基地 32A-06A 地块动迁安置房项目（以下简称“马桥旗安置项目”）、马桥旗忠基地 12A-01A 地块经济适用房项目（以下简称“马桥旗经济适用房项目”）、四方区瑞海北路 17、177 号 B-2-06B 地块改造经济适用住房项目、四方区瑞海北路 17、177 号 B-4-01 地块经济适用住房项目（以下简称“四方区瑞海经济适用住房项目”）和北京市大兴区亦庄新城 X1-1A 组团 B03R1-1 地块二类居住用地项目（配建公共租赁住房）、B03R1-2 地块二类居住用地、其他市政设施用地项目（配建公共租赁住房）（以下简称“北京市大兴区亦庄新城项目”）；项目进度方面，截至 2017 年 2 月 27 日，昌平经适（含廉租）项目和北京市大兴区亦庄新城项目均已竣工交房；马桥旗安置项目大产权办理完毕，现已安排客户办理小产权

证，剩余一半房屋等政府安排客户签约；马桥旗经济适用房项目大产权办理完毕，安排客户办理小产权，剩余三分之二房屋等政府安排客户签约；四方区瑞海经济适用住房项目南区已于 2016 年底竣工交楼、目前南区项目销售进度为 90%，北区一期已于 2014 年竣工交楼，二期于 2017 年 2 月底竣工交楼，一期已销售完毕，二期销售比例为 35%。

基本分析

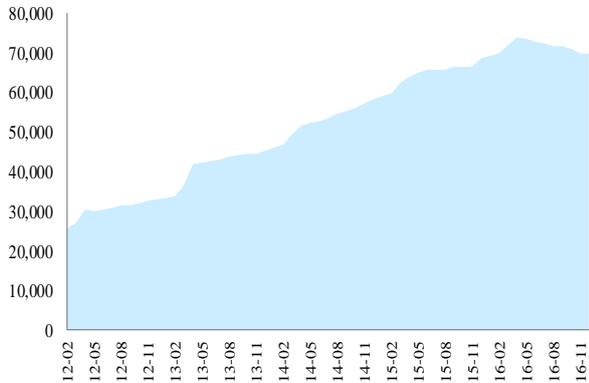
市场分化格局下三四线城市整体库存压力偏大，去化面临挑战；2016 年 9 月底以来，国内数十个城市发布楼市调控政策，同时受融资政策调整影响，房地产企业融资渠道有所收窄，中诚信国际将持续关注上述政策变动对房地产市场的影响

2016 年前三季度，房地产行业整体政策环境保持宽松，央行下调首套房首付、上调公积金存款利率、下调存款准备金率；同时，调整交易环节契税及营业税优惠政策、房地产企业营改增等财政政策实施亦有助于整体市场的库存去化。随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息，市场需求开始逐步释放，房地产市场需求转暖，全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在 2015 年 5 月和 6 月由负转正。2015 年及 2016 年 1-9 月，全国商品房销售额分别为 8.73 万亿元和 8.02 万亿元，同比分别增长 14.4% 和 41.3%，尤其是一线城市和部分库存压力较轻的二线城市如南京、苏州、合肥及武汉等地商品房销售市场和土地市场持续火爆，商品房销售价格和土地价格均出现较大幅度攀升；但为抑制房价快速上涨，9 月底以来，国内多个城市推出楼市调控政策，商品房销售增幅有所放缓，全年销售额和销售面积同比涨幅分别收窄至 34.8% 和 22.5%，规模分别达 11.76 万亿元和 15.73 亿平方米。

但中诚信国际也关注到，2016 年虽然当年房地产市场销售表现良好，但是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的城市，旧库存去化压力仍然较大，情况并未好转；此外，当年竣工未售项目又产生新增库存；在上述原因的共同作用下，同年

末待售面积仅小幅降至 6.95 亿平方米，仍面临一定的库存压力。

图 1：近年来全国商品房待售情况
单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2016 年 9 月底以来，国内数十个城市陆续发布楼市调控政策，上述城市主要为前期房地产市场涨幅较大的热点一、二线及其周边城市，主要调控措施包括限制居民商品房购买套数和提高购房贷款首付比例等，其中北京、上海、深圳等城市调控程度已达历史最严，本轮政策调控针对性强，以销售价格为重要调控目标，若调控目标未达到，后续政策还存在加码的可能。2016 年 11 月以来，上海、天津、郑州、武汉、济南和重庆等城市进一步升级了调控措施，调控城市范围持续扩大。2016 年 12 月，中央经济工作会议首次明确确定商品房的居住属性，而非用于炒作，亦体现了本次调控的决心和力度。2017 年 3 月，为进一步抑制房价上涨，遏制投机炒房，北京、广州、成都、南京、佛山、中山等二十余个城市再次升级或首次启动了限购限贷政策。从目前销售情况看，多数受调控城市成交量在政策实施后明显下滑，2016 年 10 和 11 月，一线城市新房整体成交量环比下降幅度分别为 19.09% 和 12.12%，二线城市中苏州、厦门、杭州等城市成交量环比下降幅度在 20%~40% 之间。

融资政策方面，近期银监会提出严格执行房地产贷款业务规制要求和调控政策，严禁银行理财资金违规进入房地产领域；交易所发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，将房地产企业划分为正常类、关注类和风险类；基金

业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号—私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，对私募资产管理计划投资于房地产价格上涨过快的 16 个热点城市普通住宅地产项目、向房地产开发企业提供融资用于支付土地出让款或补充流动资金等行为进行了规范。一系列监管政策收紧的情况下，2017 年房地产企业融资渠道或将有所收窄，同时受央行货币政策调整的影响，房地产企业在资本市场融资成本面临回升压力。中诚信国际将继续关注城市调控政策、融资政策以及货币政策对房地产企业的影响情况。

2016 年公司把握前三季度市场回暖窗口期，加大销售力度，公司销售规模实现大幅增长；充足的土地储备为公司未来业务规模的持续扩张提供了有力支持

房地产开发运营是保利集团最主要的业务板块。A 股上市公司保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“保利地产”，股票代码 600048）和 H 股上市公司保利置业集团有限公司¹（以下简称“保利置业”，股票代码 00119）是保利集团的两个房地产开发运营平台。截至 2016 年末，公司分别持有保利地产和保利置业 40.87% 和 46.59% 的股权。

公司房地产业务产品类别涵盖普通商品住宅、别墅、写字楼、酒店、商业中心、会展物业、保障性住房等。项目开发方面，2016 年以来，公司加大开发力度，当期新开工面积同比大幅提升 57.83% 至 2,410 万平方米；竣工面积同比小幅增长 5.76% 至 1,763 万平方米。截至 2016 年末，公司在建面积 5,208 万平方米，同比增长 13.51%。

表 1：近年来公司房地产业务运营情况

指标	2014	2015	2016
新开工面积（万平方米）	1,839	1,527	2,410
竣工面积（万平方米）	1,755	1,667	1,763
在建面积（万平方米）	4,844	4,588	5,208
项目数量（个）	301	331	414
签约面积（万平方米）	1,322	1,484	1,869
签约金额（亿元）	1,613	1,847	2,395

¹ 2012 年 8 月，保利(香港)投资有限公司更名为保利置业集团有限公司，公司简称亦由“保利香港”更名为“保利置业”。

销售均价（元/平方米）	12,207	12,446	12,814
-------------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

销售方面，受益于 2016 年前三季度全国房地产市场需求回暖，全国商品房全年销售面积同比增长 22.46%，全国商品房全年销售额同比增长 34.77%；受此影响，公司 2016 年销售业绩呈现量价齐升的态势，合同销售金额和合同销售面积分别大幅增长 29.67% 和 25.94% 至 2,395 亿元和 1,869 万平方米。

表 2：近年来公司经营情况与全国平均水平比较

指标	2014	2015	2016
公司合同销售面积（万平方米）	1,322	1,484	1,869
全国商品房销售面积（万平方米）	120,649	128,495	157,349
公司商品房销售面积占比	1.10%	1.15%	1.19%
公司合同销售金额（亿元）	1,613	1,847	2,395
全国商品房销售金额（亿元）	76,292	87,281	117,627
公司商品房销售金额占比	2.11%	2.12%	2.04%
公司合同销售面积同比增速	-0.38%	12.3%	25.94%
全国商品房销售面积同比增速	-7.60%	6.5%	22.46%
公司合同销售面积增速倍数	--	1.89	1.16
公司合同销售金额同比增速	5.49%	14.5%	29.67%
全国商品房销售金额同比增速	6.30%	14.4%	34.77%
公司合同销售金额增速倍数	0.87	1.01	0.85

注：公司合同销售面积增速倍数=公司合同销售面积同比增速/全国商品房销售面积同比增速；公司合同销售金额增速倍数=公司合同销售金额同比增速/全国商品房销售金额同比增速。

资料来源：国家统计局、公司提供

土地储备方面，随着一、二线热点城市土地成本的不攀升，公司旗下两个房地产运营平台主要通过合作、收并购等方式获取土地资源，2016 年新增土地储备规划建筑面积 2,462 万平方米，同比大幅增长 93.71%。截至 2016 年末公司土地储备总建筑面积增加至 5,989 万平方米，充足的土地储备为公司未来业务规模的持续扩张提供了有力的支持。

表 3：近年来公司土地储备情况

指标	2014	2015	2016
新拓展项目（个）	49	48	109
新增土地储备（万平方米）	2,175	1,271	2,462
土地储备总面积（万平方米）	4,667	4,912	5,989

注：新增土地储备面积为地上规划建筑面积，土地储备面积为未开工的地上规划建筑面积。

资料来源：公司提供

此外，公司把握央企整合机遇，并在公司的统筹安排下，保利地产承担了与中国航空工业集团公司旗下房地产业务的整合工作。截至 2016 年末，保利地产已完成中航地产下属 8 个房地产项目公司及 1 个在建工程的收购，新增待开发面积 140 万平方米。后续保利地产将继续积极推进中航工业集团旗下其他地产业务板块的整合工作，中诚信国际将对此保持关注。

区域布局方面，作为一家全国性的房地产公司，保利集团已初步完成以广州、北京、上海等一线城市为开发重点，并逐步拓展至二、三线城市的战略布局。截至 2016 年末，保利集团已进入 30 个省、市、自治区的 80 个大中城市。保利集团全国性的区域布局可有效化解销售区域过度集中的风险。同时中诚信国际也关注到，国内部分城市商品房，库存压力较大，保利集团房地产开发业务或将受到一定的不利影响。

表 4：近年来公司房地产业务区域拓展情况

指标	2014	2015	2016
进入省市自治区（个）	28(含香港)	30	30
进入城市（个）	73	77	80
规划面积（万平方米）	12,166	12,895	15,590

资料来源：公司提供

总的来看，2016 年公司把握前三季度市场回暖窗口期，加大推盘力度，签约销售金额同比大幅提升；此外公司加大土地获取力度，并把握央企整合机遇，项目储备充沛，区域分布较好。同时中诚信国际注意到，目前公司在建拟建房地产开发项目数量较多、投资规模较大，未来面临一定的资金压力以及楼市调控不断升级或将对公司未来的销售带来一定压力。

公司军品贸易业务继续保持行业领先，贸易收入同比有所提升

公司的全资子公司保利科技有限公司（以下简称“保利科技”）是保利集团从事军民品进出口贸易的主要运作平台。2012 年保利科技完成对新时代科技的整合，近年来保利集团贸易主业的进出口签约额在国内军贸企业中名列前茅，新时代科技并入

公司后更是进一步巩固了保利集团在军贸领域的优势地位。近年来保利集团进出口签约额连续3年位于全国军贸企业前三甲。

保利集团的民品贸易业务范围涉及金属、机电、汽车、化工、木材、轻工、纺织服装、塑料制品等多种业务。受经济环境影响，2016年公司贸易业务实现收入116.49亿元，同比上升22.13%。

表5：公司民品贸易业务主要品种收入构成（单位：亿元）

品种	2014	2015	2016
铜、钢、铝等金属类	22.12	9.63	15.16
化工类	5.20	5.58	7.69
机电产品类	11.16	9.65	8.18
纺织品等	1.58	1.19	0.24
酒业	0.25	0.38	0.49
煤炭	8.04	5.89	8.26
太阳能产品	0.71	0.39	0.58

资料来源：公司提供

总体来看，2016年以来，公司军品贸易继续保持行业领先，但民品贸易对经济景气度敏感性较高，中诚信国际将对公司民品贸易保持关注。

2016年下半年以来，随着国内煤炭价格不断回升，公司煤炭业务收入同比有所提升，但煤炭业务盈利

表6：截至2016年末公司主要控股煤矿概况

项目/公司名称	项目位置	煤种	保有储量（万吨）	设计产能（万吨/年）	投资总额（亿元）	是否已投产
高家庄煤矿	山西	主焦煤	53,136	300	6.53	一期120万吨/年已投产，二期停工缓建
铁新煤矿	山西	主焦煤、肥煤、瘦煤	12,925	90	4.50	是
合盛煤矿	山西	主焦煤	17,449	120	13.82	否
金庄煤矿	山西	肥煤1/3、焦煤	5,362	60	2.76	是
长虹煤矿	山西	肥煤1/3、焦煤	2,031	45	0.10	否
平山煤矿	山西	无烟煤	5,450	90	12.52	是
木凹沟煤矿	山西	主焦煤	9,685	90	8.58	是
别斯库都克煤矿	新疆	长焰煤	25,390	300	4.74	是
吉郎德煤矿	新疆	长焰煤	23,035	300	5.78	是
纸房煤矿	新疆	长焰煤	100,355	600	1.23	否
段家地煤矿	新疆	气煤	8,367	90	4.58	否
合计	--	--	263,185	2,085	65.14	--

资料来源：公司提供

总体来看，2016年下半年以来国内煤炭价格有所回升，带动保利能源收入规模同比增长；但是由于保利能源对旗下部分煤炭资源计提减值准备，当年保利能源亏损进一步扩大。此外，值得关注的是，2017年5月8日公司与中煤集团签署战略合作暨资

能力仍然偏弱；此外，按照国务院国资委关于非专业涉煤央企退出煤炭行业的统一部署，2017年公司计划将保利能源无偿划转给中煤集团

保利集团主要通过持股65%的保利能源从事矿产资源开发业务，保利能源的母公司保利科技亦从事部分境外资源开发业务。公司煤矿主要分布在山西、新疆两地区，在山西主要开采沁水煤田、霍西煤田、河东煤田，在新疆主要开采哈密巴里坤矿区的煤炭资源。截至2016年末，公司在山西和新疆主要控股煤矿的保有储量已达26.32亿吨，设计原煤产能达到2,085万吨/年；截至2016年末公司已投产原煤产能达到1,080万吨/年，同比持平。2016年，公司控股煤矿实现产量629.50万吨，同比下降10.27%；当年保利能源原煤销量为843.57万吨，同比增长35.34%；2016年下半年以来煤炭价格有所回升，得益于此保利能源当年实现营业收入41.40亿元，同比增长45.06%；但当年保利能源对旗下位于哈密巴里坤矿区的煤炭资源计提3.3亿元的资产减值准备，导致保利能源全年亏损进一步扩大至7.56亿元。

产划转协议，公司计划将旗下保利能源无偿划转给中煤集团，中诚信国际认为，保利能源对公司收入贡献较小，随着保利能源的划转，未来保利集团的盈利能力或将进一步得到提升。

公司文化艺术经营稳步发展，且在行业内保持了领先的地位

保利集团全资控股的保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”）是公司开展文化业务的主要载体。保利文化的主要业务包括演出组织策划、专业化剧院管理、艺术品经营与拍卖、电影院线与影院经营、影视传媒等。2014年3月，保利文化在香港交易所正式挂牌上市（股票代码03636.HK）。

在演出与剧院管理方面，截至2016年末，公司管理剧院数量进一步扩大至53家，继续保持国内最大剧院平台地位。2016年，公司共策划安排交响乐、芭蕾舞、话剧等各类演出6,799场，其作为

国内最大剧院院线平台的领先地位进一步巩固。

在艺术品经营与拍卖方面，2016年，公司艺术品经营与拍卖业务继续发挥境内外两个平台优势，加大营销力度，全年完成拍卖成交额96亿元，连续多年名列全球中国艺术品拍卖行业成交额首位。

2016年，公司管理的电影院数量进一步增长，截至2016年末公司自营影院数量达到32家，银幕238块；签约影院家（不含自营）数量达到92家，银幕509块；另外公司还拥有1家全国性院线发行公司。2016年受国内电影市场增速放缓的影响，公司直营及加盟影院实现票房收入10.44亿元，同比基本持平，公司总票房收入市场份额为2.28%，按票房收入排名位列14名。

表7：近年来公司文化业务运营情况

业务种类	指标	2014	2015	2016
演出与剧院管理	管理剧院家数（家）	39	43	53
	演出场次（场）	4,510	5,400	6,799
艺术品经营与拍卖	拍卖成交额（亿元）	77	87	96
	自营影院家数（家）	21	26	32
影业投资与电影院线管理	签约影院家数（不含自营）（家）	75	87	92

资料来源：公司提供

总体看，2016年公司艺术品经营与拍卖业务继续领跑市场，同时作为国内最大的剧院平台，公司院线演出内容不断丰富，但受国内电影市场增速放缓的影响，票房收入基本持平。

2016年，公司民爆业务规模稳步发展，收入规模同比提升

目前，保利久联控股集团有限责任公司（以下简称“保利久联”）为公司民爆业务的运营平台。2016年以来，公司民爆业务不断发展，截至2016年末公司工业炸药生产许可能力增加至45.35万吨，工业雷管生产许可能力维持在2.60亿发，进一步巩固国内龙头地位和区域市场优势。与此同时，保利久联通过调整营销体系，减少中间环节，为终端客户提供优质产品和服务，市场占有率稳中有升。2016年公司民爆业务实现收入52.78亿元，同比增长23.69%。

总体来看，2016年以来公司民爆业务规模进一步扩大，业务收入同比增长，业务竞争实力和竞争

优势更加突出，但中诚信国际也将关注该业务的安全生产情况和行业整合进展对公司民爆业务的影响。

财务分析

以下分析主要基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项段的无保留意见的2014~2016年度审计报告。该强调事项主要是子公司保利科技有限公司、中国新时代科技有限公司、保利国际发展有限公司报表项目中涉密部分已由公司内部审计部门审计。公司财务报表均依照新会计准则编制。

盈利能力

2016年公司营业总收入为2,093.20亿元，同比增长24.86%。从收入构成看，公司的业务主要分为房地产开发运营、进出口贸易、矿产资源投资开发、文化产业和民爆业务等五大板块。房地产销售收入是公司最主要的收入来源。2016年，公司房地产开

发运营业务收入同比大幅提升 28.57% 至 1,858.14 亿元，占当年公司营业总收入的 88.77%。除房地产板块外，公司贸易业务、文化产业及民爆业务收入占比较小对公司盈利能力影响较小。此外，值得关注的是，保利集团计划将保利能源无偿划转给中煤集团，随着保利能源划转的实施，公司收入构成将发生改变。

表 8: 近年来公司各板块收入情况 (单位: 亿元)

业务板块	2014	2015	2016
房地产开发运营	1,375.36	1,445.22	1,858.14
贸易业务	134.25	95.38	116.49
矿产资源投资开发业务	40.68	37.42	41.04
文化产业	21.35	26.42	31.51
民爆业务	39.05	42.67	52.78

资料来源: 公司提供非审计报告数据

毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 26.77%，同比小幅下降。分板块来看，受公司当年在华南片区、华北片区和西部片区结转的项目毛利率下降的影响，2016 年公司房地产开发运营业务毛利率为 27.15%，同比小幅下降；同年受益于铜、钢、铝等大宗商品价格的上升，公司贸易板块的毛利率同比小幅提升；2016 年受益于下半年以来国内煤炭价格有所回升，带动矿产资源开发业务毛利率同比提升 7.42 个百分点；民爆业务受行业景气度下滑的影响，营业毛利率小幅下降至 27.23%。文化产业方面，公司文化产业毛利率同比小幅下降至 32.77%。

表 9: 近年来公司主要业务板块毛利率

业务板块	2014	2015	2016
房地产开发运营	30.59%	29.88%	27.15%
贸易业务	8.66%	13.31%	14.66%
矿产资源投资开发	15.53%	13.56%	20.98%
文化产业	31.56%	34.25%	32.77%
民爆业务	31.54%	30.87%	27.23%
营业毛利率	28.49%	29.38%	26.77%

资料来源: 公司提供非审计报告数据

2016 年公司期间费用随着业务规模的扩大而同比增长 17.67% 至 145.67 亿元；同期，公司三费收入占比为 6.96%，同比小幅下降。从三费结构来看，公司销售费用与管理费用随着房地产开发销售规模的增长有所上升，2016 年公司的销售费用与管理费用分别为 51.16 亿元和 52.08 亿元，分别同比增长 20.86% 和 20.09%。财务费用方面，2016 年公

司财务费用为 42.43 亿元，同比增长 11.37%。公司的财务费用规模相对于有息债务规模较小，主要是由于公司大部分借款产生的利息支出都已在存货和在建工程中资本化，2016 年公司资本化利息金额为 68.21 亿元。

表 10: 近年来公司三费情况

单位: 亿元	2014	2015	2016
销售费用	40.05	42.33	51.16
管理费用	39.23	43.36	52.08
财务费用	29.01	38.10	42.43
三费合计	108.29	123.80	145.67
三费收入占比	6.75%	7.38%	6.96%

资料来源: 公司财务报告，中诚信国际整理

2016 年公司利润总额随着收入规模的增长同比增长 9.89% 至 246.45 亿元。从利润总额的构成看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2016 年公司经营性业务利润为 237.57 亿元，同比增长 5.74%；此外公司还有部分投资收益和营业外损益，2016 年分别为 15.17 亿元和 3.99 亿元。净利润方面，2016 年公司实现净利润 168.60 亿元，同比增长 10.99%。

总体来看，2016 年公司房地产结转收入规模同比明显提升，虽然毛利率下降以及期间费用增长对利润增长有所拖累，但在收入增长的带动下，公司经营性业务利润同比仍有所增长。值得关注的是，2017 年 5 月 8 日公司与中煤集团签署了战略合作暨资产划转协议，公司计划将旗下保利能源整体无偿划转给中煤集团，若上述划转能顺利实施，未来保利集团的盈利能力或将进一步得到提升，中诚信国际将对保利能源的划转进度以及其未来对公司盈利能力、收入构成和整体经营情况的影响保持关注。此外，中诚信国际将持续关注房地产及贸易行业景气度变化等因素对公司未来盈利能力的影响。

偿债能力

2016 年，得益于房地产开发运营板块销售回款大幅提升，公司加大了债务的偿还力度，使得同期末总债务同比下降 68.90 亿元至 1,876.95 亿元；此外，当期利润积累带动所有者权益增加，2016 年末公司资产负债率和总资本化率分别下降至 76.30% 和 54.36%。从债务结构看，公司以长期债务为主，

同期末长期债务 1,520.32 亿元，占总债务的比重为 81.00%；同时公司货币资金充裕受限规模很小，2016 年末为 757.85 亿元，可覆盖短期债务。

表 11：近年来公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016
长期债务（亿元）	1,503.00	1,274.75	1,520.32
短期债务（亿元）	524.40	671.10	356.62
总债务（亿元）	2,027.40	1,945.85	1,876.95
货币资金（亿元）	663.99	662.36	757.85
EBITDA（亿元）	268.84	280.76	308.53
经营活动净现金流（亿元）	-176.12	293.95	424.05
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.26	2.27	3.80
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.09	0.15	0.23
EBITDA 利息倍数(X)	1.93	2.17	2.77
总债务/EBITDA(X)	7.54	6.93	6.08

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从偿债能力指标分析，2016 年公司 EBITDA 为 308.53 亿元，同比增长 9.89%，此外得益于公司销售回款大幅提升，经营活动净现金流亦同比大幅增长，并且由于公司总债务同比有所下降，当年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数有所提升。

或有事项方面，截至 2017 年 3 月末保利集团对合营及联营公司提供担保共计 36.90 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司所有权受限资产账面价值合计 614.9 亿元。同期末公司无重大未决诉讼。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度达到 4,140 亿元，其中未使用额度 2,482 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求提供了有力的保障。另外，目前公司控股保利地产、保利置业、保利文化和久联发展等四家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。

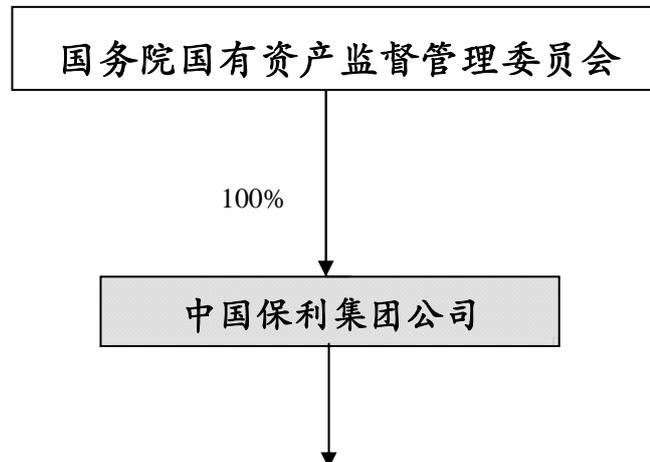
过往债务履约情况

根据公司提供的数据，2014~2016 年公司未发生债务违约情况；截至 2016 年末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款，亦未发生债务融资工具违约情形。

结论

中诚信国际维持中国保利集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“12 保利债”和“14 保利债”的债项信用等级为 **AAA**。

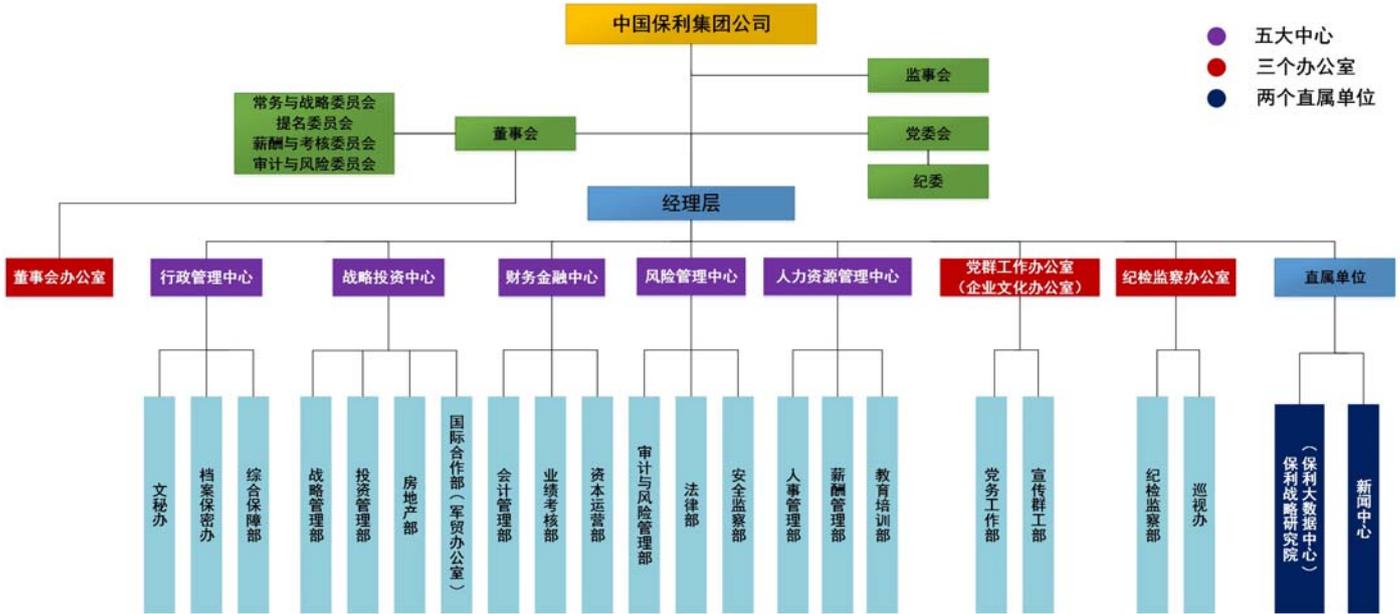
附一：中国保利集团公司股权结构图（截至 2016 年末）



序号	主要子公司名称	级次	持股比例(%)	实收资本(万元)
1	保利(香港)控股有限公司	2	100.00	5,350.00
2	保利置业集团有限公司	3	46.59	169,072.28
3	保利国际控股有限公司	2	100.00	10,000.00
4	保利科技有限公司	3	100.00	60,000.00
5	保利能源控股有限公司	3	65.00	375,000.00
6	保利南方集团有限公司	2	100.00	10,050.00
7	保利房地产(集团)股份有限公司	3	40.87	1,185,781.21
8	保利文化集团股份有限公司	2	63.69	24,631.60
9	保利艺术博物馆	2	100.00	1,801.00
10	重庆万和电影院线有限责任公司	2	51.00	400.00
11	北京新保利大厦房地产开发有限公司	2	94.35	10,952.00
12	保利财务有限公司	2	76.86	200,000.00
13	保利投资控股有限责任公司	2	100.00	20,000.00
14	保利久联控股集团有限责任公司	2	51.00	29,318.00
15	贵州久联民爆器材发展股份有限公司	3	15.30	32,736.82

资料来源：2016 年审计报告

附二：中国保利集团公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附三：中国保利集团公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	6,639,895.20	6,623,578.42	7,578,539.92
交易性金融资产	30,454.06	66,340.76	6,754.78
应收账款净额	738,854.85	745,457.68	658,301.46
其他应收款	2,826,561.62	3,781,897.89	5,109,376.06
存货净额	35,777,703.58	38,048,141.98	38,770,153.91
长期投资	639,824.46	873,427.44	2,276,860.31
固定资产	1,142,987.65	1,192,088.52	1,385,084.12
在建工程	277,283.24	278,347.58	116,868.25
无形资产	1,405,214.55	1,429,741.34	1,380,473.13
总资产	55,090,859.17	59,387,489.52	66,477,087.68
其他应付款	3,843,550.63	3,899,702.63	5,797,298.43
短期债务	5,244,013.76	6,710,955.09	3,566,225.34
长期债务	15,029,990.28	12,747,515.79	15,203,237.24
总债务	20,274,004.04	19,458,470.89	18,769,462.57
净债务	13,634,108.84	12,834,892.47	11,190,922.65
总负债	42,660,715.97	45,679,461.86	50,721,028.76
财务性利息支出	347,316.90	421,534.04	432,708.39
资本化利息支出	1,047,000.00	873,997.83	682,122.91
所有者权益合计	12,430,143.20	13,708,027.65	15,756,058.92
营业总收入	16,048,517.00	16,763,849.22	20,932,035.23
三费前利润	3,231,621.80	3,484,757.40	3,832,437.79
投资收益	156,463.59	132,332.01	151,735.17
净利润	1,570,585.28	1,519,085.16	1,686,045.01
EBIT	2,534,810.23	2,664,148.00	2,897,215.32
EBITDA	2,688,421.65	2,807,570.10	3,085,318.08
经营活动产生现金净流量	-1,761,241.78	2,939,503.94	4,240,524.61
投资活动产生现金净流量	-445,738.83	-436,508.05	-1,660,128.89
筹资活动产生现金净流量	3,001,189.63	-2,484,574.13	-1,609,574.56
现金及现金等价物净增加额	785,188.20	56,532.05	1,010,026.05
资本支出	122,467.37	97,886.34	95,949.28
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	28.49	29.38	26.77
三费收入比(%)	6.75	7.38	6.96
EBITDA/营业总收入(%)	16.75	16.75	14.74
总资产收益率(%)	4.97	4.66	4.60
流动比率(X)	1.83	1.64	1.67
速动比率(X)	0.51	0.47	0.57
存货周转率(X)	0.34	0.32	0.40
应收账款周转率(X)	26.73	22.62	29.82
资产负债率(%)	77.44	76.92	76.30
总资本化比率(%)	61.99	58.67	54.36
短期债务/总债务(%)	25.87	34.49	19.00
经营活动净现金/总债务(X)	-0.09	0.15	0.23
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.34	0.44	1.19
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.26	2.27	3.80
总债务/EBITDA(X)	7.54	6.93	6.08
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.42	0.87
EBITDA 利息倍数(X)	1.93	2.17	2.77

注：公司的财务报表根据新会计准则编制。

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

短期债务=短期借款+应付短期融资券+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

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）/营业收入

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 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

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））

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：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。