

信用评级公告

联合〔2022〕6114号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期瑞丰资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定维持“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期瑞丰资产支持票据”项下优先级资产支持票据“21 瑞丰 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月八日

深圳前海联易融商业保理有限公司2021年度第一期瑞丰 资产支持票据2022年跟踪评级报告

评级结果

资产支持 票据 简称	未偿金额 (万元)		占比		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
21 瑞丰 ABN001 优先	112990.00	112990.00	99.99%	99.99%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
21 瑞丰 ABN001 次	10.00	10.00	0.01%	0.01%	NR	NR
总 计	113000.00	113000.00	100.00%	100.00%	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.NR-未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2021 年 8 月 4 日

预期到期日：2022 年 8 月 3 日

跟踪期间：2021 年 7 月 24 日 - 2022 年 7 月 8 日

法定到期日：2023 年 8 月 4 日

共同债务人/保利发展：保利发展控股集团股份有限公司

债务人：保利发展及/或保利发展子公司

跟踪评级时间

2022 年 7 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

分析师：

刘宇辰 高北辰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期瑞丰资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的跟踪，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据“21 瑞丰 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

跟踪期内，共同债务人保利发展资信水平稳定。保利发展股东背景雄厚，规模优势突出。跟踪期内，受益于房地产项目结转规模增加以及投资收益对利润的有效补充，保利发展营业收入及净利润均保持增长态势，整体盈利能力强，其作为基础资产共同债务人对“21 瑞丰 ABN001 优先”本息的偿付仍具有主要的信用支撑作用。

关注

需关注保利发展的相关经营和财务风险。房地产市场运行存在一定不确定性，保利发展面临房地产行业政策风险及城市集中风险；同时保利发展也存在一定合作方风险。保利发展主要布局城市土地市场竞争激烈，部分城市存在限价情况，保利发展未来房地产项目毛利率存在下降压力。

共同债务人主要财务数据：

保利发展控股集团股份有限公司（合并口径）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	1394.92	1465.16	1715.23	1376.08
资产总额（亿元）	10332.09	12513.75	13999.33	14297.92
所有者权益（亿元）	2295.22	2666.38	3029.14	3118.84
短期债务（亿元）	742.87	794.95	741.44	723.52
长期债务（亿元）	2035.90	2322.27	2735.23	2905.16
全部债务（亿元）	2778.77	3117.22	3476.67	3628.67
营业总收入（亿元）	2359.81	2432.08	2850.24	335.55
利润总额（亿元）	505.31	525.38	500.35	51.35
EBITDA（亿元）	563.94	597.03	577.24	--
经营性净现金流（亿元）	391.55	151.50	105.51	-398.87
营业利润率（%）	25.70	24.95	21.30	23.58
净资产收益率（%）	16.36	15.02	12.28	--
资产负债率（%）	77.79	78.69	78.36	78.19
全部债务资本化比率（%）	54.76	53.90	53.44	53.78
流动比率（%）	156.23	151.14	152.33	155.36
经营现金流流动负债比（%）	6.53	2.02	1.29	--
现金短期债务比（倍）	1.88	1.84	2.31	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	3.87	3.74	3.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.93	5.22	6.02	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 租赁负债未计入债务；3. 保利发展 2022 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；4. “--”代表计算无意义的数字
 资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期瑞丰资产支持票据”（以下简称“本交易”或“本期资产支持票据”）的委托人/发起机构深圳前海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融保理”或“发起机构”）将其合法拥有、依法可以转让的每一笔应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，采取特殊目的载体机制，将基础资产信托给受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”），设立“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期瑞丰资产支持票据信托”（以下简称“本信托”）。

华能贵诚信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行本期资产支持票据，投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。前述应收账款债权的付款义务均已获得债务人保利发展子公司出具的《买方确认函》及共同债务人保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）出具的《债务加入确认书》予以确认。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。

二、票据兑付情况

截至本报告出具日，本期资产支持票据尚未到兑付期。

截至本报告出具日，本交易存续期内发行资产支持票据如下表所示。

表1 截至本报告出具日本交易存续期内发行资产支持票据情况（单位：万元）

债券代码	债券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082100727.IB	21 瑞丰 ABN001 优先	3.00%	2021/08/04	2022/08/03	到期一次性还本付息	112990.00
082100728.IB	21 瑞丰 ABN001 次	--	--	2022/08/03	到期享有剩余收益	10.00
合计	--	--	--	--	--	113000.00

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本交易基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

基础资产方面，截至本报告出具日，本交易基础资产已于2021年8月3日进行转让登记，登记到期日为2026年8月2日。本交易基础资产涉及597笔应收账款尚未到期，应收账款金额为117113.29万元，基础资产涉及的债务人、原始债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。基础资产所涉应收账款均已取得债务人出具的《买方确认函》及共同债务人保利发展出具的《债务加入确认书》予以确认，确认其负有到期

支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；共同债务人保利发展确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，同意相应账款到期支付不附条件。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

“21瑞丰ABN001优先”票面利率为3.00%，在考虑了信托税费（增值税及附加费，对增值部分计算3.00%的增值税，除了增值税本身外，还需要承担附加税费，包括7%的城市维护建设税，

¹ 附属权益：系指附属担保权益和其他附属权益的统称，其中：就每一笔应收账款债权而言，附属担保权益系指基础合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障

作用的权益；其他附属权益系指与应收账款债权有关的、为委托人的利益而设定的其他权益，包括但不限于基于应收账款债权产生的违约金、赔偿金、滞纳金等其他收益。

3%的教育费附加和2%的地方教育费附加)、由信托财产承担的簿记建档服务费为本交易发行规模的0.008%、登记托管费及兑付清算费率为优先级资产支持票据兑付本息的0.005%及资产支持票据预期到期日为2022年8月3日等因素的基础上,联合资信测算了应收账款偿付安排对“21瑞丰ABN001优先”到期支出的保障程度,结果如下。

表2 基础资产回收现金流对“21瑞丰ABN001优先”预期支出的保障程度(单位:万元、倍)

“21瑞丰ABN001优先”票面利率	预期支出	保障比率
3.00%	116519.45	1.0051

注:预期支出=优先级资产支持票据本金×(1+预期收益率×(存续期间/365))
+由信托财产承担的合计费用;保障比率=基础资产现金流入/预期支出
资料来源:联合资信整理

以上测试结果表明,基础资产所涉应收账款金额能够覆盖“21瑞丰ABN001优先”到期支出。

四、共同债务人信用风险分析(具体分析详见附件1-1)

本交易的共同债务人为保利发展。跟踪期内,保利发展资信水平维持稳定,主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,其作为基础资产共同债务人有效保障了基础资产质量,对优先级资产支持票据本息的偿付仍起到主要的信用支撑作用。

保利发展主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等。截至2021年底,保利发展注册资本119.70亿元,控股股东为保利南方集团有限公司,持有保利发展37.69%的股权,中国保利集团有限公司(以下简称“保利集团”)直接及间接持有保利发展40.49%的股权,保利发展实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2021年底,保利发展本部内设战略投资中心、地产管理中心、产业管理中心、财务金融中心和风险管理中心等职能部门。

截至2021年底,保利发展合并资产总额13999.33亿元,所有者权益3029.14亿元(含少数股东权益1073.54亿元);2021年,保利发展实现营业总收入2850.24亿元,利润总额500.35亿元。

截至2022年3月底,保利发展合并资产总额14297.92亿元,所有者权益3118.84亿元(含少数股东权益1139.45亿元);2022年1—3月,保利发展实现营业总收入335.55亿元,利润总额51.35亿元。

保利发展作为中央国有控股的大型房地产上市企业(股票代码:600048.SH),股东背景雄厚,规模优势突出,行业经验丰富,具备很强的综合竞争力和品牌影响力。保利发展土地储备

规模较大,质量较好;房地产销售规模继续保持增长态势;保利发展盈利能力强、资产质量高、债务负担适中且融资能力很强。同时,联合资信也关注到项目城市分布较为集中且面临较为严苛的政策调控及保利发展毛利率下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

联合资信确定维持保利发展主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定。

优势

1.保利发展股东背景雄厚,且对其支持力度较大。2021年,保利发展作为中国保利集团有限公司旗下地产业务的核心运营平台,在资金等方面继续得到股东的大力支持。

2.保利发展销售规模继续保持增长态势,规模优势突出;盈利能力强。2021年,保利发展房地产业务销售规模继续保持增长态势,销售排名稳居行业前五。2021年,保利发展实现营业总收入2850.24亿元,利润总额500.35亿元,各盈利指标在行业内处于中上水平。

3.保利发展拿地方式多元,项目储备充足且质量较好。保利发展通过招拍挂、合作开发、旧改以及收并购等多元化方式获取土地,可售项目储备充足,区域分布以一二线核心城市和重点城市群的强三线城市为主,质量较好且成本合理。

4.保利发展资产质量高、债务负担适中且融资能力很强。保利发展资产受限比例低,资产质量高。截至2021年底,全部债务资本化比率降至53.44%,债务负担适中。此外,保利发展综合融资能力很强,依托央企信用优势,保利发展银行

授信充足，融资渠道多元，截至 2021 年底，保利发展平均融资成本为 4.46%，较上年底下降 0.31 个百分点。

关注

1. 房地产市场运行存在一定不确定性，保利发展面临房地产行业政策风险及城市集中风险；同时保利发展也存在一定合作方风险。2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善，未来房地产市场运行存在一定不确定性。保利发展执行城市深耕策略，销售集中度较高，且重点

布局城市中热点一二线城市较多，受调控政策影响较大。同时，保利发展合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

2. 保利发展主要布局城市土地市场竞争激烈，部分城市存在限价情况，保利发展未来房地产项目毛利率存在下降压力。保利发展获取项目主要位于一二线城市，土地市场竞争激烈，2020 年和 2022 年一季度新增土储楼面均价上升幅度较大且部分一二线城市限制房地产预售价格，此类项目未来将陆续进入结转期，保利发展房地产销售毛利率存在继续下降的压力。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间，委托人/资产服务机构、受托人、

资金保管机构未发生替换，履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，

联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据“21瑞丰ABN001优先”的信用等级为AAA_{sf}，该评级结果反映了“21瑞丰ABN001优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 共同债务人保利发展控股集团股份有限公司信用分析

一、主体概况

保利发展控股集团股份有限公司(以下简称“公司”或“保利发展”)前身系广州保利房地产开发公司(以下简称“广州保利地产”),是由中国保利集团有限公司(以下简称“保利集团”)全资子公司保利南方集团有限公司(原名“保利科技南方公司”,以下简称“保利南方集团”)全额出资,于 1992 年 9 月在广州市工商行政管理局注册成立的全民所有制企业,成立时注册资本为 1000 万元。2006 年 7 月,公司在上海证券交易所上市,证券代码 600048.SH,股票简称“保利地产”。2018 年 10 月,公司名称变更为现名。

截至 2021 年底,公司注册资本 119.70 亿元,控股股东为保利南方集团,持有公司 37.69%的股权,保利集团直接及间接持有公司 40.49%的股权,公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等。

截至 2021 年底,公司本部内设战略投资中心、地产管理中心、产业管理中心、财务金融中心和风险管理中心等职能部门。

截至 2021 年底,公司合并资产总额 13999.33 亿元,所有者权益 3029.14 亿元(含少数股东权益 1073.54 亿元);2021 年,公司实现营业总收入 2850.24 亿元,利润总额 500.35 亿元。

截至 2022 年 3 月底,公司合并资产总额 14297.92 亿元,所有者权益 3118.84 亿元(含少

数股东权益 1139.45 亿元);2022 年 1—3 月,公司实现营业总收入 335.55 亿元,利润总额 51.35 亿元。

公司注册地址:广州市海珠区阅江中路 832 号保利发展广场 53-59 层;法定代表人:刘平。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2022 年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022 年一季度,中国国内生产总值 27.02 万亿元,按不变价计算,同比增长 4.80%,较上季度两年平均增速²(5.19%)有所回落;环比增长 1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前 2019 年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%,工农业生产总体稳定,但 3 月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为 4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前 2019 年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50

²为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率,下同。

固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期

多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有

所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了

购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开发投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风

险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房

地产政策出现转向。2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2—3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预

售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 4 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

四、经营分析

1. 经营概况

2021 年公司营业收入规模保持增长态势，受结转项目地价相对较高等因素影响，公司房地产业务毛利率小幅下降。

跟踪期内，公司继续保持“不动产投资开发为主，综合服务与不动产金融为翼”的业务板块布局，即以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业为辅的开发策略。

从经营情况看，2021 年，公司实现营业总收入（含利息收入等）2850.24 亿元，同比增长 17.19%，主要系房地产项目结转规模增长所致；实现利润总额 500.35 亿元，同比下降 4.76%，主

要系毛利降低所致。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司的核心业务板块，公司其他业务收入主要包括建筑安装收入、物业管理收入、展览服务收入及酒店经营收入等，2021 年随着公司物业管理等商业模式的逐步成熟以及管理规模的增加，公司其他业务对收入的贡献有所提升。

毛利率方面，公司 2021 年主营业务毛利率较上年下降 5.70 个百分点，主要系结转项目地价相对较高所致，与行业利润率下行趋势一致。公司毛利率仍处于行业较高水平。

2022 年一季度，公司实现营业总收入 335.55 亿元，同比增长 33.74%，毛利率为 27.93%，同比下降 7.53 个百分点。

表 5 2019 - 2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产销售	2237.31	95.19	35.38	2263.76	93.62	33.48	2607.67	91.87	27.13
其他	113.06	4.81	22.53	154.32	6.38	14.33	230.89	8.13	19.91
合计	2350.38	100.00	34.76	2418.08	100.00	32.25	2838.56	100.00	26.55

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

跟踪期内，公司坚持“中心城市+核心城市群”的战略布局，通过多元化方式获取土地，其项目资源储备丰富，土储质量较好。但需关注土地成本增加对未来公司房地产项目毛利率水平的影响。

从拿地方式来看，跟踪期内，公司仍以招拍挂方式为主，并结合城市更新、产业拓展等，保持多元化的拿地方式。

2021 年，22 个城市实行集中供地，公司在土地市场波动的情况下，拿地力度有所下降但维

持在合理规模，公司当期新增土储的权益占比为 72%；新增土储楼面均价有所降低，主要系未在首批集中供地中追高，并在热度下降后的第二、第三批集中供地中加大投资力度所致；新增土储中，珠三角、长三角区域占比合计为 54%，较上年提高 7 个百分点。

2022 年一季度，公司土地投资金额同比下降 24.55%，其中 38 个核心城市拓展金额占比接近 90%，厦门、广州和北京市拓展金额合计占土地投资总金额的 75.06%，故公司新增土地楼面均价大幅提升。

表 6 2019 - 2021 年及 2022 年 1-3 月公司获取土地情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
新增土储项目个数（个）	127	146	145	/
新增土储项目计容面积（万平方米）	2680	3186	2722	194
拿地支出（亿元）	1555	2353	1857	341
新增土储项目楼面均价（元/平方米）	5802	7388	6822	17577
拿地支出占当年签约销售金额比例	33.68%	46.80%	34.72%	--

注：1. 上表统计口径为全口径；2. “/”表示数据未获取；3. “--”表示数据无意义
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从剩余可售面积情况看，截至2021年底，公司房地产项目全口径剩余可售面积（计容面积部分）为8796.30万平方米，约为公司2021年签约销售面积的2.64倍，公司可售规模充裕。

（2）项目建设

公司在建及拟建项目规模较大，可有力保障其房地产业务的持续发展，但同时其未来的资金需求也较大。

2021年，公司房地产项目开发力度较大，新开工面积和竣工面积同比分别增长11.34%和5.19%。受新增土储面积较少影响，2022年一季度公司新开工面积同比下降41.29%。具体情况如下表所示。

表7 2019-2021年及2022年1-3月公司房地产开发情况

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
新开工面积（万平方米）	4983	4630	5155	607
竣工面积（万平方米）	2973	3986	4193	471

注：上表统计口径为全口径

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从在建及拟建项目来看，截至2022年3月底，公司在建和拟建项目合计747个，在建面积12786万平方米，待开发面积6989万平方米。整体看，公司在建及拟建项目规模较大，可有力保障其房地产业务的持续发展，但同时其未来的资金需求也较大。此外，公司合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

（3）项目销售

2021年，公司签约销售金额继续增长，区域布局以一二线城市及部分重点城市群的强三线城市为主，销售回款率维持高位，公司城市深耕效果显著，但存在一定城市集中风险。

具体销售情况方面，得益于完善的业务布局、清晰的产品定位、合理的营销规划和品牌声誉，公司销售金额保持增长态势，区域结构保持稳定，

布局以一二线城市及部分重点城市群的强三线城市为主。2021年尽管受到市场波动影响公司签约销售金额增速放缓，但销售规模仍位列行业第四、央企房地产企业第一。分区域来看，公司在珠三角和长三角地区合计签约销售均超过2800亿元，合计销售占比达53%，其中广州和佛山合计销售规模超920亿元，杭州超300亿元，南京和北京均超200亿元，东莞、上海、郑州和武汉均超100亿元。整体看，公司核心区域及城市深耕效果显著。但销售集中度较高，且重点布局城市中热点一二线城市较多，或将受到较大调控政策影响。

2022年一季度，受行业下行影响，公司签约销售金额及签约销售面积同比分别下降27.02%及22.89%。

销售回款方面，为应对行业资金面收紧风险，公司将回笼指标纳入业绩考核、建立回笼动态监控机制以及加大按揭总对总合作力度等多种举措，持续强化现金管理能力。2021年以来，公司销售回款率仍保持在行业较高水平。

表8 2019-2021年及2022年1-3月公司房地产销售情况

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
协议销售面积（万平方米）	3123	3409	3333	554
协议销售金额（亿元）	4618	5028	5349	907
协议销售均价（万元/平方米）	1.48	1.48	1.60	1.64
销售回款率（%）	93	94	94	92
结转面积（万平方米）	1766	2069	3013	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

结转方面，2021年，公司结转收入金额继续增长，主要系结转面积增长所致。从结转收入的区域分布情况来看，华南区域保持较大的结算金额，除东北和海外区域贡献较低外，其他各区域发展较为均衡，具体情况如下表所示。

表9 2019-2021年公司房地产业务结算收入区域分布情况（单位：亿元）

区域	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
华南区域	708.11	31.65	666.86	29.46	898.06	34.44

华东区域	514.42	22.99	466.74	20.62	453.04	17.37
西部区域	415.74	18.58	420.81	18.59	324.94	12.46
中部区域	291.21	13.02	317.63	14.03	412.12	15.80
华北区域	195.06	8.72	263.02	11.62	372.30	14.28
东北区域	109.44	4.89	122.99	5.43	141.32	5.42
海外区域	3.33	0.15	5.71	0.25	5.88	0.23
合计	2237.31	100.00	2263.76	100.00	2607.66	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 其他业务

公司其他业务规模不大，对其收入及利润的贡献较小，但可与房地产主业之间形成相互促进、协调发展的良好效应，增强主业竞争力。

公司在围绕房地产开发主业发展的同时，积极整合上下游产业链资源，在综合服务与不动产金融领域形成了物管、经纪、商管、建筑、房地产基金、会展、文旅、康养、教育以及公寓等多产业协同发展的格局。两翼产业的稳步发展，与主业之间形成了相互促进、协调发展的良好效应，有望成为公司未来新的规模与利润增长点。

公司物业管理业务主要由保利物业服务股份有限公司（以下简称“保利物业”）运营。2021年，保利物业实现营业收入 107.83 亿元，同比增长 34.16%；除税前溢利 11.62 亿元，同比增长 24.28%。截至 2021 年底，保利物业已进驻全国 196 个城市，在管项目总面积约 4.65 亿平方米，合同管理项目总面积约 6.56 亿平方米。从行业排名来看，保利物业在中国指数研究院 2021 年物业服务企业上市公司十强中排名第八位。

商业管理板块方面，公司管理业态包括购物中心、酒店、会展和公寓等，并以轻资产模式实现品牌及管理输出。截至 2021 年底，公司已开业购物中心 35 个，在建及筹建项目分布于广州、上海和武汉等 38 个城市，开业面积 247.5 万平方米；已开业酒店、会议中心 20 个，客房数近 5000 间；长租公寓在营项目 43 个，覆盖上海、广州、杭州以及成都等核心城市。

在不动产金融业务方面，截至 2021 年底，公司在管基金管理规模近 1700 亿元，其中信保（天津）股权投资基金管理有限公司多次被评为“中国房地产基金十强”。

4. 经营效率

公司经营效率尚可，处于行业一般水平。

2021 年，公司流动资产周转次数、存货周转率、总资产周转率分别为 0.24 次、0.27 次和 0.22 次，较上年分别提高 0.01 次、0.02 次和 0.01 次。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业一般水平。

表 10 2021 年房地产开发类上市公司经营效率指标

（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.34	0.29	0.24
金地集团	0.41	0.29	0.23
招商蛇口	0.31	0.26	0.20
华润置地	0.40	0.36	0.24
中国海外发展	0.41	0.38	0.29
保利发展	0.27	0.24	0.21

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind，与报告中联合资信的计算数值或有偏差

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 未来发展

公司将坚持“一主两翼”战略，发展战略较为清晰，可实施性较强。

未来，不动产投资开发仍将是公司坚定的主业方向，在“房住不炒”的政策背景下，公司将坚持刚性及改善性需求定位，回归房屋居住属性，不断提升产品设计与配套服务水平；坚持“中心城市+城市群”的城市深耕策略，提升城市研判精准度，把握区域市场结构性机会；发挥央企资源整合优势，创新拓展方式，加大城市更新等多元化拓展力度；加快项目开发建设进程，落地精细化管理，细化考核与激励机制，促进运营效率提升。

围绕不动产投资开发主业，公司将积极发展和培育不动产产业链业务，在做好主业协同的基

础上，持续提升市场化竞争力。一方面，公司将以产业链价值挖掘与资产经营为主线，持续优化产业布局和资源配置，巩固物业等板块的龙头地位，加速培育商管、会展等潜力板块，大力孵化健康养老等产业，完善综合服务布局；强化自持物业管理，建立全周期经营管理机制，提高资产收益水平。另一方面，以产业金融服务为基础，持续提升房地产基金管理规模 and 市场化程度，加强产业链投资及资本运作能力，推动产融结合，充分发挥产业金融在探索布局新兴战略业务领域的引领作用，打造新的利润增长点。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 13999.33 亿元，所有者权益 3029.14 亿元（含少数股东权益 1073.54 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 2850.24 亿元，利润总额 500.35 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 14297.92 亿元，所有者权益 3118.84 亿元（含少数股东权益 1139.45 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 335.55 亿元，利润总额 51.35 亿元。

2. 资产质量

2021 年，随着业务规模不断扩大，公司资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例低且存货区域分布较好，投资性房地产采用成本法计量，整体资产质量高。此外，随着合作开发规模扩大，公司长期股权投资和往来

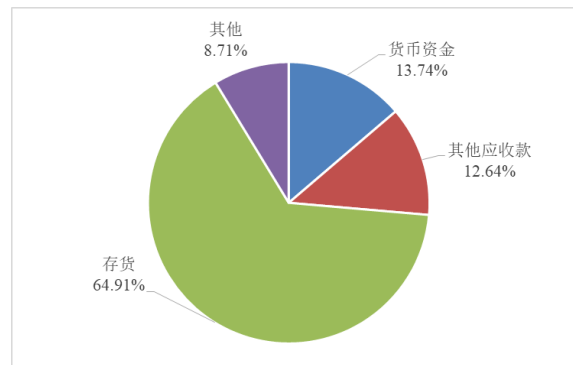
款规模保持增长。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 13999.33 亿元，较上年底增长 11.87%，其中，流动资产占 89.10%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 12473.42 亿元，较上年底增长 9.78%，主要系存货增长所致；流动资产构成如下图所示。

图 1 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司货币资金 1713.84 亿元，较上年底增长 17.38%，主要系房地产业务销售回款规模及融资规模增长所致。公司货币资金中有 11.24 亿元受限，主要为履约保证金存款，受限比例为 0.66%，此外，有 447 亿元为预售监管资金。

公司其他应收款主要为公司与下属子公司合作方股东、合营企业和联营企业间发生的资金往来款，属于房地产开发经营业务中正常产生的经营性款项。截至 2021 年底，公司其他应收款 1576.87 亿元，较上年底增长 3.08%。从账龄看，1 年以内占 45.40%，1~2 年占 21.99%，2~3 年占 10.64%，3 年以上占 21.97%。公司其他应收款累计计提坏账准备 7.36 亿元。按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款集中度较低，具体情况如下表所示。

表 11 截至 2021 年底公司前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	年末余额	账龄	占比
广州福兴房地产开发有限公司	项目开发资金投入	57.30	1 年以内、1 至 2 年、3 年以上	3.62
上海华轶实业有限公司	项目开发资金投入	45.34	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	2.86

保利（香港）控股有限公司	收购香港控股股权所承接的债权及利息	31.74	1年以内、1至2年、2至3年、3年以上	2.00
广州黄埔区大塍更新改造投资有限公司	项目开发资金投入	29.72	1年以内	1.88
广东葛洲坝房地产开发有限公司	与子公司合作方股东的往来款	18.27	3年以上	1.15
合计	--	182.37	--	11.51

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司存货 8096.56 亿元，较上年底增长 9.20%，主要系随着公司房地产业务规模的不断扩大，相应的房地产项目土地款和工程投入增加所致。从构成看，存货主要由房地产开发成本（占 87.46%）和房地产开发产品（占 12.47%）构成，因可变现净值低于开发成本账面金额，累计计提跌价准备 17.86 亿元。考虑到公司存货主要集中于核心城市群，质量较好，未来跌价风险不大。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 1525.91 亿元，较上年底增长 32.52%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 62.32%）及投资性房地产（占 17.89%）构成。

公司长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资。截至 2021 年底，公司长期股权投资 950.89 亿元，较上年底增长 31.07%，主要系对联合营企业的投资增加，同时联合营企业结转利润增加所致。其中对合营企业投资占 31.03%、对联营企业投资占 68.97%。

公司投资性房地产主要包括写字楼、酒店和购物中心等，以成本模式计量。截至 2021 年底，公司投资性房地产 272.95 亿元，较上年底增长 28.55%，除其他科目转入外，企业合并也带来一定增长。

截至 2021 年底，公司受限资产规模合计 1254.89 亿元，占期末资产总额的 8.96%，受限比例低。

表12 截至2021年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

受限资产	金额	占总资产比重
货币资金	11.24	0.08%
存货	1132.30	8.09%
固定资产	10.70	0.08%
投资性房地产	100.65	0.72%

合计	1254.89	8.96%
----	---------	-------

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 14297.92 亿元，除货币资金较上年底下降 19.78% 外，整体资产规模及结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模较大，但未分配利润及少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 3029.14 亿元，较上年底增长 13.61%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.56%，少数股东权益占比为 35.44%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 3.95%、5.88%、6.17%和 46.56%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 3118.84 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

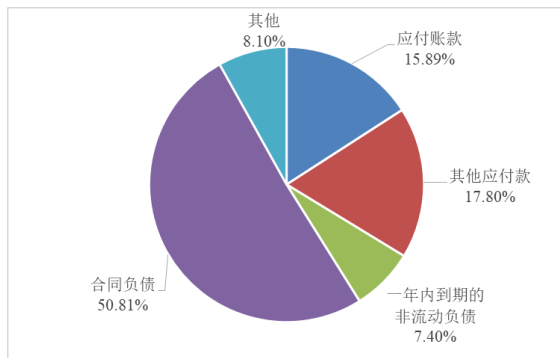
（2）负债

2021 年，随着公司业务规模的不断扩大，负债规模及有息债务规模均继续增长，但公司债务结构以长期债务为主，债务期限分布均衡，融资成本较低。

截至 2021 年底，公司负债总额 10970.19 亿元，较上年底增长 11.40%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 74.64%，以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 8188.17 亿元，较上年底增长 8.92%，主要系合同负债增长所致。公司流动负债构成情况如下图所示。

图 2 截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司应付账款主要包括应付的工程款项以及预提成本费用等。截至 2021 年底，公司应付账款 1301.27 亿元，较上年底下降 4.71%，主要系预提成本费用减少所致。

2020 年，公司应用新收入准则，预收房款调整至合同负债核算。截至 2021 年底，公司预收房款 4131.70 亿元，较上年底增长 13.53%。

公司其他应付款主要包括关联方往来款以及各项目建设工程中的工程质保金、押金等。截至 2021 年底，公司其他应付款 1457.82 亿元，较上年底增长 4.89%，主要由房地产合作方往来款（占 46.32%）、合联营企业及其他关联方往来款（占 39.92%）构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 605.75 亿元，较上年底增长 1.30%。

截至 2021 年底，公司非流动负债 2782.01 亿元，较上年底增长 19.41%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 83.36%）和应付债券（占 14.96%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 2319.04 亿元，较上年底增长 11.94%，主要系公司业务规模不断扩大使得融资需求增加所致。公司长期借款主要由保证借款（占 81.20%）、抵押借款（占 10.33%）和信用借款（占 8.47%）构成，利率区间为 1.20%~6.08%。

截至 2021 年底，公司应付债券 416.20 亿元，较上年底增长 66.04%，主要系发行大量公司债和中期票据所致，年内发行合计金额 186.90 亿元。应付债券余额中美元债、中期票据和公司债分别占 22.87%、28.76%和 48.37%。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 11179.08 亿元，较上年底增长 1.90%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司全部债务 3476.67 亿元（含应付票据 94.70 亿元），较上年底增长 11.53%，主要系公司拿地规模较大且不断加大项目开发力度使得融资需求随之增加所致，其中长期债务占 78.67%。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 3628.67 亿元，较上年底增长 4.37%，其中长期债务占 80.06%。

表 13 公司主要债务指标情况（单位：%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债
资产负债率	77.79	79.30	78.69	80.31	78.36	79.70	78.19	79.49
剔除预收款项后的资产负债率	67.42	69.64	69.87	67.62	69.19	71.09	68.57	70.46
全部债务资本化比率	54.76	57.86	53.90	57.39	53.44	56.31	53.78	56.55
长期债务资本化比率	47.01	50.63	46.55	50.60	47.45	50.69	48.23	51.33
净负债率	60.32	72.08	62.15	75.43	58.20	68.59	72.27	83.24

注：剔除预收款项后的资产负债率=（负债-预收款项-合同负债）/（资产-预收款项-合同负债）；净负债率=（总有息债务-货币资金）/所有者权益
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底下降 0.33 个百分点和 0.46 个百分点，长期债务资本化比率较上年底提高 0.90 个百分点。截至 2021 年底，公司加权平均融资成本为 4.46%，较

上年底下降 0.31 个百分点。公司主要融资渠道为银行借款。公司债务负担适中且融资成本较低。公司债务期限结构分布均匀，短期偿债压力不大。

表 14 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况 (单位: 亿元)

期限	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计	占比
1 年以内	40.94	605.75	--	--	646.68	19.12%
1~2 年	--	--	865.16	104.84	970.00	28.68%
2~3 年	--	--	825.75	111.71	937.46	27.72%
3 年以上	--	--	628.12	199.65	827.77	24.48%
合计	40.94	605.75	2319.04	416.20	3381.92	100.00%

注: 上表中未包含应付票据、交易性金融负债及永续债
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

受益于房地产项目结转规模增加, 2021 年公司营业收入继续增长, 但受毛利率下滑影响, 公司净利润有所下降; 公司盈利指标继续下降, 但整体盈利能力强, 在行业内处于中上水平。

2021 年及 2022 年一季度, 公司营业收入、成本和利润规模等情况分析详见经营概况。

从期间费用看, 2021 年公司费用总额为 176.40 亿元, 同比增长 12.99%, 主要系管理费用和销售费用增长所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 41.86%、30.80%、8.14%和 19.20%。

从利润构成来看, 除经营性利润以外, 公司营业利润主要还受投资收益的影响。随着合作项目增多并陆续进入结转期, 2021 年公司投资收益同比增长 1.14%, 占营业利润比重上升至 12.50%。由于合作开发是公司开展地产业务的重要形式, 其带来的投资收益具备较强可持续性, 可对公司利润形成一定补充。

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.57%和 12.28%, 同比分别下降 1.36 个百分点和 2.74 个百分点, 与行业利润下行的整体形势趋同。与国内主要房地产上市公司盈利指标比较来看, 公司盈利能力处于中上水平。

表 15 2021 年主要房地产上市公司盈利指标情况

(单位: %)

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科 A	21.82	9.78	2.96
金地集团	21.18	15.62	3.78
招商蛇口	25.47	9.88	3.10
华润置地	26.97	15.07	6.64
中国海外发展	23.54	12.21	7.29
保利发展	26.78	14.58	4.01

注: 为便于对比, 上表公司相关数据均来自 Wind, 与报告中联合信信的估算数值或有偏差

资料来源: Wind, 联合资信整理

5. 现金流

2021 年公司经营活动净现金流入同比有所下降, 不再能覆盖投资活动净现金流出; 2021 年, 由于公司加大融资力度, 且并表项目合作方投入有一定增长, 公司筹资活动净现金流由净流出转为大额净流入。

从经营活动来看, 2021 年, 公司经营活动现金流入同比增长 23.92%, 主要系销售回款和收到的往来款增长所致; 经营活动现金流出同比增长 26.00%, 主要系项目投资规模和支付的往来款规模增加所致。2021 年, 公司经营活动现金保持净流入状态, 净流入规模同比下降 30.36%。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入 40.35 亿元, 总体规模较小; 投资活动现金流出 240.22 亿元, 同比增长 77.94%, 主要系合作项目对外投资规模增长所致。受上述因素影响, 2021 年, 公司投资活动现金净流出规模同比增长 188.51%。

从筹资活动来看, 由于业务规模扩大叠加行业融资环境收紧, 公司作为央企具有一定融资优势, 2021 年公司加大融资力度, 且并表项目合作方投入也有一定增长, 导致 2021 年公司 2021 年筹资活动现金净流入 344.58 亿元, 同比净流出转为净流入。

表 16 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	3530.52	4105.13	5086.96	799.29
经营活动现金流出小计	3138.97	3953.63	4981.45	1198.16
经营活动现金流量净额	391.55	151.50	105.51	-398.87

投资活动现金流入小计	21.52	65.72	40.35	0.32
投资活动现金流出小计	126.51	135.00	240.22	25.27
投资活动现金流量净额	-104.98	-69.27	-199.87	-24.95
筹资活动前现金流量净额	286.57	82.23	-94.35	-423.82
筹资活动现金流入小计	1204.60	1592.70	1994.86	430.28
筹资活动现金流出小计	1232.95	1611.48	1650.29	323.97
筹资活动现金流量净额	-28.35	-18.78	344.58	106.31

资料来源：公司财务报告

2022 年一季度，受销售回款及收到的往来款同比下降影响，公司经营活动现金净流出规模同比增长 32.73%；投资活动现金净流出规模同比下降 39.94%；筹资活动净流入规模同比下降 58.06%，主要系取得借款较上年同期有所下降所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标很强，长期偿债指标强。综合考虑公司在股东背景、项目储备、市场份额、盈利能力以及融资能力等方面的突出优势，其整体偿债能力极强。

表 17 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	156.23	151.14	152.33	155.36
	速动比率 (%)	58.85	52.51	53.45	50.51
	经营现金流/负债 (%)	6.53	2.02	1.29	-4.86
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.88	1.84	2.31	1.90
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	563.94	597.03	577.24	--
	全部债务/EBITDA (倍)	4.93	5.22	6.02	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.87	3.74	3.21	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有所增长。公司现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看，2021 年公司长期偿债指标均较上年有一定弱化，但 EBITDA 对利息的覆盖程度高，对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债指标强。

银行授信方面，凭借央企信用优势，公司在各大金融机构获得了充足授信。截至 2021 年底，公司银行贷款授信总额 5390 亿元，剩余未使用额度为 2610 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司及子公司保利物业分别为上海证券交易所和香港证券交易所上市公司，其直接融资渠道畅通。作为国有控股的大型房地产上市企业，公司构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，具备在不同市场环境下，快速、充分获取资金的能力。

截至 2021 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2021 年底，公司对合联营企业担保 188.50 亿元占期末净资产的比例为 6.22%，对购房者累计担保余额 1730.59 亿元，公司或有负债风险小。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，债务负担较重，利润主要来自投资收益。

截至 2021 年底，母公司资产总额 4408.09 亿元，较上年底增长 15.44%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产 4069.74 亿元(占比 92.32%)，非流动资产 338.35 亿元(占比 7.68%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占 8.12%)、其他应收款(合计)(占 91.25%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占 88.90%)、投资性房地产(占 6.69%)构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 330.66 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 3837.84 亿元，较上年底增长 19.00%。其中，流动负债 3380.02 亿元(占 88.07%)，非流动负债 457.81 亿元(占 11.93%)。从构成看，流动负债主要由其他应付款(占 97.04%)构成；非流动负债主要由长期借款(占 29.67%)、应付债券(占 70.12%)构成。母公司 2021 年资产负债率为 87.06%，较 2020 年提高 2.60 个百分点，债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司全部债务 537.60 亿元。其中，短期债务占 15.02%、长期债务占

84.98%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 48.53%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 570.25 亿元，较上年底下降 3.90%，主要系偿还永续债所致。在所有者权益中，实收资本为 119.70 亿元（占 20.99%）、资本公积合计 156.24 亿元（占 27.40%）、未分配利润合计 46.66 亿元（占 8.18%）、盈余公积合计 60.74 亿元（占 10.65%）。母公司股本和资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

2021 年，母公司营业总收入为 16.98 亿元，利润总额为 97.51 亿元。同期，母公司投资收益为 94.09 亿元，利润主要来自投资收益。

2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 188.80 亿元，投资活动现金流净额 4.14 亿元，筹资活动现金流净额 -125.13 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 4502.36 亿元，所有者权益为 566.13 亿元，负债总额 3936.23 亿元；母公司资产负债率 87.43%；全部债务 531.53 亿元，全部债务资本化比率 48.42%。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 0.63 亿元，利润总额 -4.07 亿元，投资收益 -0.12 亿元。2022 年 1—3 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -156.05 亿元、0.10 亿元、-16.55 亿元。

8. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9144010741884392G），截至 2022 年 4 月 14 日，公司所有借款均按期偿还本息，未出现延期支付本金和利息的情况。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 25 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、外部支持

公司作为保利集团旗下地产业务的核心运营平台，2021 年在资金支持方面继续获得保利集团的大力支持。

在资金支持方面，保利集团通过集团借贷等方式给予公司资金支持。2021 年，公司接受保利集团及其下属的保利财务有限公司提供的财务资助金额为 179.33 亿元，较上年提高 29.14 亿元。此外，在品牌共享方面，由于保利集团有较高的信誉度，借助保利集团的品牌和社会影响力有利于公司快速扩张。截至 2021 年底，公司连续 12 年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”。

七、结论

基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 保利发展控股集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1394.92	1465.16	1715.23	1376.08
资产总额（亿元）	10332.09	12513.75	13999.33	14297.92
所有者权益（亿元）	2295.22	2666.38	3029.14	3118.84
短期债务（亿元）	742.87	794.95	741.44	723.52
长期债务（亿元）	2035.90	2322.27	2735.23	2905.16
全部债务（亿元）	2778.77	3117.22	3476.67	3628.67
营业总收入（亿元）	2359.81	2432.08	2850.24	335.55
利润总额（亿元）	505.31	525.38	500.35	51.35
EBITDA（亿元）	563.94	597.03	577.24	--
经营性净现金流（亿元）	391.55	151.50	105.51	-398.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	121.36	113.20	100.97	--
存货周转次数（次）	0.29	0.25	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.21	0.22	--
现金收入比（%）	119.52	132.80	132.94	169.83
营业利润率（%）	25.72	24.98	21.30	23.58
总资本收益率（%）	8.31	7.94	6.57	--
净资产收益率（%）	16.36	15.02	12.28	--
长期债务资本化比率（%）	47.01	46.55	47.45	48.23
全部债务资本化比率（%）	54.76	53.90	53.44	53.78
资产负债率（%）	77.79	78.69	78.36	78.19
流动比率（%）	156.23	151.14	152.33	155.36
速动比率（%）	58.85	52.51	53.45	50.51
经营现金流动负债比（%）	6.53	2.02	1.29	--
现金短期债务比（倍）	1.88	1.84	2.31	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	3.87	3.74	3.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.93	5.22	6.02	--

注：1. 尾数差异由四舍五入造成；2. 租赁负债未调整入债务；3. 保利发展 2022 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；4. “--”代表计算无意义的数字
 资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 1-4-2 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务