

信用评级公告

联合〔2023〕4090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 2023 年度第四期至和资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

深圳前海联易融商业保理有限公司2023年度 第四期至和资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比	信用等级
优先级资产支持票据	103990.00	99.99%	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10.00	0.01%	NR
合计	104000.00	100.00%	—

注：1.本报告的评级结论为联合资信基于2023年6月26日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2.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；3.NR-未予评级

交易概览

联易融保理/委托人/发起机构/资产服务机构/保理商：
深圳前海联易融商业保理有限公司

债务人：保利发展及/或保利发展子公司

保利发展子公司/原始债务人：保利发展确认的其直接或间接控股的子公司（保利发展子公司）。就每一笔入池应收账款债权而言，指基础交易的贸易买方或工程发包方

保利发展：保利发展控股集团股份有限公司

受托人/受托机构/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司

资金保管机构：中国农业银行股份有限公司广州分行
牵头主承销商/簿记管理人/农业银行：中国农业银行股份有限公司

联席主承销商/浦发银行：上海浦东发展银行股份有限公司

基础资产：委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益。每笔资产的具体信息见资产清单

优先级资产支持票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级资产支持票据预期到期日：2024年7月3日

法定到期日：自信托生效日起24个月届满之日

评级时间

2023年6月26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

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2023年度第四期至和资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本交易基础资产池包含599笔应收账款债权，且制定了较为严格的基础资产合格标准，债务人为保利发展及/或保利发展子公司。联合资信评定保利发展的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。保利发展出具《付款确认书》，不可撤销地确认有义务足额支付债务人尚未偿还的应付账款，有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信也关注到项目城市分布较为集中且易受到政策调控影响及保利发展毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，在优先级资产支持票据发行利率不超过2.95%的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到1.00倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于2.95%的情形。

综合上述因素，联合资信确定本交易项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}。

优势

1. **基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经

保利发展主要财务数据：

保利发展控股集团股份有限公司（合并口径）			
项目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	1465.16	1715.23	1766.97
资产总额（亿元）	12513.75	13999.33	14704.64
所有者权益（亿元）	2666.38	3029.14	3221.92
短期债务（亿元）	794.95	741.44	818.01
长期债务（亿元）	2322.27	2735.23	3001.99
全部债务（亿元）	3117.22	3476.67	3820.00
营业总收入（亿元）	2432.08	2850.24	2811.08
利润总额（亿元）	525.38	500.35	353.01
EBITDA（亿元）	597.03	577.24	431.06
经营性净现金流（亿元）	151.50	105.51	74.22
营业利润率（%）	24.98	21.30	17.35
净资产收益率（%）	15.02	12.28	8.38
资产负债率（%）	78.69	78.36	78.09
调整后资产负债率（%）	69.87	69.19	69.53
全部债务资本化比率（%）	53.90	53.44	54.25
流动比率（%）	151.14	152.33	154.39
经营现金流流动负债比（%）	2.02	1.29	0.88
现金短期债务比（倍）	1.84	2.31	2.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.74	3.21	2.69
全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.02	8.86

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；2. 租赁负债未计入全部债务
 资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

分析师：

高北辰 李敦远

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

债务人确认的应付款的权利，并且放弃一切抗辩权利。

2. **保利发展信用水平极高。**保利发展作为中央国有控股的大型房地产上市企业，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；在行业调整阶段保利发展房地产销售规模体现出较强韧性；保利发展资产质量高、债务负担适中且融资能力很强。保利发展对入池应收账款承担的足额付款义务有效保障了基础资产信用质量，对优先级资产支持票据本息偿付起到了主要的支撑作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若优先级资产支持票据实际发行利率高于2.95%，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
2. **需关注房地产行业政策风险及保利发展相关运营风险。**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合作方风险；2020年以来，保利发展毛利率逐年下降，且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。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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

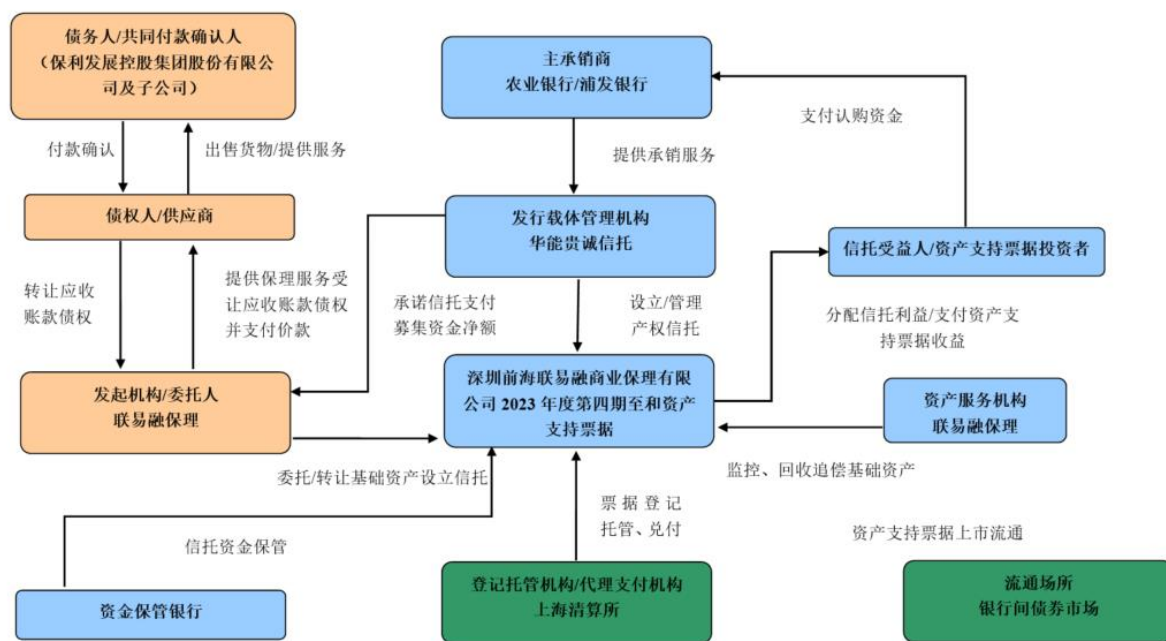
1. 交易结构

“深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产支持票据”（以下简称“本交易”）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”）为设立信托而根据《深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产支持票据之信托合同》信托予受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”）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，设立“深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产

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原始债务人保利发展子公司²出具的《买方确认函》及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《付款确认书》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。

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为人民币 104000.00 万元。其中，优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）发行规模为 103990.00 万

元，次级资产支持票据（以下简称“次级票据”）发行规模为 10.00 万元，全部由发起机构认购，且信托存续期间不得转让。优先级票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预期到

¹ 附属权益：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合法且可转让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。

² 保利发展子公司：保利发展控股集团股份有限公司确认的其直接或间接控股的子公司。就每一笔入池应收账款债权而言，指基础交易的贸易买方或工程发包方。

期日为 2024 年 7 月 3 日，还本付息方式为到期一次性还本付息；次级票据不设票面利率，享有

最终剩余收益。本信托法定到期日为自信托生效日起 24 个月届满之日。

表 1 资产支持票据概要（单位：万元）

票据名称	募集金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级票据	103990.00	99.99%	2024 年 7 月 3 日	到期一次性还本付息
次级票据	10.00	0.01%		到期享有剩余收益
合计	104000.00	100.00%	--	--

资料来源：联合资信整理

3. 基础资产合格标准和赎回机制

本交易制定了明确、较为严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产系指委托人为设立本信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益。

根据本交易约定，入池基础资产在初始起算日³和信托财产交付日需符合以下入池标准：

（1）资产对应的全部保理合同、基础合同、确权文件适用法律均为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；

（2）原始债权人、债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；

（3）同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；

（4）基础合同项下，原始债权人具有签订基础合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；

（5）原始债权人与原始债务人之间的交易具有真实的交易背景，原始债权人与原始债务人双方签署的基础合同在适用法律下均合法及有效；并且，原始债权人真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；

（6）原始债权人与保理商签署的保理合同已生效，且保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方于信托财产交付日前向原始债权人支付该笔应收账款的转让对价；

（7）原始债权人已将应收账款债权转让予保理商的事宜向原始债务人发出《应收账款转让

通知书》（适用于供应商通知），且保理商已将其受让应收账款债权委托予信托的事宜向债务人发出《应收账款转让通知书》（适用于保理商通知）；原始债权人已经完全、适当履行基础合同项下的合同义务且债务人已出具确权文件确认其对基础合同项下应付款的金额、应收账款到期日，确认其负有到期支付义务，并且放弃一切抗辩权利（包括但不限于商业纠纷抗辩权）。确权文件在适用法律下均合法、有效；

（8）该笔应收账款债权不存在属于预付款或质保金的情形；

（9）债务人在基础合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）；

（10）该笔应收账款债权的应收账款到期日应早于预期到期日⁴，但晚于信托生效日；

（11）保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与原始债权人双方签署的保理合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，保理商从原始债权人处受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；

（12）该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担；

（13）基础合同及适用法律未对原始债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约

³ 初始起算日：资产池的封池日，即从该日起（含该日）资产池产生的全部回收款应归入信托财产，即 2023 年 6 月 21 日。

⁴ 预期到期日：受托人在《信托合同》中说明的信托及/或各类别资产支持票据的既定存续期，预期到期日为 2024 年 7 月 3 日。

定；或者，在基础合同对原始债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；

(14) 发起机构真实、合法、有效并完整地拥有自原始债权人处受让的应收账款债权，权属明确，可以依法转让，不存在法律法规禁止转让的情形；

(15) 保理合同及适用法律未对委托人再次转让所受让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同存在上述限制性约定的前提下，转让条件已经成就；

(16) 资产不涉及对受托人持有基础资产或对基础资产可回收性产生重大不利影响的任何未决诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施；

(17) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(18) 每一期资产中关联交易额不超过当期资产总额的 50%（关联交易指存在关联关系的各方之间的交易，关联关系界定以原始债权人是否为保利发展或属于其最近一期经审计合并报表范围内子公司为准，最近一期经审计合并报表范围内子公司根据基础资产确定时保利发展已出具的最近一期年度审计报告确定，如原始债权人不是保利发展或不属于其前述年度审计报告内合并报表范围内子公司，则该原始债权人与债务人不具有关联关系）。

本交易设置不合格基础资产⁵赎回机制，机制一旦触发将引致相应基础资产的赎回。

在信托期限内，如联易融保理、华能贵诚信托或者资产服务机构发现不合格资产，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知其他方。

如华能贵诚信托提出赎回相应的不合格资产的书面要求或优先级票据持有人组成的资产

支持票据持有人会议作出赎回不合格资产的决议，联易融保理应于相应的回购起算日⁶最终确定每笔不合格资产的赎回价格⁷并由华能贵诚信托书面确认，联易融保理应于华能贵诚信托确定赎回价格后的 2 个工作日（含该日）或支付日⁸前第 4 个工作日（以孰早到期日为准）内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托保管专户。

4. 现金流收付机制

本交易现金流主要来自于在应收账款到期日债务人的偿付款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 现金流归集

本交易设有信托保管专户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

自信托生效日（含该日）起，资产服务机构联易融保理或资产服务机构委托的第三方应于每个提示付款日⁹下午三点（15:00）前向债务人提示付款并确认原始债务人和/或保利发展拟付款情况。

自信托生效日（含该日）起，原始债务人应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于应收账款到期日¹⁰12:00 之前支付至信托保管专户；如在应收账款到期日当日 12:00 前原始债务人未足额清偿应收账款的，保利发展应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于应收账款到期日 16:00 支付至信托保管专户。

在信托期限内，债务人应将收到的任何属于回收款的款项（如有）及时转付至信托保管专户。

(2) 分配资金划付

信托终止前信托财产的分配

受托人应于每一个信托利益核算日¹¹后的第一个支付日将信托保管专户内的信托资金按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下

⁵ 不合格资产：在初始起算日或信托生效日不符合资产保证的资产。

⁶ 回购起算日：就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日系指受托人提出赎回相应不合格资产要求之日后第 2 个工作日。

⁷ 不合格资产的赎回价格按照以下公式确认：该笔不合格资产的赎回价格=该笔应收账款债权本金账面价值-该笔应收账款债权已偿价款部分（若有）。

⁸ 支付日：登记托管机构向资产支持票据持有人实际划转其信托利益分配款项之日，即每个应收账款到期日后的第 6 个工作日。

⁹ 提示付款日：资产服务机构或资产服务机构委托的第三方在每个应收账款到期日前 30 个工作日、10 个工作日、5 个工作日分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间之日。

¹⁰ 应收账款到期日：确权文件中所载的各笔应收账款到期日，系指支付日前第 6 个工作日。

¹¹ 信托利益核算日：每个支付日前的第 5 个工作日。

顺序在下一期支付)：

(a) 向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费(如有)；

(b) 同顺序按比例支付受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出(包括以往各期末付金额, 如有)及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期末付金额, 如有)；

(c) 同顺序按比例支付①替代资产服务机构(如有)的报酬；②支付代理机构的报酬；③审计机构的报酬(如有)；④召开资产支持票据持有人会议而产生的相关费用(如有)；⑤执行费用(如有)；⑥其他应由信托财产承担的费用(如有)；

(d) 支付资产服务机构的服务报酬(如有)；

(e) 支付优先级票据的当期利息；

(f) 支付优先级票据的本金, 直至优先级票据的本金清偿完毕；

(g) 支付次级票据的本金, 直至次级票据的本金清偿完毕；

(h) 剩余信托财产全部作为次级票据的收益按信托财产原状分配方式分配给次级票据持有人。

信托终止后信托财产的分配

在信托终止日后, 受托人应将清算所得的信托资金按以下顺序进行分配(如不足以支付, 同

顺序的各项应受偿金额按比例支付)：

(a) 向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费(如有)；

(b) 支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；

(c) 同顺序按比例支付受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额(包括以往各期末付金额, 如有)及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期末付金额, 如有)；

(d) 同顺序按比例支付①受托人的报酬(如有, 自信托成立日起届满 12 个月的对日(含该日)起计算)；②替代资产服务机构(如有)的报酬；③支付代理机构的报酬；④审计机构的报酬(如有)；⑤召开资产支持票据持有人会议而产生的相关费用(如有)；⑥执行费用(如有)；⑦其他应由信托财产承担的费用(如有)；

(e) 支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬(如有)；

(f) 支付优先级票据的利息(包括以往各期应付未付的优先级票据利息, 如有)；

(g) 支付优先级票据的本金, 直至优先级票据的本金清偿完毕；

(h) 剩余信托财产作为次级票据的本息全部按信托财产的原状分配给次级票据持有人。

二、交易结构分析

1. 到期支付义务

保利发展整体偿债能力极强, 其对入池应收账款承担的到期支付义务对优先级票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

本交易每笔应收账款均取得由保利发展出具的《付款确认书》, 如在应收账款到期日当日 12:00 前原始债务人未足额清偿应收账款的, 保利发展不可撤销地确认有义务在应收账款到期日当日 16:00 前向信托保管专户足额支付债务人

尚未偿还的应付账款。同时, 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。

考虑到保利发展作为中央国有控股的大型房地产上市企业, 其股东背景雄厚, 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; 土地储备规模较大, 质量较好; 在行业调整阶段保利发展房地产销售规模体现出较强韧性; 资产质量高、债务负担适中且融资能力

很强，整体偿债能力极强，其不可撤销地确认有义务足额支付债务人尚未偿还的应付账款有效保障了基础资产质量，从而对优先级票据的本息偿付起到主要的信用支撑作用。

2. 利率风险

本交易通过折价购买及优先/次级偿付顺序措施来保障基础资产现金流对优先级票据本息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险。

本期基础资产所对应的应收账款余额为本期

优先级票据募集总额的 103.11%，通过应收账款的折价购买及优先/次级偿付顺序措施来保障优先级票据预期收益的支付。假设优先级票据存续期为不超过 12 个月，根据基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的覆盖测算，在发行时确认的优先级票据利率不超过 2.95%、同时考虑本交易应付的各项税费（详见四、定量分析部分）的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的足额覆盖。

三、基础资产分析

本交易发起机构根据本期资产支持票据发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，依据发起机构提供的资产池明细，联合资信对该资产池进行了统计分析，并抽取了 52 笔资产进行了抽样核查。

1. 基础资产概况

基础资产池涉及的基础资产均为供应商与保利发展子公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 599 笔，应收账款余额共计 107224.33 万元，共涉及 203 户原始债务人，388 户债权人。本期入池资产中涉及关联交易，详见“6.关联资产分布”。

表 2 基础资产池概况

应收账款余额总计（万元）	107224.33
应收账款笔数（笔）	599
原始债务人户数（户）	203
债权人户数（户）	388
单笔应收账款最小余额（万元）	0.40
单笔应收账款最大余额（万元）	2922.10

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

基础资产池入池应收账款主要为工程施工类。

从应收账款类型来看，入池的应收账款主要为工程施工类（占 90.37%）。

表 3 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元）

种类	笔数	应收账款余额	金额占比
工程施工类	428	96894.90	90.37%
材料设备采购类	125	8659.41	8.08%
设计类	36	1318.43	1.23%
咨询服务类	8	222.96	0.21%
其他	2	128.63	0.12%
合计	599	107224.33	100.00%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产整体集中度一般。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 500.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 49.04%，基础资产整体集中度一般，具体情况如下。

表 4 基础资产池应收账款余额分布（单位：笔、万元）

余额	笔数	应收账款余额	金额占比
小于 500	548	52580.17	49.04%
[500,1000)	28	18731.87	17.47%
[1000,1500)	13	14811.25	13.81%
[1500,2000)	4	6693.71	6.24%
大于等于 2000	6	14407.33	13.44%
合计	599	107224.33	100.00%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 原始债务人集中度分布

基础资产池涉及的原始债务人均均为保利发展子公司，原始债务人集中度较低。

从基础资产原始债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 203 户保利发展子公司作为原始

债务人,单户原始债务人涉及的应收账款余额最大为 5285.44 万元,占比 4.93%;前五大原始债务人涉及的应收账款余额共计 18183.05 万元,占比 16.96%,原始债务人集中度较低。具体情况如下。

表 5 基础资产池前五大原始债务人(单位:笔、万元)

原始债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
三亚合俊实业发展有限公司	9	5285.44	4.93%
保利(重庆)投资实业有限公司	35	3952.08	3.69%
广州穗隆置业有限公司	3	3107.72	2.90%
武汉保平金丰置业有限公司	8	2968.16	2.77%
邯郸保邯房地产开发有限公司	1	2869.64	2.68%
合计	56	18183.05	16.96%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

5. 债权人集中度分布

基础资产池涉及的债权人集中度高。

从债权人分布情况来看,基础资产池共涉 388 户债权人,单户债权人涉及的应收账款余额最大为 35845.55 万元,占比 33.43%;前五大债权人应收账款余额共计 48739.07 万元,占比 45.46%,债权人集中度高,具体情况如下。

表 6 基础资产池前五大债权人(单位:笔、万元)

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
富利建设集团有限公司	50	35845.55	33.43%

中国建筑第五工程局有限公司	8	4846.71	4.52%
中国建筑一局(集团)有限公司	2	3052.53	2.85%
中国建筑第二工程局有限公司	3	2904.23	2.71%
中国新兴建筑工程有限责任公司	1	2090.05	1.95%
合计	64	48739.07	45.46%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

6. 关联资产分布

基础资产池关联交易涉及入池的应收账款余额 41644.87 万元,占入池应收账款总额的 38.84%,符合入池标准。

入池基础资产中,债权人富利建设集团有限公司、富利建设集团第三建设有限公司、富利建设集团有限公司成都分公司、广东佳利建筑装饰工程有限公司、深圳市卓宝科技股份有限公司、富利建设集团有限公司中山分公司、保利国际生态环境治理(北京)有限公司、广东省重工建筑设计院有限公司、广东名门锁业有限公司、广东重工建设监理有限公司、中国轻工业成都设计工程有限公司和四川利达建设工程有限公司与原始债务人具有关联关系,涉及入池的应收账款余额 41644.87 万元,占入池应收账款总额的 38.84%,本期入池基础资产关联占比满足合格标准。

四、定量分析

保利发展主体信用水平极高,其对本交易入池应收账款承担的到期支付义务有效保障了基础资产信用质量;根据交易偿付安排,在既定利率情景下,费率设定不超过测算参数,基础资产现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对优先级票据未来的发行利率保持关注。

本交易涉及的直接还款来源为应收账款债权。根据交易结构的安排,本交易每笔应收账款均取得由债务人出具的确权文件确认其对基础合同项下应付款的金额、应收账款到期日,确认其负有到期支付义务。

保利发展对入池应收账款承担到期支付义务,且保利发展信用等级与优先级票据的预设信用等级一致。鉴于此,现金流分析重点关注正常

情况下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了在优先级票据发行利率不超过 2.95%、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票据兑付本息的 0.005%、本交易增值税税率为 3%(另附加税费包括 7%的城市维护建设税、3%的教育费附加和 2%的地方教育费附加)的情况下,应收账款偿付安排对优先级票据到期预期支出的保障程度。假设本期优先级票据预期到期日为 2024 年 7 月 3 日,预期存续期间为 365 天,假定优先级票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值,基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的覆盖如下表所示。

表 7 不同预期收益率下优先级票据的保障倍数
(单位: 万元、倍)

优先级票据 预期收益率	预期支出	保障倍数
2.65%	106864.57	1.0034
2.75%	106968.57	1.0024
2.85%	107072.56	1.0014
2.95%	107176.56	1.0004

注: 预期支出=优先级票据本金×[1+预期收益率×(存续天数/365)]+由信托财产承担的合计费用; 保障倍数=基础资产现金流入/预期支出; 若实际设立日与假设设立日不一致, 上述覆盖倍数或存在偏差
资料来源: 联合资信整理

测算结果表明, 在优先级票据发行时确认的发行利率不高于 2.95%, 信托财产承担的各项税费及费用不超过上文列示的情况下, 基础资产预期现金流对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障倍数在 1.00 倍(含)以上, 基础资产回收现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对后续优先级票据未来的发行利率保持关注。

五、保利发展主体信用分析(具体分析详见附件 1-1)

本交易的债务人保利发展的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 其对入池应收账款承担的足额付款义务有效保障了基础资产质量, 进而对优先级票据本息的偿付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(行业分析详见《2023 年房地产行业分析》)。截至 2022 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(原名“保利科技南方公司”, 以下简称“保利南方集团”), 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 2022 年底, 保利发展合并资产总额 14704.64 亿元, 所有者权益 3221.92 亿元(含少数股东权益 1259.27 亿元); 2022 年, 保利发展实现营业总收入 2811.08 亿元, 利润总额 353.01 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; 在行业调整阶段保利发展房地产销售规模体现出较强韧性; 保利发展资产质量高、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易

受到政策调控影响及保利发展毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

优势

- 1. 保利发展股东背景雄厚, 且对其支持力度较大。**保利发展作为保利集团旗下地产业务的核心运营平台, 近年来在地产项目资源整合和资金等方面均得到了股东的大力支持。
- 2. 保利发展销售规模保持韧性, 规模优势突出。**2022 年, 保利发展签约销售金额 4573 亿元, 同比下降 14.51%, 下降幅度低于行业整体水平, 克而瑞销售全口径及权益口径排名均提升至第二名, 保利发展作为龙头央企具备较强韧性。
- 3. 保利发展拿地方式多元, 项目储备充足且质量较好。**近年来, 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。
- 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较低, 资产质量高。截至 2022 年底, 保利发展全部债务资本化比率 54.25%, 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 2022 年底, 保利发展综合融资成本为 3.92%, 较上年底下降 0.54 个百分点, 其中直接融资平均成本仅为 2.88%。

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，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. 2020 年以来，保利发展毛利率逐年下降，且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。2020 年以来，保利发展毛利率逐年下降；2022 年保利发展新增土储楼面均价大幅增长，叠加当期部分一二线城市房地产预售价格限制较为严格，上述情况对保利发展房地产销售毛利率形成持续下降压力。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构/保理商
本交易的发起机构联易融保理拥有较为成熟的商业保理业务经验，作为本交易的发起机构和资产服务机构履职能力较好。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为联易融保理。联易融保理成立于 2016 年 5 月，截至 2023 年 3 月底，联易融保理注册资本为 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，已全部实缴。截至 2023 年 3 月底，联易融保理的股东为联易融数字科技集团有限公司，持股比例为 100.00%。

联易融保理主营业务为商业保理业务，业务模式主要包括基础资产的组织及筛选、基础资产文件保管、基础资产池监控、基础资产债权清收、基础资产回收资金归集等综合性服务。

截至 2022 年底，联易融保理资产规模为 26.46 亿元，其中流动资产占比为 99.62%；负债总额为 15.98 亿元，流动负债占比 38.33%；股东权益总额为 10.48 亿元。2022 年度，联易融保理实现营业收入 2.19 亿元，利润总额 212.22 万元，净利润-86.59 万元。

截至 2023 年 3 月底，联易融保理资产总额 26.91 亿元，负债总额 16.45 亿元，所有者权益 10.46 亿元。2023 年 1—3 月，联易融保理实现营业收入 0.39 亿元，实现利润总额-0.02 亿元。

联易融保理的内部管理制度按照风险管控的核心企业准入、资产受理审查、资产受理后管理三个节点制定，并分为核心企业风险防范、业

务操作风险防范两个大类。

本交易中，根据《深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产支持票据服务合同》（以下简称“《服务合同》”）的约定，联易融保理有权将资产文件保管、资产池监控催收等资产管理服务转委托给第三方盈佳信联科技集团有限公司（以下简称“盈佳信联”）提供，并对转委托给盈佳信联的资产管理服务（如有）承担责任。联易融保理应确保盈佳信联按照《服务合同》的约定提供资产管理服务，如盈佳信联的资产管理服务违反法律法规规定或不符合《服务合同》约定的，联易融保理应当终止转委托，并对因此给受托人、信托财产造成的损失承担赔偿责任。

盈佳信联成立于 2018 年 4 月 20 日，原名深圳盈佳信联科技有限公司，2021 年 8 月 20 日改为现名。截至 2022 年底，盈佳信联注册资本为 5000.00 万元，实缴资本为 2305.00 万元，盈佳云创科技（成都）有限公司、自然人周瑜和自然人张远持股比例分别为 61.00%、29.00%和 10.00%，实际控制人为自然人周瑜。

盈佳信联经营范围包括技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广、供应链管理、网络与信息安全软件开发、软件开发、软件销售、信息技术咨询服务、国内贸易代理（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构为中国农业银行股份有限公司广州分行。农业银行经营良好，财务状况稳定，履约和尽职能力情况稳定，本交易因资金保管机构引起的操作和履约风险很小。

中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。自 1979 年 2 月恢复成立以来，农业银行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。2009 年 1 月，农业银行整体改制为股份有限公司。2010 年 7 月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所有限公司挂牌上市。截至 2022 年底，农业银行注册资本为 3499.83 亿元，实缴资本 3392.40 亿元。

截至 2022 年底，农业银行资产总额 339275.33 亿元，较上年底增长 16.71%；负债总额 312530.82 亿元，较上年底增长 17.28%；实现归属于母公司股东的净利润 2591.40 亿元，同比增长 7.45%；实现营业收入 7248.68 亿元，同比增长 0.69%；平均总资产收益率 0.82%，加权平均净资产收益率 10.20%，同比分别下降 4.48 和下降 2.35 个百分点。截至 2022 年底，不良贷款率为 1.37%，比上年底下降 0.06 个百分点，处于较低水平。资本充足率与核心一级资本充足率分别为 17.20%和 11.15%。

风险管理方面，农业银行持续优化风险管理政策制度体系，制定重点领域风险应对预案与托底方案，稳慎做好房地产、地方政府相关债务等风险的精准拆弹，多措并举加大重点领域风险化解处置力度，信贷资产质量保持稳定，截至 2022 年末，不良贷款率降至 1.37%，拨备覆盖率为 302.60%。开展“合规教育年”活动，排查治理重点领域案件风险，不断健全内控合规“四位一体”预防体系。

资产托管业务方面，截至 2022 年底，农业银行托管资产规模 139190.2 亿元，较上年底增长 11.8%，其中养老金托管规模 12064.63 亿元，较上年底增长 28.1%。实现托管及其他受托业务佣金收入 43.08 亿元，较上年增长 12.4%。

总体看，农业银行拥有丰富的资产托管经验，本交易因农业银行丧失履约能力而使本期资产支持票据发生违约的概率很小。

3. 受托人

本交易的受托人华能贵诚信托建立了较为完善的信托业务模式，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

本交易的受托人/发行载体管理机构为华能贵诚信托。华能贵诚信托于 2008 年由中国华能集团有限公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原黔隆国际信托投资有限责任公司基础上增资扩股重组而成。2009 年 1 月华能贵诚信托正式更为现名；2009 年 2 月经中国银监会批准，华能贵诚信托换发新的《金融许可证》，正式按照“新两规”要求开展信托经营业务，同年 3 月正式恢复营业。华能贵诚信托注册于贵州省贵阳市，在北京、上海、深圳、浙江、江苏、广州、河南等省市均设有业务联络机构。截至 2022 年底，华能贵诚信托注册资本为 61.95 亿元，实缴资本为 61.95 亿元，股东由 8 家单位组成，华能资本服务有限公司是华能贵诚信托的第一大股东，出资比例为 67.92%。

截至 2022 年底，自营资产方面，华能贵诚信托总资产 296.16 亿元，所有者权益 265.84 亿元，分别较年初增长 3.82%和 4.20%；2022 年，华能贵诚信托实现营业收入 39.26 亿元，利润总额 33.09 亿元，净利润 24.54 亿元；信托资产方面，截至 2022 年底，华能贵诚信托信托资产规模 6213.61 亿元，较上年底降低 22.99%。

风险控制方面，华能贵诚信托按照风险控制与业务经营平行作业、嵌入式管理的原则，实现风险承担与风险监控相互独立，风险管理流程纳入业务经营全过程，使风险控制工作前置于事中与事中环节，达到预先防范风险、及时控制风险。

在实施方面，华能贵诚信托将与各类风险有关的资产、流程、业务和岗位纳入风险管理，实行 Pvar(程序+风险限额)的风险管理基本策略，保证业务高效、安全、规范运营。对信用风险、市场风险等可量化风险，实施风险指标管理和风

险限额控制；对合规风险、操作风险等非量化风险，明确岗位职责，制定精细化的业务操作规程、

风险控制流程，强化全员风险意识，实施岗位和流程控制。

七、法律风险分析

北京金诚同达律师事务所为本交易出具法律意见书。基于其法律意见，联易融保理具备作为发起机构的主体资格；满足《主定义表》约定的合格标准的应收账款债权及其附属权益即可满足真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求；信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定。

北京金诚同达律师事务所（以下简称“金诚同达”）出具《北京金诚同达律师事务所关于深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度第四期至和资产支持票据之法律意见书》（以下简称“法律意见书”）。根据法律意见书，金诚同达对本期入池基础资产进行了抽样核查，共计抽取了 52 笔拟入池基础资产作为抽样基础资产。抽样基础资产的债权金额合计约占全部拟入池基础资产应收账款债权总金额的 33.88%。法律意见书表明：发起机构联易融保理具有非金融企业法人资格和交易商协会会员资格，历史沿革合法合规，依法有效存续，具备作为发起机构的主体资格；发起机构关于本交易的股东会决议的内容合法有效，且已取得交易商协会的《接受注册通知书》；《募集说明书》的内容完整，符合《资产支持票据指引》、《注册表格体系》等相关规定；其他相关法律文件的内容亦符合法律法规及规则指引的规定；发行载体合法合规，参与机构具备相关资质，除资产服务机构由发起机构担任以外，其他参与机构与发起机构不存在关联关系；

待发起机构根据保理合同的约定向原始债权人支付应收账款转让对价后，抽样基础资产满足《主定义表》约定的合格标准，符合《资产支持票据指引》有关基础资产真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求，抽样基础资产就全部拟入池基础资产而言具有一定的代表性，发起机构采取有效措施确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持，基础资产的转让安排合法有效；本交易的交易结构不存在损害发起机构的股东、债权人利益的不当安排；本交易已制定了现金流归集和管理措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对资产产生的现金流进行有效控制；本交易已制定了资金混同风险的防范措施，交易文件中对于上述防范措施的相关约定符合法律法规的规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，具备一定的风险隔离效果；本交易已按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制；本交易的信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体利益，符合《民法典》、《资产支持票据指引》等法律法规及规则指引的规定，合法有效；本交易募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。除《募集说明书》中所列示的重大事项外，不存在影响资产支持票据投资者利益的其他重大事项。

八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本交易基础资产池包含 599 笔应收账款债

权，且制定了较为严格的基础资产合格标准，债务人为保利发展及/或保利发展子公司。联合资信评定保利发展的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。保利发展出具《付款确认书》，不可撤销地确认有义务足额支付债务人尚未偿

还的应付账款，有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信也关注到项目城市分布较为集中且易受到政策调控影响及保利发展毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，在优先级票据发行利率不超过 2.95% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据预期支出的覆盖

能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级票据发行利率不高于 2.95% 的情形。

综合上述因素，联合资信确定本期优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级票据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 保利发展控股集团股份有限公司主体信用分析

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有限公司（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2022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2022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2022年底，公司合并资产总额14704.64亿元，所有者权益3221.92亿元（含少数股东权益1259.27亿元）；2022年，公司实现营业总收入2811.08亿元，利润总额353.01亿元。

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. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，地缘政治局势动荡不安，世界经

济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022年全年国内生产总值121.02万亿元，不变价同比增长3.00%。分季度来看，一季度GDP稳定增长；二季度GDP同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至3.90%；四季度经济同比增速再次回落至2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022年，第一产业增加值同比增长4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.80%、2.30%，较2021年两年平均增速¹²（分别为5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022年，社会消费品零售总额43.97万亿元，同比下降0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21万亿元，同比增长5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022年，中国货物贸易进出口总值6.31万亿美元。其中，出口金额3.59万亿美元，同比增长7.00%；进口金额2.72万亿美元，同比增长1.10%；贸易顺差达到8776.03亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

¹²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。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；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

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元

和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受

阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022 年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降 10.00%至 13.29 万亿元，降幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70%和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65%和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，受部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；成交规划建筑面积

62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年同期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极

性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

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、%）

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2022 年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022 年调控政策逐步松绑转向宽松。2022 年 4

月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10 月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12 月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见表 3。

表 3 2022 年以来中央层次房地产行业总基调政策

时间	政策来源	主要内容
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”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
2022 年 3 月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022 年 7 月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022 年 8 月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 10 月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022 年 11 月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022 年 12 月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023 年 1 月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022 年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022 年 11 月，从金融“16 条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023 年 1 月，相关部门起草了《改

善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表 4 2022 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
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
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行

		提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

四、经营分析

1. 经营概况

房地产开发是公司收入及利润的最主要来源；2020—2022年，公司营业总收入波动增长；受结转项目地价相对较高致使盈利空间缩减等因素影响，公司房地产业务毛利率逐年下降。

作为央企下属的大型房地产开发企业，公司现已形成“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。公司经营稳健，长期保持行业领先地位，目前公司产品已涵盖住宅、写字楼、酒店以及购物中心等多种业态，其中住宅产品聚焦刚性需求与改善性需求。

项目获取方面，公司根据市场环境、销售回笼和资源储备等方面情况动态补充土地资源。区域布局上则采取以核心城市及重点城市群为主的土地布局策略，重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝和海西等国家重点发展区域，拿地方式以公开市场招拍挂方式为主，同时通过旧城改造、合作开发、产业拓展以及兼并收购等灵活的拓展方式以低成本获

取项目资源，具备较强的多元化资源拓展能力。

从经营情况看，2020—2022 年，公司营业总收入（含利息收入等）波动增长，年均复合增长 7.51%，其中 2022 年因竣工下降，公司营业总收入小幅下降。

从收入构成来看，房地产开发是公司的核心业务板块，其近三年收入占比均在 90%以上。具体来看，2020—2022 年，公司房地产销售收入波动增长，年均复合增长率为 6.46%，其中 2022 年小幅下降。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，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，公司其他业务收入逐年增长，对收入的贡献持续提升。

毛利率方面，2020—2022年，公司房地产开发板块毛利率持续下降，主要系结转项目土地成本增长致使盈利空间缩减所致；公司其他业务毛利率持续增长。综上，2020年以来，公司主营业务毛利率持续下降，与行业利润率下行趋势一致。

表 5 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 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	2263.76	93.62	33.48	2607.67	91.87	27.13	2565.78	91.61	21.79

其他	154.32	6.38	14.33	230.89	8.13	19.91	235.03	8.39	21.74
合计	2418.08	100.00	32.25	2838.56	100.00	26.55	2800.80	100.00	21.79

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

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，项目资源储备丰富，土储质量较好。2020年以来，公司拿地规模持续下降，但向高能级城市聚集，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。

从近年拿地情况看，2020—2022年，公司拿地支出金额持续下降，但保持一定拓展力度，拿地支出占当年签约销售金额比重已连续两年保持在35%左右；公司新增土储楼面均价有所波动，2022年公司拿地进一步向高能级城市聚焦，全年38个核心城市拓展金额占比达98%，新增土储项目楼面均价大幅提升。

表6 公司获取土地情况

项目	2020年	2021年	2022年
新增土储项目个数（个）	146	145	91
新增土储项目计容面积（万平方米）	3186	2722	1054
拿地支出（亿元）	2353	1857	1613
新增土储项目楼面均价（元/平方米）	7388	6822	15394
拿地支出占当年签约销售金额比例	46.80%	34.72%	35.27%

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

从剩余可售面积情况看，截至2022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7451.78万平方米，约为公司2022年签约销售面积的2.62倍，公司可售规模充裕。

(2) 项目建设

2020—2022年，受行业调整影响，公司新开工面积及竣工面积呈现波动下降状态。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。

2020—2022年，因拿地力度下降，公司新开工面积波动增下降，年均复合下降28.48%；公司竣工面积较为稳定，仅小幅波动。具体情况如下表所示。

表7 公司房地产开发情况

项 目	2020年	2021年	2022年
新开工面积（万平方米）	4630	5155	2375
竣工面积（万平方米）	3986	4193	3975

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年底，公司在建和拟建国内项目合计812个，在建面积10763.93万平方米，待开发面积6270.84万平方米。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

2020—2022年，公司签约销售金额波动下降，但销售排名有所提升，销售回款率保持稳定。

具体销售情况方面，2020—2022年，公司签约销售金额波动下降，其中2022年同比下降14.51%，公司签约销售金额下降规模远小于行业平均水平，2022年克而瑞销售排名提升至

第二名。

销售回款方面，近年来，为应对行业资金面收紧风险，公司通过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。2020年以来，公司销售回款率维持在93%左右。

表8 公司房地产销售情况

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
协议销售面积（万平方米）	3409	3333	2748
协议销售金额（亿元）	5028	5349	4573
协议销售均价（万元/平方米）	1.48	1.60	1.66
销售回款率（%）	93.6	93.8	93.4
结转面积（万平方米）	2069	3013	2870

注：上表销售数据统计口径为全口径，结转面积数据为并表口径
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 经营效率

公司各经营效率指标波动幅度不大。

表9 公司经营效率指标

	2020 年	2021 年	2022 年
流动资产周转次数	0.23	0.24	0.22
存货周转次数	0.25	0.27	0.26
总资产周转次数	0.21	0.22	0.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022年，公司各经营效率指标波动幅度不大。

表10 2022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	0.40	0.33	0.27
招商蛇口	0.36	0.28	0.21
华润置地	0.34	0.32	0.21
中国海外发展	0.30	0.27	0.20
保利发展	0.26	0.22	0.20

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

4. 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”的政策引领下，公司将继续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，提升商管、公寓、会展等板块的运营能力与市场化程度，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，打通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，继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

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020—2022年财务报告进行了审计，并均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。

截至2022年底，公司合并资产总额14704.64亿元，所有者权益3221.92亿元（含少数股东权益1259.27亿元）；2022年，公司实

现营业总收入 2811.08 亿元，利润总额 353.01 亿元。

2. 资产质量

2020—2022 年，公司资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例较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不断增加。

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.40%，主要系流动资产增长所致。截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.04%，以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	11362.26	90.80	12473.42	89.10	13004.01	88.43
货币资金	1460.08	11.67	1713.84	12.24	1765.37	12.01
其他应收款	1529.69	12.22	1576.87	11.26	1574.09	10.70
存货	7414.75	59.25	8096.56	57.84	8778.93	59.70
非流动资产	1151.49	9.20	1525.91	10.90	1700.64	11.57
长期股权投资	725.50	5.80	950.89	6.79	1062.50	7.23
资产总额	12513.75	100.00	13999.33	100.00	14704.64	12513.75

注：占比指该科目在资产总额中的占比
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2020—2022 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.98%，主要系货币资金和存货增长所致。

2020—2022 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 9.96%，2021 年房地产业务销售回款规模及融资规模增长，2022 年公司对非并表公司的投资支出减少。公司货币资金中有 10.95 亿元受限，主要为履约保证金存款，受限比例为 0.62%，此外，有 479 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。2020—2022 年末，公司其他应收款小幅波动。截至 2022 年底，公司其他应收款从账龄看，1 年以内占 37.60%，1~2 年占 22.94%，2~3 年占 17.26%，3 年以上占 22.20%。公司其他应收款累计计提坏账准备 8.17 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，其中西藏信昇股权投资合伙企业（有限合伙）的股东多为金融机构。

表 12 截至 2022 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	69.19	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	4.37
上海华轶实业有限公司	项目开发资金投入	44.32	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	2.80
西藏信昇股权投资合伙企业（有限合伙）	与子公司合作方股东的往来款	25.02	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	1.58
北京望和润致置业有限公司	项目开发资金投入	22.25	1 年以内	1.41
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	--	11.31

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 8.81%，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。截至 2022 年底，公司存货 8778.93 亿元，从构成看，存货主要由房地产开发成本（占 80.87%）和房地产开发产品（占 19.06%）构成，开发产品占比较上年底上升 6.59 个百分点。因可变现净值低于开发成本账面金额，累计计提跌价准备 21.33 亿元。

（2）非流动资产

2020—2022 年末，公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，规模持续增长，年均复合增长 21.53%，主要系长期股权投资增长所致。

公司长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资。2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 21.02%，主要系对联合营企业的投资增加以及联合营企业结转利润增加所致。截至 2022 年底，公司长期股权投资中对合营企业投资占 31.29%、对联营企业投资占 68.71%。

截至 2022 年底，公司资产受限比例较低。

表 13 截至 2022 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	10.95	0.07%

表 14 公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	7517.58	76.34	8188.17	74.64	8422.80	73.35
应付账款	1365.64	13.87	1301.27	11.86	1620.47	14.11
其他应付款	1389.85	14.11	1457.82	13.29	1319.12	11.49
合同负债	3656.31	37.13	4160.17	37.92	4120.19	35.88
一年内到期的非流动负债	597.99	6.07	605.75	5.52	799.47	6.96
非流动负债	2329.79	23.66	2782.01	25.36	3059.92	26.65
长期借款	2071.60	21.04	2319.04	21.14	2424.82	21.12
应付债券	250.66	2.55	416.20	3.79	577.16	5.03
负债总额	9847.37	100.00	10970.19	100.00	11482.73	100.00

注：占比指该科目在负债总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

存货	1603.22	10.90%
固定资产	26.27	0.18%
投资性房地产	101.28	0.69%
合计	1741.72	11.84%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 9.92%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2022 年底，公司所有者权益 3221.92 亿元，较上年底增长 6.36%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 3.72%、5.47%、47.04%和 39.08%。所有者权益结构稳定性一般。

（2）负债

2020—2022 年，公司负债规模及有息债务规模均逐年增长，但公司债务结构以长期债务为主，融资成本较低且融资能力很强。

2020—2022 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.98%。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 4.67%，以流动负债为主。

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 5.85%，主要系合同负债增长所致。

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。2020—2022 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.93%。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 24.53%，主要系应付工程款增长所致。

2020—2022 年末，随着签约销售金额波动增长，公司合同负债随之增长，年均复合增长 6.15%。因行业下行销售受阻，且公司保持稳定的交付力度，公司 2022 年末合同负债较上年底下降 0.96%。

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。2020—2022 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 2.58%，主要系合作方往来款减少所致。截至 2022 年底，公司其他应付款主要由房地产合作方往来款（占 40.29%）和合联营企业及其他关联方往来款（占 40.97%）构成。

2020—2022 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 15.63%，主要系长期借款和应付债券到期或回售的规模变动所致。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 799.47 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 84.14%）构成。

2020—2022 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 14.60%，主要系长期借款增长所致。

2020—2022 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 8.19%。截至 2022 年底，公司长期借款主要由保证借款（占 50.58%）、抵押借款（占 25.35%）、信用借款（占 14.06%）和质押借款（占 10.01%）构成，利率区间为 1.20%~5.98%。

2020—2022 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 51.74%。2022 年公司加大直接融资力度，以较低利率发行大量公司债和中票，年内发行合计金额 263.00 亿元。应付债券余额中公司债、中票和美元债分别占 43.24%、50.74%和 6.02%。

2020—2022 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.70%，主要系公司保持一定拿地规模和货币资金规模使得融资需求随之增加所致。截至 2022 年底，公司全部债务 3820.00 亿元（不含租赁负债），较上年底增长 9.88%，其中长期债务占 78.59%。如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，公司全部债务增至 3910.01 亿元，长期债务 3092.00 亿元（占 79.08%）；从债务指标看，截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升 0.61 个百分点、1.28 个百分点和 1.45 个百分点。

表 15 公司主要债务指标情况（单位：%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	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	78.69	80.31	78.36	79.70	78.09	78.70
调整后资产负债率	69.87	72.15	69.19	71.09	69.53	70.39
全部债务资本化比率	53.90	57.39	53.44	56.31	54.25	55.52
长期债务资本化比率	46.55	50.60	47.45	50.69	48.23	49.68
净负债率	61.96	75.22	58.15	68.54	63.72	68.43

注：净负债率=（全部债务-现金类资产）/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，2020—2022 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率持续增长。截至 2022 年底，公司加权平均融资成本为 3.92%，较上年底下

降 0.54 个百分点，其中直接融资成本 2.88%，融资成本优势较为明显。公司债务负担适中且融资成本较低。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入呈波动增长态势；由于毛利率逐年压缩叠加投资收益波动下降，公司利润总额和盈利指标持续下降，盈利指标在行业内处于一般水平。

公司营业总收入、成本等情况分析详见经营概况。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 4.96%。2022 年，公司费用总额为 171.99 亿元，同比下降 2.50%，主要系公司加强各项费用管控，管理费用减少所致。

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。2020—2022 年，公司投资收益波动下降，年均复合下降 17.29%，主要系结转的合作项目毛利低所致。2022 年，投资收益占营业利润比重为 12.11%。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。

表 17 公司盈利指标情况

盈利指标	2020 年	2021 年	2022 年
营业利润率	24.98%	21.30%	17.35%
总资本收益率	7.94%	6.57%	4.62%
净资产收益率	15.02%	12.28%	8.38%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降，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，公司盈利能力处于一般水平。

表 18 2022 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	19.55	9.45	2.96
招商蛇口	19.25	3.76	1.96
华润置地	26.22	11.94	5.47
中国海外发展	21.29	6.67	3.90
保利发展	21.99	9.36	2.62

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数值或有偏差

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

2020—2022 年公司经营活动净现金流入持续下降，其中 2021 年不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转为大额净流入；2022 年由于偿还较多永续债、新增借款减少叠加合作方对子公司投入减少，筹资活动净现金流再次净流出。

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 4.58%，2022 年出现下降主要系销售回款下降所致。同期经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 5.68%，主要系项目投资规模和支付的往来款规模增加所致，2022 年受拿地及建设支出下降影响，相关流出有所减少。受上述因素影响，公司经营活动现金净额为净流入，但净流入规模持续下降，年均复合下降 30.01%。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 19.05%，总体规模小；投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 19.82%，主要系合作项目对外投资规模减少所致。其中 2021 年公司对外投资规模大幅增长，经营活动净现金流入无法继续覆盖投资活动需求。2022 年投资活动现金流转为净流入，公司减少对非并表项目的投资支出。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 3.56%；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 3.86%。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 年筹资现金大额净流入。2022 年，公司赎回永续债规模增加，合作方对子公司投入减少，叠加新增借款减少，公司筹资现金转为净流出。

表 19 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	4105.13	5086.96	4489.98
经营活动现金流出小计	3953.63	4981.45	4415.75
经营活动现金流量净额	151.50	105.51	74.22
投资活动现金流入小计	65.72	40.35	93.15
投资活动现金流出小计	135.00	240.22	86.78
投资活动现金流量净额	-69.27	-199.87	6.37

筹资活动前现金流量净额	82.23	-94.35	80.60
筹资活动现金流入小计	1592.70	1994.86	1708.16
筹资活动现金流出小计	1611.48	1650.29	1738.31
筹资活动现金流量净额	-18.78	344.58	-30.15

资料来源：公司财务报告

6. 偿债指标

2020—2022 年，公司短期与长期偿债指标均表现良好。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	151.14	152.33	154.39
	速动比率（%）	52.51	53.45	50.16
	经营现金流动负债比（%）	2.02	1.29	0.88
	现金类资产/短期债务（倍）	1.84	2.31	2.16
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	597.03	577.24	431.06
	全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.02	8.86
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.74	3.21	2.69

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，2020—2022 年末，公司流动比率持续增长，速动比率波动下降，现金短期债务比波动增长。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长，但 EBITDA 对利息和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服务股份有限公司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 2022 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2022 年底，公司对外担保余额 171.21 亿元，主要为对合联营企业的担保，占期末净资产的比例为 5.31%，对购房者累计担保余额 1853.74 亿元，公司或有负债风险小。

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 2023 年 2 月 22 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 2023 年 4 月 26 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房地产业务的核心运营平台，可在资金等方面得到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。2020—2022 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分别为 150.19 亿元、179.33 亿元和 168.16 亿元。

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	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1465.16	1715.23	1766.97
资产总额（亿元）	12513.75	13999.33	14704.64
所有者权益（亿元）	2666.38	3029.14	3221.92
短期债务（亿元）	794.95	741.44	818.01
长期债务（亿元）	2322.27	2735.23	3001.99
全部债务（亿元）	3117.22	3476.67	3820.00
营业总收入（亿元）	2432.08	2850.24	2811.08
利润总额（亿元）	525.38	500.35	353.01
EBITDA（亿元）	597.03	577.24	431.06
经营性净现金流（亿元）	151.50	105.51	74.22
财务指标			
销售债权周转次数（次）	113.20	100.97	77.57
存货周转次数（次）	0.25	0.27	0.26
总资产周转次数（次）	0.21	0.22	0.20
现金收入比（%）	132.80	132.94	105.71
营业利润率（%）	24.98	21.30	17.35
总资本收益率（%）	7.94	6.57	4.62
净资产收益率（%）	15.02	12.28	8.38
长期债务资本化比率（%）	46.55	47.45	48.23
全部债务资本化比率（%）	53.90	53.44	54.25
资产负债率（%）	78.69	78.36	78.09
调整后资产负债率（%）	69.87	69.19	69.53
流动比率（%）	151.14	152.33	154.39
速动比率（%）	52.51	53.45	50.16
经营现金流动负债比（%）	2.02	1.29	0.88
现金短期债务比（倍）	1.84	2.31	2.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.74	3.21	2.69
全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.02	8.86

注：1. 尾数差异由四舍五入造成；2. 租赁负债未调整入全部债务

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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

评级展望设置	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：AAAsf、AAsf、Asf、BBBsf、BBsf、Bsf、CCCsfc、CCsf 和 Csf。除 AAAsf 级、CCCsfc 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
AAAsf	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
AAsf	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
Asf	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
BBBsf	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
BBsf	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
Bsf	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
CCCsfc	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CCsf	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
Csf	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 深圳前海联易融商业保理有限公司 2023 年度 第四期至和资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人（如有）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人（如有）应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人（如有）不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。