

保利商业保理有限公司 2024 年度 第三期邦鑫资产支持票据 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4753 号

联合资信评估股份有限公司通过对“保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫资产支持票据”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

二〇二四年六月二十四日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，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。

三、本报告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。

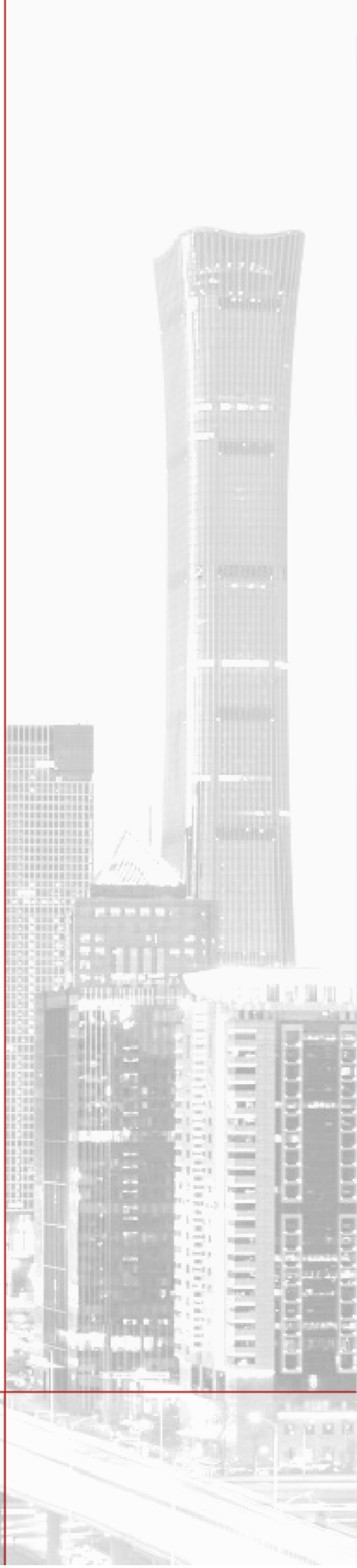
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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。



保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫

资产支持票据信用评级报告

票据名称	金额（万元）	占比	偿还方式	预期到期日	信用等级
优先级	75790.00	99.99%	固定	2025/07/01	AAA _{sf}
次级	10.00	0.01%	--	2025/07/01	NR
合计	75800.00	100.00%	--	--	--

注：1.本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，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 表示未予评级

评级关键要素

交易概览	基础资产池特征	
基础资产：应收账款债权及其附属权益	应收账款余额总计（万元）	77887.67
保利发展：保利发展控股集团股份有限公司	应收账款笔数（笔）	529
债务人：保利发展及保利发展子公司	原始债务人户数（户）	164
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	原始债权人户数（户）	337
	单笔应收账款平均余额（万元）	147.24
保利保理/委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：保利商业保理有限公司	关联资产占比（%）	24.29
内外部增信措施	量化模型测试	
内部信用支持：折价购买及优先/次级偿付机制	极限利率情景	2.60%
外部信用支持：保利发展到期支付义务	现金流覆盖倍数	1.0007 倍

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

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“保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级票据的信用等级。

本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，基础资产池包含 529 笔应收账款债权，原始债务人为保利发展确认的其直接或间接控股的子公司。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原始债务人尚未偿还的应付账款。联合资信评定保利发展主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，保利发展提供的到期支付义务有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。

此外，联合资信通过量化分析得出，优先级票据预期收益率不高于极限利率情景下，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票面收益率不高于极限利率情形。

本交易主要风险已得到缓释处理或已有充分考量，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信评定本交易项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- 基础资产合格标准明确且较为严格。**本交易制定了明确、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债务人确认的应付款的权利，并且放弃一切抗辩权利。
- 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（股票代码：600048.SH），股东背景雄厚，规模优势和行业地位突出，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，在行业调整阶段公司房地产销售规模体现出较强韧性；债务负担适中且融资能力很强，偿债指标表现良好。

关注

- **存在一定的利率风险。**若届时优先级票据实际发行利率高于 2.60%，或发行后本交易费率高于本报告披露的最高值，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级票据本息及由本信托承担的其他预期支出。
- **需关注房地产行业风险及保利发展相关运营风险。**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。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。2021 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，未来房地产项目毛利率存在下降压力。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

保利发展主要财务数据（合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	项 目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	1715.23	1766.97	1483.92	营业利润率（%）	21.30	17.35	13.07
资产总额（亿元）	13999.33	14704.64	14369.12	净资产收益率（%）	12.28	8.38	5.31
所有者权益（亿元）	3029.14	3221.92	3370.27	资产负债率（%）	78.36	78.09	76.55
短期债务（亿元）	741.44	818.01	740.38	全部债务资本化比率（%）	53.73	54.57	51.54
长期债务（亿元）	2776.10	3052.79	2843.84	流动比率（%）	152.33	154.39	155.89
全部债务（亿元）	3517.54	3870.80	3584.22	经营现金流动负债比（%）	1.29	0.88	1.71
营业总收入（亿元）	2850.24	2811.08	3468.94	现金短期债务比（倍）	2.31	2.16	2.00
利润总额（亿元）	500.35	353.01	246.26	EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	2.69	2.10
EBITDA（亿元）	577.24	431.06	335.74	全部债务/EBITDA（倍）	6.09	8.98	10.68
经营性净现金流（亿元）	105.51	74.22	139.30				

注：尾数差异由四舍五入造成

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

评级时间

2024 年 6 月 24 日

评级项目组

项目负责人：高北辰 gaobc@lhratings.com

项目组成员：王劲蒙 wangjm@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

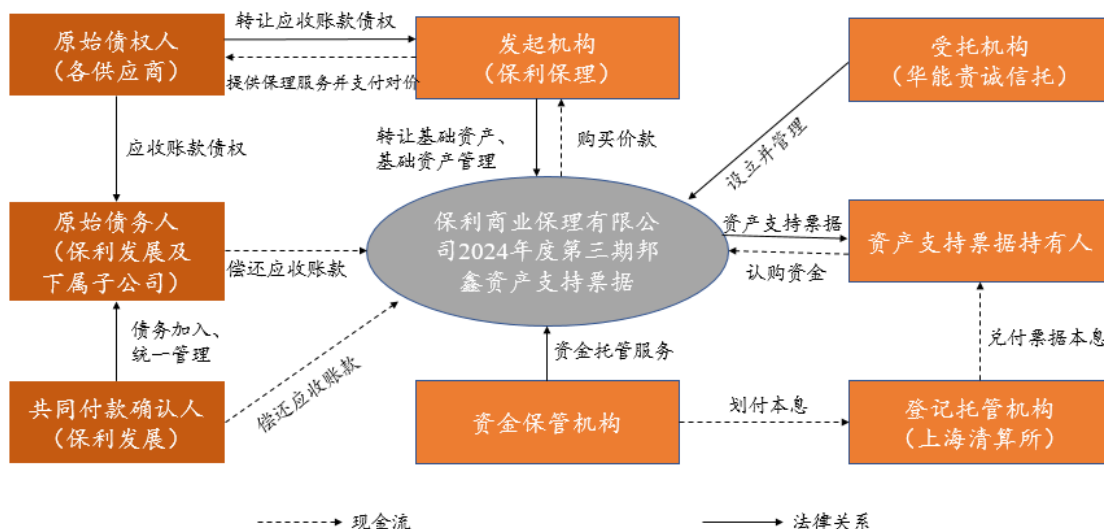
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、资产支持票据概要

“保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫资产支持票据”（以下简称“本交易”或“本期资产支持票据”）的委托人/发起机构保利商业保理有限公司（以下简称“保利保理”或“保理商”）为设立信托而根据《保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫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“保利商业保理有限公司 2024 年度第三期邦鑫资产支持票据信托”（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。

图表 1·交易结构



资料来源：联合资信根据《募集说明书》整理

本期资产支持票据分为优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”）。优先级票据到期一次性还本付息；次级票据到期享有剩余收益。本交易募集资金用途为：偿还金融机构借款及补充流动资金等，即保利保理就供应商/债权人对债务人保利发展及/或保利发展子公司享有的应收账款债权提供保理服务、受让该未到期的应收账款债权时所需的金融机构借款。本交易法定到期日为自信托生效日起 24 个月届满之日。本期资产支持票据情况详见图表 2。

图表 2·票据概要

票据名称	募集规模（万元）	占比	利率类型	预期到期日	还本付息方式
优先级	75790.00	99.99%	固定利率	2025/07/01	固定
次级	10.00	0.01%	--	2025/07/01	按约定分配
合计	75800.00	100.00%	--	--	--

资料来源：联合资信根据《募集说明书》整理

二、基础资产分析

发起机构根据本交易发行规模结合基础资产合格标准（具体定义详见附件 2）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，联合资信对该基础资产池进行了统计分析，并对 50 笔资产进行了抽样核查。

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、为委托人及/或原始债权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。

本交易合格标准中明确约定所有入池资产所涉债务人已经确认其对基础交易合同项下的应付账款负有到期偿付的义务，并且债务人不享有商业纠纷抗辩权，入池资产主要为工程施工类。本期入池资产涉及的原始债权人集中度一般，原始债务人集中度尚可；入池基础资产关联占比满足基础资产合格标准的要求。

1 基础资产概况

本期入池的基础资产均为供应商与保利发展及保利发展子公司在日常经营活动中形成的应收账款。本期入池基础资产涉及关联交易，详见下文。

图表 3 • 基础资产池概况

指标	数值
应收账款余额总计（万元）	77887.67
应收账款笔数（笔）	529
原始债务人户数（户）	164
原始债权人户数（户）	337
单笔应收账款平均余额（万元）	147.24
单笔应收账款最小余额（万元）	1.27
单笔应收账款最大余额（万元）	2031.00

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

从应收账款合同性质来看，入池的应收账款主要为工程施工类（占应收账款余额的 84.11%）。

图表 4 • 基础资产池应收账款类型分布（单位：笔、万元）

种类	笔数	应收账款余额	金额占比
工程施工类	367	65515.14	84.11%
材料设备采购类	126	11690.62	15.01%
设计类	27	554.90	0.71%
咨询服务类	9	127.01	0.16%
合计	529	77887.67	100.00%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3 应收账款余额分布

从应收账款单笔金额分布来看，前五大的应收账款余额共计 8512.39 万元，占应收账款余额的 10.93%，集中度尚可。

图表 5 • 基础资产池前五大应收账款余额（单位：万元）

序号	应收账款余额	金额占比
1	2031.00	2.61%
2	1757.23	2.26%
3	1664.01	2.14%
4	1536.30	1.97%
5	1523.86	1.96%
合计	8512.39	10.93%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4 原始债权人集中度

从基础资产原始债权人分布情况来看，基础资产共涉及 337 户供应商作为原始债权人。单户原始债权人涉及的应收账款余额最大为 16901.72 万元，占应收账款余额的 21.70%；前五大原始债权人涉及的应收账款余额合计 25338.69 万元，占应收账款余额的 32.53%，原始债权人集中度一般。

图表 6 • 基础资产池前五大原始债权人（单位：笔、万元）

原始债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
1	33	16901.72	21.70%
2	6	3879.81	4.98%
3	2	1551.84	1.99%
4	1	1536.30	1.97%
5	9	1469.01	1.89%
合计	51	25338.69	32.53%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5 原始债务人集中度

从基础资产原始债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 164 户原始债务人，单户原始债务人涉及的应收账款余额最大为 3408.51 万元，占应收账款余额的 4.38%；前五大原始债务人涉及的应收账款余额为 13433.50 万元，占应收账款余额的 17.25%；原始债务人集中度尚可。

图表 7 • 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
1	7	3408.51	4.38%
2	25	2632.30	3.38%
3	5	2605.71	3.35%
4	4	2444.97	3.14%
5	12	2342.01	3.01%
合计	53	13433.50	17.25%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6 关联资产情况

本次入池的基础资产中，原始债权人保利国际生态环境治理（北京）有限公司、富力建设集团有限公司、富力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、广东名门锁业有限公司、广东重工建设监理有限公司和深圳市卓宝科技股份有限公司与原始债务人存在关联关系，涉及应收账款债权笔数合计 50 笔，涉及应收账款余额合计 18919.36 万元，占入池的应收账款余额的 24.29%，本次入池基础资产关联占比满足基础资产合格标准的要求。

三、交易结构分析

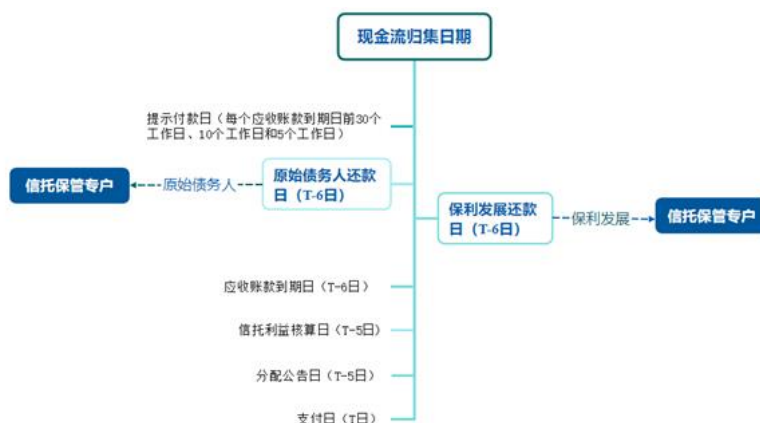
1 现金流安排

本交易现金流主要来自于基础资产涉及的应收账款回收款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

（1）账户设置及现金流归集

本交易涉及的主要账户为信托保管专户。现金流归集情况如下图所示。

图表 8 • 现金流归集情况

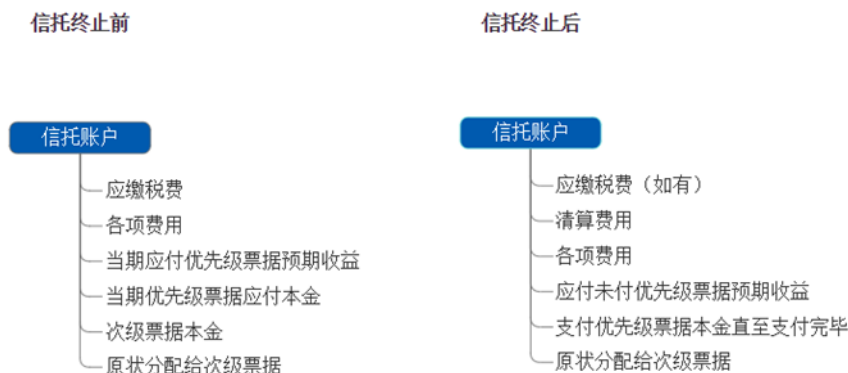


资料来源：联合资信根据交易安排整理

(2) 现金流分配

本交易现金流分配如下图所示。详见附件 3。

图表 9 • 现金流分配情况



资料来源：联合资信根据交易安排整理

2 信用支持

在本交易中，保利发展承担的到期支付义务为主要的信用提升机制，同时，折价购买、优先/次级偿付机制以及触发机制的安排也将为本交易的现金流带来有利的影响。

内部信用支持

本交易通过应收账款的折价购买及优先/次级偿付机制来保障优先级票据本息的偿付。

本期基础资产所对应的应收账款余额合计为优先级票据募集金额的102.77%。假定优先级票据预期存续期为364天，发行利率不超过2.60%，同时考虑本交易应付的各项税费（详见“四、量化模型测试”部分）的情况下，基础资产现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。

触发机制

本交易设置不合格资产³赎回机制，机制一旦触发将引致相应基础资产的赎回。

在本信托存续期限内，如保利保理、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，保利保理应于相应的回购起算日⁴最终确定每笔不合格资产的赎回价格⁵并由华能贵诚信托书面确认，保利保

³ 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。

⁴ 回购起算日：就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日是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。

⁵ 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减该笔应收账款债权已偿价款部分（若有）。

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⁶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。

外部信用支持

保利发展对本交易项下优先级票据入池应收账款承担的到期支付义务，保利发展长期主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。（相关分析详见附件1-1）

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，规模优势和行业地位突出，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，在行业调整阶段公司房地产销售规模体现出较强韧性；保利发展债务负担适中且融资能力很强，偿债指标表现良好。

未来，随着地产行业深度整合，保利发展房地产项目进一步实现销售，市场占有率或将继续提升，保利发展经营状况有望保持良好。

优势

（1）保利发展具备很强的综合竞争力和品牌影响力，销售规模保持韧性，规模优势突出。2023年，保利发展签约销售金额4222亿元，同比下降7.68%，下降幅度低于行业整体水平；2023年克而瑞全口径及权益口径销售排名均提升至行业第一。

（2）保利发展拿地方式多元，项目储备充足。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。

（3）保利发展债务负担适中且融资能力很强。截至2023年底，保利发展全部债务资本化比率51.54%，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，2023年底保利发展综合融资成本较上年末下降36个BP至3.56%，其中2023年的新增融资综合成本为3.14%。

关注

（1）房地产市场运行存在一定不确定性，保利发展面临合作方风险。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。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）2021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。2021年以来，保利发展毛利率逐年下降；2022年以来受布局区域更为聚焦核心城市影响，保利发展新增土储楼面均价大幅增长，当期部分一二线城市房地产预售价格限制较为严格，叠加大多数城市房价下行，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。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据基础资产现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建现金流流入对支出的覆盖模型，通过压力测试，来确定基础资产对票据的保障程度。

测算结果表明：根据交易偿付安排，在既定利率等情景下，预计基础资产现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信将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底层应收账款。根据交易结构的安排，在每一笔应收账款入池时，受托人均已收到原始债务人出具的《买方确认函》以及保利发展出具的《付款确认书》且每一笔入池的基础资产对应的应收账款到期日应不晚于本交易预期到期日前的第6个工作日。

本期基础资产池涉及的保利发展的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债务人如期履约下基础资产现金流为是否能够满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了在如下的优先级票据发行利率，簿记建档费为本交易发行规模的0.008%、兑付兑息费率为优先级票据本息兑付金额的0.0035%、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）以及其他费用金额合计2.00万元，且预期存续期限为364天的情况下，基础资产现金流对优先级票据本息的覆盖情况。

⁶ 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。

图表 10 • 不同情景下优先级票据本息的覆盖率（单位：倍）

收益率	预期支出	保障倍数
2.30%	77607.27	1.0036
2.40%	77682.86	1.0026
2.50%	77758.44	1.0017
2.60%	77834.03	1.0007

注：1. 预期支出=优先级票据本金×[1+预期收益率×（存续期间/365）]+由信托财产税费及费用合计；保障倍数=基础资产回收现金流/预期支出；2. 若实际存续期间与假设存续期间不一致，上述保障倍数或存在偏差；3. 第一行的发行利率为基础情景下的发行利率，其余为不同压力情景下的发行利率。

资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级票据存续期限不超过 364 天，发行利率为 2.60%、相关税费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预期支出的保障倍数在 1.00 倍以上。联合资信将对优先级票据未来的发行利率保持关注。

五、量化模型外的因素

1 法律要素分析

北京金诚同达律师事务所为本交易出具了法律意见书。

法律意见书表明：各参与方均具有参与本交易的资质和权限；发起机构尚未根据《保理合同》的约定向原始债权人支付应收账款转让对价；在发起机构完成支付后，抽样基础资产满足《主定义表》约定的合格标准，且符合《资产证券化业务规则》有关基础资产合规性的要求，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，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。

此外，法律意见书显示：北京金诚同达律师事务所共选取 50 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 39.61%。抽样基础资产已满足除合格标准第 6 项“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”外的其他要求，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，抽样基础资产满足合格标准，符合《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》有关基础资产合规性的要求。

2 参与机构履职能力分析

本交易的各参与方能够较好地履行其相应的职能。

（1）委托人/发起机构/资产服务机构/保理商

保利保理由保利融资租赁有限公司（以下简称“保利租赁”）投资设立，于 2016 年 9 月 6 日在天津经济技术开发区市场监督管理局登记注册成立，保利保理注册资本为 1.00 亿元。2021 年 11 月 1 日，保利租赁将其持有的保利保理的股权转让给保利投资控股有限公司（以下简称“保利投资”）。截至 2023 年底，保利保理注册资本为 1.00 亿元，实缴资本 1.00 亿元，其中保利投资持股比例 100.00%。

保利保理住所为天津经济技术开发区滨海-中关村科技园融汇商务园一区 13-1-111；法定代表人为刘磊。保利保理主营业务为以受让应收账款的方式提供贸易融资；应收账款的收付结算、管理与催收等。

截至 2023 年底，保利保理资产总额 5.16 亿元，负债总额 3.97 亿元，所有者权益 1.20 亿元。2023 年，保利保理实现营业总收入 5917.81 万元；实现净利润 1576.22 万元。

根据保利保理提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91120118MA05KXE34E）显示，截至 2024 年 4 月 8 日，保利保理无关注类、不良类借贷交易和担保交易记录。

保利保理已建立了相应的风险控制管理办法以控制客户信用风险及操作风险等相关风险，具体包括国内保理业务中买方的信用风险、卖方的履约风险、欺诈风险以及业务的操作风险；同时，保利保理加强日常的合规管理和动态风险监控，建立了信息统计与风险预警机制。

总体看，保利保理股东背景良好，本交易因发起机构丧失履约能力而发生违约的概率极低。

（2）资金保管机构

本交易资金保管机构为中国银行股份有限公司广东省分行。中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）于 1912 年 2 月成立，先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。1949 年以后，长期作为国家外汇外贸专业银行，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务。1994 年改组为国有独资商业银行，全面提供各类金融服务，发展成为本外币兼营、业务品种齐全、实力雄厚的大型商业银行。2006 年在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市，成为国内首家“A+H”上市银行。

截至 2023 年底，中国银行资产总额为 324321.66 亿元，负债总额 296753.51 亿元，股东权益 27568.15 亿元。2023 年，中国银行实现营业总收入 6228.89 亿元；实现利润总额 2956.08 亿元，净利润 2463.71 亿元。2023 年，中国银行资本充足率、一级资本充足率及核心一级资本充足率分别为 17.74%、13.83%和 11.63%。

截至 2024 年 3 月底，中国银行资产总额为 336590.46 亿元，负债总额为 308748.54 亿元，股东权益为 27841.92 亿元。2024 年一季度，中国银行实现营业总收入 1608.18 亿元；实现利润总额 718.97 亿元，净利润 599.73 亿元。

托管业务方面，截至 2023 年底，中国银行资产托管规模 17.37 万亿元，较上年底增长 5.19%。

风险管理方面，中国银行建立由董事会、监事会、高级管理层、风险管理部门、业务部门和内部审计部门组成的风险管理组织架构，坚持“主动、前瞻、适应、适用”原则，推动全面风险管理体系建设。

总体看，中国银行资金实力较为雄厚，本交易因资金保管机构丧失履约能力而发生违约的概率极低。

（3）受托人

本交易的受托人/特定目的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 2023 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 2023 年底，自营资产方面，华能贵诚信托总资产 313.74 亿元，所有者权益 277.63 亿元；2023 年，华能贵诚信托实现营业总收入 33.09 亿元，利润总额 27.23 亿元，净利润 24.54 亿元；信托资产方面，截至 2023 年底，华能贵诚信托信托资产规模 5144.77 亿元。

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前与事中环节，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。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。

总体看，华能贵诚信托的信托资产规模较大，经验较丰富，本交易因受托人丧失履约能力而发生违约的概率极低。

综上所述，各项风险在本交易中或得到缓释处理或已有充分考量，各参与机构亦能较好地履行其相应的职能，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，确定本交易项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先级票据的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之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“保利发展”或“公司”）前身系广州保利房地产开发公司，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。2018 年 10 月，公司名称变更为现名。截至 2023 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 40.57% 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，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2023 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，员工数量 5.63 万人，无重要子公司。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 14369.12 亿元，所有者权益 3370.27 亿元（含少数股东权益 1384.84 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 3468.94 亿元，利润总额 246.26 亿元。

公司注册地址：广东省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、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023 年年报）》。

三、行业及区域环境分析

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。详见《2024 年房地产行业分析》。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司具备很强的综合竞争力和品牌影响力。

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，在 2023 年克而瑞销售排名中位列第一。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。

2 信用记录

公司信用状况保持良好。

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 2024 年 1 月 31 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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 5 月 8 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、经营分析

1 经营概况

房地产开发销售是公司收入及利润的最主要来源；2021—2023 年，公司主营业务收入规模波动增长；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且未来一年或将继续承压。

房地产开发销售是公司最为核心的业务板块，近三年收入占比保持在 90%以上；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，是公司收入及利润的重要补充。随着结转面积的波动增长和结转均价的持续提升，公司房地产销售收入波动增长，但受结转项目地价较高利润空间收窄影响，房地产开发毛利率持续下降，与行业利润率下行趋势一致但仍处于行业较好水平，随着高地价项目的陆续结转，公司未来一年毛利率或将继续承压。

图表 1 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	2607.67	91.87%	27.13%	2565.78	91.61%	21.79%	3225.02	93.39%	16.32%
其他	230.89	8.13%	19.91%	235.03	8.39%	21.74%	228.35	6.61%	8.15%
合计	2838.56	100.00%	26.55%	2800.80	100.00%	21.79%	3453.36	100.00%	15.78%

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 业务经营分析

（1）土地储备

公司坚持“核心城市+城市群”的战略布局，通过多元化方式获取土地，土储规模合理。公司近年来的投资策略更为聚焦于高能级城市，高质量的拓展保证了项目去化速度。

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。

图表 2 • 公司获取土地情况

	2021 年	2022 年	2023 年
新增土储项目个数（个）	145	91	103
新增土储项目计容面积（万平方米）	2722	1054	1075
拿地支出（亿元）	1857	1613	1632
新增土储项目楼面均价（万元/平方米）	0.68	1.54	1.52

拿地支出占当年（期）签约销售金额比例	34.72%	35.27%	38.65%
--------------------	--------	--------	--------

注：1.上表统计口径为全口径；2.2023 年新增新增土储项目计容面积通过拿地支出和新增土储项目楼面均价计算得出
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从近年拿地情况看，公司自 2021 年缩减投资，拿地支出快速下降。拿地区域方面，公司坚持“核心城市+城市群”深耕战略，2023 年拓展金额中 99%位于核心 38 城，住宅业态货值占比 95%，投资策略较为稳健。随着公司拓展重点更加聚焦于高能级城市，2022—2023 年公司新增土储楼面均价保持较高水平。高能级城市项目的去化速度较快，公司 2023 年新获取项目中 40%当年开盘并贡献签约金额超 300 亿元。

从剩余可售面积情况看，截至 2023 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 6769.40 万平方米，为公司 2023 年签约销售面积的 2.83 倍，公司土地储备规模合理。

（2）项目建设

2021—2023 年，受行业下行及公司“以销定产”原则影响，公司新开工面积持续下降；竣工面积较为稳定。公司在建及拟建项目规模较大，未来的资金需求较大。公司合作项目维持较大规模，面临一定合作方风险。

图表 3 • 公司房地产开发情况

	2021 年	2022 年	2023 年
新开工面积（万平方米）	5155	2375	1491
竣工面积（万平方米）	4193	3975	4053

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

2021—2023 年，随着行业下行公司拿地支出整体下行、公司向高能级城市拓展拿地面积下降，叠加公司坚持“以销定产”原则以平衡资金支出，公司新开工面积持续下降；公司竣工面积较为稳定。

从在建及拟建项目来看，截至 2023 年底，公司在建和拟建项目超过 700 个，当期在建面积 11921 万平方米，待开发面积 5960 万平方米。整体看，公司在建及拟建项目规模较大，未来的资金需求较大。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—2023 年，公司签约销售金额持续下降，但销售排名提升至行业第一，行业地位稳步提升；为应对行业下行，公司加强回款力度，销售回款率整体明显提升。

图表 4 • 公司房地产销售情况

	2021 年	2022 年	2023 年
签约销售面积（万平方米）	3333	2748	2386
签约销售金额（亿元）	5349	4573	4222
签约销售均价（万元/平方米）	1.60	1.66	1.77
销售回款率（%）	94	93	102
结转面积（万平方米）	2198	2044	2482
结转均价（万元/平方米）	1.19	1.26	1.30

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

2021—2023 年，在行业下行背景下公司签约销售金额持续下降，但下降幅度远小于行业平均水平，行业地位得以稳步提升，2023 年公司签约销售金额同比下降 7.68%，但克而瑞全口径及权益口径销售排名自行业第二提升至行业第一。销售均价方面，受核心 38 城销售贡献度提升、长三角及珠三角区域销售贡献度提升影响，公司签约销售均价持续增长，但相对近几年拿地均价较低，公司部分项目盈利空间有限。

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，2023 年全年公司回笼金额 4304 亿元，销售回款率提升至 102%。

3 经营效率

公司经营效率指标整体有所提升。

2021—2023 年，公司存货周转次数及总资产周转次数均波动提升，在同行业可比公司中处于中等水平。

图表 5 • 公司经营效率指标情况

对比指标	2021 年	2022 年	2023 年
存货周转次数（次）	0.27	0.26	0.33
总资产周转次数（次）	0.22	0.20	0.24

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 6 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	华润置地	万科 A	中国海外发展
存货周转次数（次）	0.33	0.32	0.48	0.37
总资产周转次数（次）	0.24	0.18	0.29	0.23

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计算数值或有偏差

资料来源：联合资信根据公开信息整理

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和市场化程度，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。

六、财务分析

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021—2023 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主，资产受限比例较低；公司存货存在减值计提不足风险，投资性房地产采用成本法计量存在一定增值空间。公司合作开发规模扩大，长期股权投资和往来款规模维持较高水平，存在一定风险。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1713.84	12.24%	1765.37	12.01%	1479.82	10.30%
存货	8096.56	57.84%	8778.93	59.70%	8695.08	60.51%
其他应收款	1576.87	11.26%	1574.09	10.70%	1503.81	10.47%
长期股权投资	950.89	6.79%	1062.50	7.23%	1042.96	7.26%

投资性房地产	272.95	1.95%	307.85	2.09%	326.35	2.27%
资产总额	13999.33	100.00%	14704.64	100.00%	14369.12	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司资产主要由存货、货币资金、和合作开发形成的长期股权投资及往来款构成。2023 年公司偿还债务本息规模较大，致使期末货币资金余额较上年下降 16.18%，截至 2023 年底，公司货币资金中预售监管资金余额为 522 亿元；公司存货呈波动增长态势，2023 年因当期结转规模较大而略有下降，期末开发产品占比为 18.92%，累计计提存货跌价准备 50.41 亿元，计提比例为 0.58%，整体看，公司存货跌价准备计提比例很低，但随着各地房价下行，仍存在进一步减值的可能；因公司合作开发规模较大，其他应收款和长期股权投资规模维持较高水平，在当前市场下行环境中资金监管趋严的背景下，较大的合作开发规模使公司资金调配和项目运营的难度有所提升；公司投资性房地产以成本法计量，2023 年公司自持物业租金及运营收入 27.99 亿元，公司投资性房地产存在一定增值空间。

截至 2023 年底，公司受限资产如下表所示，受限规模较低。

图表 8 截至 2023 年底公司受限资产情况

	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	13.66	0.10%	履约保证金存款
存货	1254.41	8.73%	借款抵押
固定资产	50.16	0.35%	借款抵押
投资性房地产	160.44	1.12%	借款抵押
合计	1478.68	10.29%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

因利润累计和少数股东对合作项目持续投入，公司所有者权益规模持续增长，规模较大，但未分配利润及少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，增长主要来自未分配利润和少数股东权益，一方面公司持续盈利，奠定实力基础，另一方面因公司并表合作项目的少数股东持续投入，少数股东权益持续增长；同期末，公司永续债规模持续下降，公司陆续赎回永续中票。截至 2023 年底，公司所有者权益中，未分配利润和少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

（2）负债

公司负债规模及有息债务规模于 2022 年末出现高峰并于 2023 年末下降，债务结构以长期债务为主，公司融资成本较低且融资能力很强。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1301.27	11.86%	1620.47	14.11%	1734.39	15.77%
其他应付款	1457.82	13.29%	1319.12	11.49%	1279.18	11.63%
一年内到期的非流动负债	605.75	5.52%	799.47	6.96%	685.27	6.23%
合同负债	4160.17	37.92%	4120.19	35.88%	3772.15	34.30%
长期借款	2319.04	21.14%	2424.82	21.12%	2352.51	21.39%
应付债券	416.20	3.79%	577.16	5.03%	452.65	4.12%
负债总额	10970.19	100.00%	11482.73	100.00%	10998.85	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

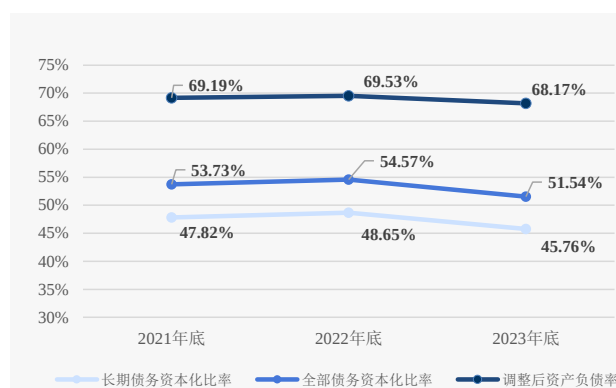
资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司负债主要由合同负债、有息债务和应付类款项构成，负债总额于 2023 年末出现下降。2023 年末，因并表签约销售规模小于结转规模，公司合同负债较上年底下降 8.45%，仅为 2023 年结转收入的 1.17 倍，公司合同负债对未来一年的业绩支撑有所下滑，公司营业收入面临下行压力。公司应付账款主要为预提成本费用和应付工程款，规模持续增长。

受公司新开工力度大幅下降且维持较高的竣工力度影响，公司有息负债规模于 2023 年转为下降，公司整体债务负担尚可且有所减轻。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 3635.23 亿元，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分别为 76.90%、52.27%和 46.59%，较调整前分别上升 0.35 个百分点、0.73 个百分点和 0.82 个百分点。

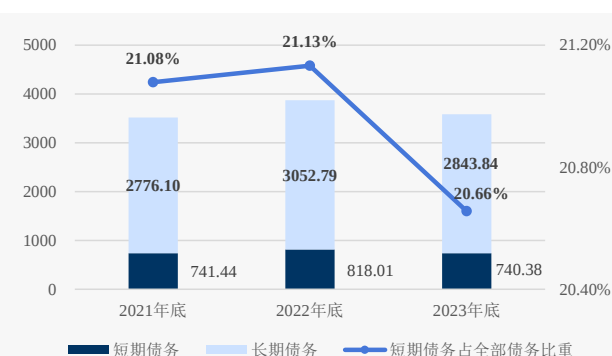
公司融资成本较低，2021 年—2023 年末，公司综合融资成本持续下降至 3.56%，其中 2023 年的新增融资综合成本为 3.14%。作为央企龙头企业，公司融资能力很强，2023 年全年及 2024 年一季度，公司共发行 15 期信用债券，合计金额 253 亿元。公司债务期限分布较为均匀。

图表 9 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 截至 2023 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	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
1 年以内	52.13	685.27	--	--	737.40
1~2 年	--	--	767.49	127.06	894.55
2~3 年	--	--	684.00	107.16	791.16
3 年以上	--	--	901.02	218.43	1119.45
合计	52.13	685.27	2352.51	452.65	3542.56

注：上表中未包含应付票据、交易性金融负债、租赁负债及永续债

资料来源：公司提供

3 盈利能力

随着前期高价地的结转和市场持续下行，公司盈利能力有所降低但仍属行业中上水平。

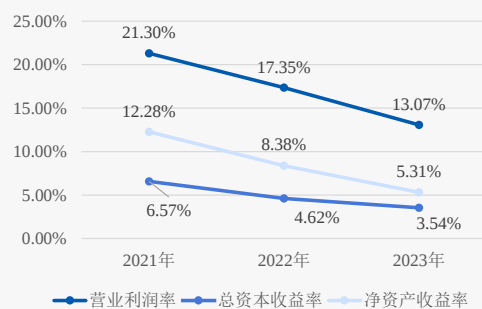
2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，但综合毛利率持续下降；公司期间费用控制能力较强，但在市场下行环境中，销售费用占签约销售金额比重持续上升；公司自 2022 年起陆续对存货及长期股权投资计提大额减值，公司存货跌价准备计提比例低于行业平均水平，尽管公司区域布局尚可，但随着各地房价下行，仍存在进一步减值的可能。整体看，公司盈利能力持续下降，但仍属较好水平。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	2850.24	2811.08	3468.94
营业成本	2086.31	2192.28	2913.08
期间费用	176.40	171.99	185.13
投资收益	62.11	42.01	22.12
资产减值损失	0.95	-11.56	-50.45
利润总额	500.35	353.01	246.26
净利润	371.89	270.11	178.99

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	华润置地	万科 A	中国海外发展
营业总收入（亿元）	3468.28	1295.19	4657.39	1415.04
销售毛利率	16.01	20.61	15.24	20.54
总资产报酬率	2.17	2.30	2.36	4.38
净资产收益率	5.31	17.13	5.08	8.41

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：联合资信根据公开信息整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金保持净流入；投资活动转为净流入，公司对非并表合作项目的投资力度有所下降；2022 年以来，由于合作方对子公司投入减少、净偿还债务等因素，筹资活动现金流转为净流出且净流出规模增长幅度较大。整体看，公司现金流状态良好。

从经营活动看，2021—2023 年公司销售回款有所波动，带动经营活动现金流入规模波动，“以销定产”策略下公司经营活动现金流出规模持续下降，整体看公司经营获现能力较强。投资活动现金流的主要影响因素是对非并表合作项目的投资支出规模，2022 年以来转为净流入。2023 年由于新开工减少但竣工增加，公司开发贷处于净偿还状态，筹资活动净流出规模较大。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
销售商品、提供劳务收到的现金	3789.25	2971.71	3384.61
经营活动现金流入小计	5086.96	4489.98	4211.30
经营活动现金流出小计	4981.45	4415.75	4072.00
经营活动现金流量净额	105.51	74.22	139.30
投资活动现金流入小计	40.35	93.15	104.28
投资活动现金流出小计	240.22	86.78	31.62
投资活动现金流量净额	-199.87	6.37	72.66
筹资活动前现金流量净额	-94.35	80.60	211.96
筹资活动现金流入小计	1994.86	1708.16	1431.51
筹资活动现金流出小计	1650.29	1738.31	1931.13
筹资活动现金流量净额	344.58	-30.15	-499.62

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司短期与长期偿债指标均表现良好，或有负债风险小，备用流动性充足，财务弹性良好，整体偿债能力极强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	152.33	154.39	155.89
	速动比率 (%)	53.45	50.16	49.04
	经营现金/流动负债 (%)	1.29	0.88	1.71
	经营现金/短期债务 (倍)	0.14	0.09	0.19
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.31	2.16	2.00
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	577.24	431.06	335.74
	全部债务/EBITDA (倍)	6.09	8.98	10.68
	经营现金/全部债务 (倍)	0.03	0.02	0.04
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.21	2.69	2.10
	经营现金/利息支出 (倍)	0.59	0.46	0.87

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，2021—2023 年末，公司现金短期债务比持续下降，但现金类资产对短期债务的覆盖程度高；2021—2023 年，EBITDA 持续下降，对债务及利息支出的覆盖程度均出现下滑，在公司加强回款的努力下，经营净现金流对利息支出的覆盖程度持续提升。公司长短期偿债指标均属行业较好水平。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保（不含子公司）余额 126.51 亿元，主要为对合作开发项目的合联营公司按股权比例提供的担保，占期末净资产的比例为 3.75%；对购房者累计担保余额 2039.35 亿元。公司或有负债风险小。

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 2024 年 3 月底，公司银行贷款授信总额 6130 亿元，剩余未使用额度为 3415 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 2023 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

七、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，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，保利集团通过财务公司借贷等方式给予公司资金支持。2021—2023 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 179.33 亿元、168.16 亿元和 225.76 亿元。2023 年 12 月，公司发布《关于实际控制人增持计划的公告》，保利集团计划在未来 12 个月内，通过集中竞价交易方式增持公司 A 股股份，增持金额 2.5~5 亿元。

八、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及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	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1715.23	1766.97	1483.92
应收账款（亿元）	31.79	40.44	38.21
其他应收款（亿元）	1576.87	1574.09	1503.81
存货（亿元）	8096.56	8778.93	8695.08
长期股权投资（亿元）	950.89	1062.50	1042.96
固定资产（亿元）	112.75	101.47	83.62
在建工程（亿元）	5.71	5.71	5.90
资产总额（亿元）	13999.33	14704.64	14369.12
实收资本（亿元）	119.70	119.70	119.70
少数股东权益（亿元）	1073.54	1259.27	1384.84
所有者权益（亿元）	3029.14	3221.92	3370.27
短期债务（亿元）	741.44	818.01	740.38
长期债务（亿元）	2776.10	3052.79	2843.84
全部债务（亿元）	3517.54	3870.80	3584.22
营业总收入（亿元）	2850.24	2811.08	3468.94
营业成本（亿元）	2086.31	2192.28	2913.08
其他收益（亿元）	1.86	2.39	1.32
利润总额（亿元）	500.35	353.01	246.26
EBITDA（亿元）	577.24	431.06	335.74
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3789.25	2971.71	3384.61
经营活动现金流入小计（亿元）	5086.96	4489.98	4211.30
经营活动现金流量净额（亿元）	105.51	74.22	139.30
投资活动现金流量净额（亿元）	-199.87	6.37	72.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	344.58	-30.15	-499.62
财务指标			
销售债权周转次数（次）	100.97	77.57	88.09
存货周转次数（次）	0.27	0.26	0.33
总资产周转次数（次）	0.22	0.20	0.24
现金收入比（%）	132.94	105.71	97.57
营业利润率（%）	21.30	17.35	13.07
总资本收益率（%）	6.57	4.62	3.52
净资产收益率（%）	12.28	8.38	5.31
长期债务资本化比率（%）	47.82	48.65	45.76
全部债务资本化比率（%）	53.73	54.57	51.54
资产负债率（%）	78.36	78.09	76.55
流动比率（%）	152.33	154.39	155.89
速动比率（%）	53.45	50.16	49.04
经营现金流动负债比（%）	1.29	0.88	1.71
现金短期债务比（倍）	2.31	2.16	2.00
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	2.69	2.10
全部债务/EBITDA（倍）	6.09	8.98	10.68

注：尾数差异由四舍五入造成。

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据
 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+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 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+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2 本交易相关定义

1. 合格标准

就每一笔资产而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：

- (a) 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；
- (b) 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；
- (c) 同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；
- (d) 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）；
- (e) 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，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权时，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；
- (f) 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；
- (g) 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；
- (h) 该笔应收账款债权不存在属于预付款或质保金的情形；
- (i) 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质量要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）；
- (j) 该笔应收账款债权的应收账款到期日应早于预期到期日，但晚于信托生效日；
- (k) 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；
- (l) 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；
- (m) 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；
- (n) 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；
- (o) 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；
- (p) 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；
- (q) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (r) 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子公司，则该原始债权人与债务人不具有关联关系）。

2. 违约事件

债务人未能按照确权文件于应收账款到期日按期足额支付应付款项且登记托管机构于支付日向资产支持票据持有人实际划转其信托利益时的分配款项不足以支付优先级资产支持票据本息。

附件 3 现金流支付机制

信托终止前的分配	信托终止后的分配
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）	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）
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）	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
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）	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）
支付资产服务机构的服务报酬（如有）	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）
支付优先级票据的当期利息	支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬（如有）
支付优先级票据的本金，直至优先级票据的本金清偿完毕	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）
支付次级票据的本金，直至次级票据的本金清偿完毕	支付优先级票据的本金，直至优先级票据的本金清偿完毕
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	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

资料来源：联合资信根据交易文件整理

附件 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	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 4-2 评级展望设置及含义

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 4-3 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

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。