

深圳前海联易融商业保理有限公司
2025 年度第四期中悦一号
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〔2025〕8268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2025年度第四期中悦一号资产支持票据”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2025年度第四期中悦一号资产支持票据”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

二〇二五年八月十八日

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。

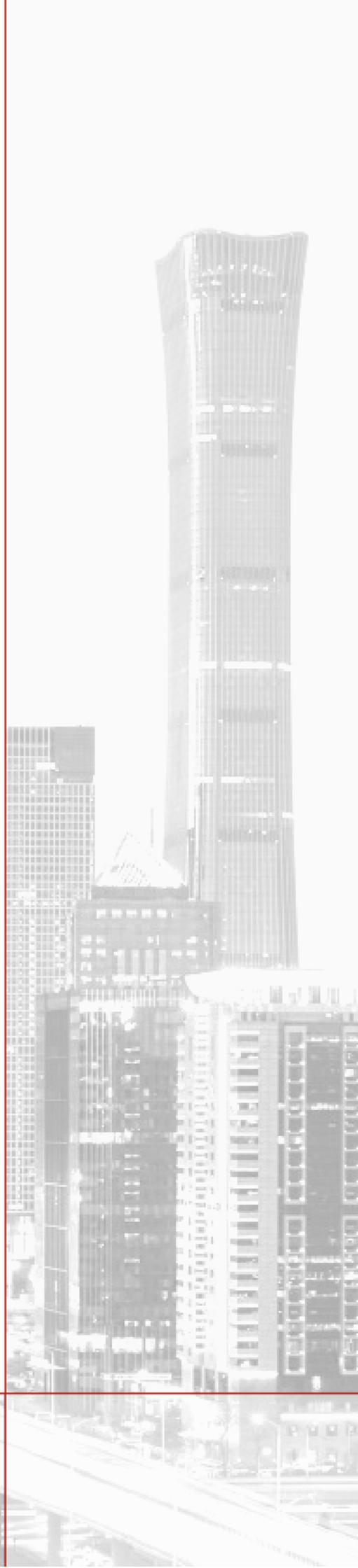
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



深圳前海联易融商业保理有限公司

2025 年度第四期中悦一号资产支持票据信用评级报告

票据名称	募集金额（万元）	占比	偿还方式	预计到期日	信用等级
优先级	69400.00	99.99%	固定	2026/08/25	AAA _{sf}
次级	10.00	0.01%	--	2026/08/25	NR
合计	69410.00	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

交易概况	基础资产池特征	
资产/基础资产：委托人为设立信托而信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益	应收账款余额总计（万元）	71072.17
债务人：保利发展及保利发展子公司	应收账款笔数（笔）	445
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）	原始债务人户数（户）	109
发起机构/委托人/保理商/资产服务机构/联易融保理：深圳前海联易融商业保理有限公司	原始债权人户数（户）	304
受托人/受托机构/特定目的载体管理机构/华能信托：华能贵诚信托有限公司	单笔应收账款平均余额（万元）	159.71
保利发展：保利发展控股集团股份有限公司	关联资产占比	31.87%
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	2.30%
外部信用支持：到期付款义务	现金流覆盖倍数（倍）	1.0003

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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2025 年度第四期中悦一号资产支持票据”（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资产支持票据的信用等级。

本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，债务人为保利发展及保利发展子公司。保利发展出具《付款确认书》，不可撤销地确认对入池应收账款承担的足额付款义务。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付款义务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。

此外，联合资信通过量化分析得出，优先级资产支持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票面收益率不高于极限利率情形。

本交易主要风险已有充分考量，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资产支持票据的信用等级为 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原始债务人出具的《买方确认函》和保利发展出具的《付款确认书》，且原始债务人在基础交易合同项下履行其付款义务不存在抗辩事由和主张债权抵销的权利。

- **保利发展信用水平极高。**保利发展具备很强的综合竞争力和品牌影响力，规模优势突出，销售仍有一定韧性；并且拿地方式多元项目储备充足；保利发展融资能力很强，目前债务负担适中。

关注

- **存在一定的利率风险。**若届时优先级资产支持票据实际发行利率高于 2.30%，或发行后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资产支持票据本息及由信托财产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。2021 年以来，保利发展的综合毛利率逐年下降，且主要布局城市土地市场竞争激烈，保利发展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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月	项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	1766.97	1483.92	1347.05	1485.98	营业利润率（%）	17.35	13.07	12.03	13.93
资产总额（亿元）	14704.64	14369.12	13351.08	13306.65	净资产收益率（%）	8.38	5.31	2.84	--
所有者权益（亿元）	3221.92	3370.27	3425.30	3452.36	资产负债率（%）	78.09	76.55	74.34	74.06
短期债务（亿元）	818.01	740.38	846.15	838.32	全部债务资本化比率（%）	54.57	51.54	50.74	51.63
长期债务（亿元）	3052.79	2843.84	2681.93	2846.95	流动比率（%）	154.39	155.89	161.51	166.26
全部债务（亿元）	3870.80	3584.22	3528.07	3685.27	经营现金流动负债比（%）	0.88	1.71	0.87	--
营业总收入（亿元）	2811.08	3468.94	3116.66	542.72	现金短期债务比（倍）	2.16	2.00	1.59	1.77
利润总额（亿元）	353.01	246.26	155.81	47.52	EBITDA 利息倍数（倍）	2.69	2.10	1.68	--
EBITDA（亿元）	431.06	335.74	236.41	--	全部债务/EBITDA（倍）	8.98	10.68	14.92	--
经营性净现金流（亿元）	74.22	139.30	62.57	16.58					

注：“-”表示数据未获取，“--”表示数据无意义
资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

评级时间

2025 年 8 月 18 日

评级项目组

项目负责人：高北辰 gaobc@lhratings.com

项目组成员：李敦远 lidunyuan@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

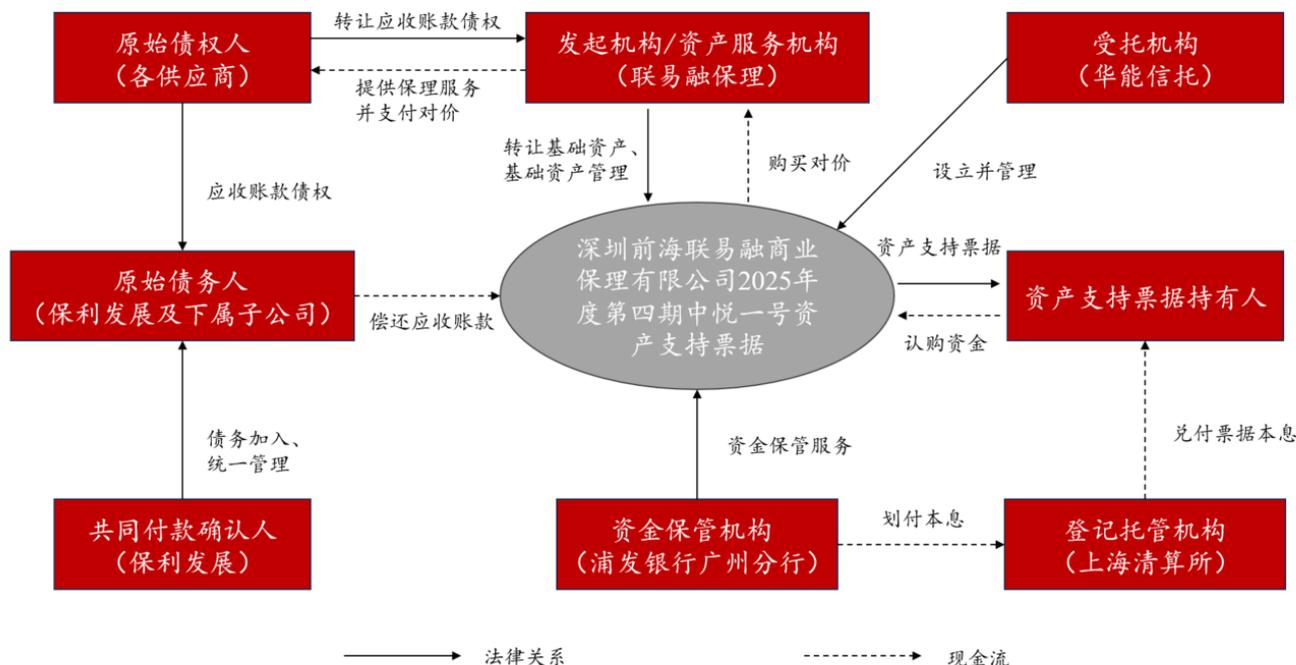
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、票据信托概要

“深圳前海联易融商业保理有限公司 2025 年度第四期中悦一号资产支持票据”（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”）为设立信托而根据《深圳前海联易融商业保理有限公司 2025 年度第四期中悦一号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作为基础资产信托给受托人华能信托，采取特殊目的载体机制设立“深圳前海联易融商业保理有限公司 2025 年度第四期中悦一号资产支持票据信托”（以下简称“本信托”）。华能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本期资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。本交易以基础资产形成的属于本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：联合资信根据交易文件整理

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”）。优先级票据采用固定利率，到期一次性还本付息；次级票据不设置预计收益率，到期享有剩余收益。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 • 证券概要

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	69400.00	99.99%	固定利率	2026/08/25	固定
次级	10.00	0.01%	--	2026/08/25	按约定分配
合计	69410.00	100.00%	--	--	--

资料来源：联合资信根据交易文件整理

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。

其他附属权益：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。

本交易合格标准中明确约定所有入池资产所涉原始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，并且原始债务人不享有商业纠纷抗辩权。本期基础资产池主要为工程施工类应收账款债权，涉及的原始债权人集中度较高，原始债务人集中度一般；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直接或间接控股的子公司在日常经营活动中形成的应收账款。本期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）	71072.17
应收账款笔数（笔）	445
原始债务人户数（户）	109
原始债权人户数（户）	304
单笔应收账款平均余额（万元）	159.71
单笔应收账款最小余额（万元）	1.70
单笔应收账款最大余额（万元）	2987.19

资料来源：联合资信根据发起机构提供整理

2 应收账款类型分布

从应收账款类型来看，入池的应收账款的类型主要为工程施工类（占比为 80.43%）。

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	281	57164.90	80.43%
材料设备采购类	114	11955.51	16.82%
设计类	41	1776.61	2.50%
咨询服务类	9	175.15	0.25%
合计	445	71072.17	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供整理

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 10225.56 万元，占比为 14.39%，基础资产集中度较低。

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	2987.19	4.20%
2	2061.61	2.90%
3	2029.87	2.86%
4	1731.53	2.44%
5	1415.36	1.99%
合计	10225.56	14.39%

资料来源：联合资信根据发起机构提供整理

4 原始债权人集中度

从原始债权人分布情况来看，基础资产池共涉及 304 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 21169.60 万元，占应收账款余额的 29.79%；前五大原始债权人涉及的应收账款余额合 29116.51 万元，占应收账款余额的 40.97%，原始债权人集中度较高。

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	45	21169.60	29.79%
2	1	2987.19	4.20%
3	1	1731.53	2.44%
4	3	1692.28	2.38%
5	3	1535.92	2.16%
合计	53	29116.51	40.97%

资料来源：联合资信根据发起机构提供整理

5 原始债务人集中度

从原始债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 109 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 5969.80 万元，占应收账款余额的 8.40%；前五大原始债务人涉及的应收账款余额为 21949.99 万元，占应收账款余额的 30.88%，原始债务人集中度一般。

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	14	5969.80	8.40%
2	13	5334.46	7.51%
3	12	4683.13	6.59%
4	3	3195.59	4.50%
5	7	2767.01	3.89%
合计	49	21949.99	30.88%

资料来源：联合资信根据发起机构提供整理

6 关联资产情况

本期入池的基础资产中，原始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、广东佳利建筑装饰工程有限公司、富利建设集团有限公司成都分公司、广州保利数码科技有限公司、广东省重工建筑设计院有限公司、广东省重工建筑设计院技术咨询有限公司和广东重工建设监理有限公司和与原始债务人存在关联关系，涉及应收账款债权笔数合计 60 笔，涉及应收账款余额合计 22651.80 万元，占入池的应收账款余额的 31.87%，本期入池的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

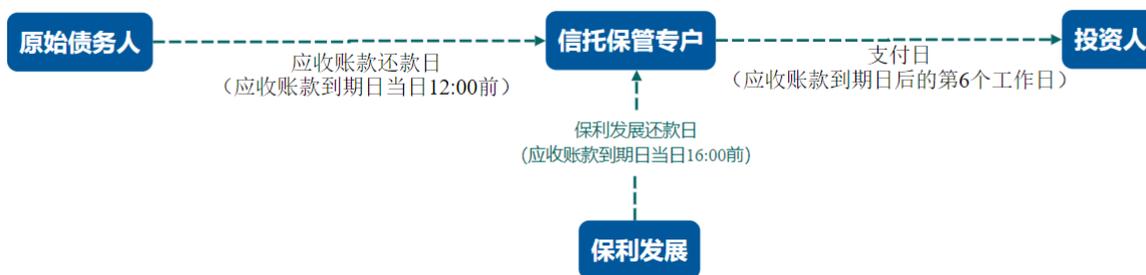
1 现金流安排

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

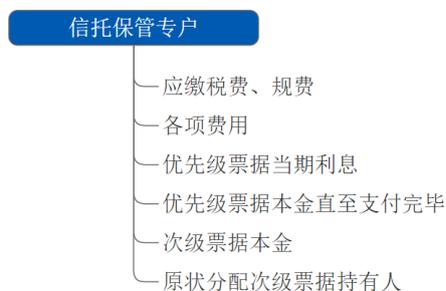
本交易设置不合格基础资产²赎回机制，机制一旦触发将引致相应基础资产的赎回。

在信托期限内，如委托人、受托人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个工作日内通知前述其他方。如受托人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，委托人应于相应的回购起算日³最终确定每笔不合格资产的赎回价格并由受托人书面确认，委托人应于受托人确认赎回价格后的2个工作日（含该日）或支付日前第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。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）。

（2）现金流分配

本交易现金流分配如下图所示。

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

在交易中，保利发展承担的到期付款义务为主要的信用提升机制，同时，折价购买及优先/次级偿付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102.41%。假定优先级票据预期存续期为365天，发行利率不超过2.30%，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。

² 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。

³ 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

外部信用支持

保利发展对本专项计划项下基础资产承担到期付款义务，保利发展主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定（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，在行业调整阶段保利发展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，规模优势突出，销售仍有一定韧性。2024年，保利发展全年实现销售签约3230.29亿元，全口径销售金额连续两年位列行业第一。

（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；截至2024年底，保利发展在手土地储备计容面积约6258万平方米，为保利发展2024年签约销售面积的3.48倍。

（3）作为中央国有控股的大型房地产上市企业，保利发展融资能力很强，目前债务负担适中。截至2024年底，保利发展全部债务资本化比率50.74%，债务负担适中。依托央企信用优势，保利发展综合融资能力很强，保利发展银行授信充足，融资渠道多元，2024年末保利发展综合融资成本持续下降至3.10%，其中2024年的新增融资综合成本为2.92%。

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）保利发展综合毛利率逐年下降，且主要布局城市土地市场竞争激烈，保利发展未来房地产项目毛利率存在下降压力。2021年以来，保利发展综合毛利率逐年下降；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，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证券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应收账款回款。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，保利发展向保理商和受托人出具《付款确认书》，且基础资产对应的任一笔应收账款的到期日均不晚于本交易预期到期日。

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的情况下，基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了在如下的优先级票据发行利率、兑付清算费率为资产支持票据兑付金额的0.0035%、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）且假设优先级票据设立日为2025年8月25日，预期到期日为2026年8月25日，预期存续期限为365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。

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
2.00%	70844.70	1.0032
2.10%	70914.10	1.0022
2.20%	70983.50	1.0012
2.30%	71052.91	1.0003

注：1. 预期支出=优先级票据本金×[1+预期收益率×(存续期间/365)]+信托税费及费用合计；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 365 天、发行利率不超过 2.30%、相关税费不超过上文列示的情况下，基础资产现金流对优先级票据预期本息支出的保障倍数在 1.00 倍（含）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：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已获得必要的内部授权，已取得交易商协会出具的《接受注册通知书》；《募集说明书》、审计报告、评级报告、法律意见书等发行文件主要内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定；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；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》《资产证券化业务规则》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；可能影响资产支持票据投资者利益的其他重大事项及风险因素已于《募集说明书》第三章（风险提示及说明）作出必要披露。

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。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。

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/保理商/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/保理商/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 2025 年 3 月底，联易融保理注册资本为 10.00 亿元，实收资本为 10.00 亿元，股东为联易融数字科技集团有限公司（以下简称“联易融数科”），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 2024 年底，联易融保理资产总额为 23.15 亿元；负债总额为 12.30 亿元；所有者权益为 10.85 亿元。2024 年度，联易融保理实现营业总收入 3.07 亿元；实现净利润 0.41 亿元，扭亏为盈。

截至 2025 年 3 月底，联易融保理资产总额为 23.10 亿元，负债总额为 12.16 亿元，所有者权益为 10.94 亿元。2025 年 1—3 月，联易融保理实现营业收入 0.53 亿元；实现净利润 0.10 亿元。

截至 2025 年 3 月底，联易融保理现有合作核心企业超 80 家，累计 ABS/ABN 发行规模合计 2031.33 亿元，不良资产为零。

联易融保理和联易融数科采用同一套内部管理制度，其针对供应链金融的业务特征，结合行业特性、供应链交易细节及产品结构，搭建了一套具有供应链特色的风险管理体系。其内部控制制度按照风险管控的业务准入、资产受理审查、资产受理后管理三个节点制定，并分为风险审查、业务操作风险防范两大类。在基础资产管理方面，联易融保理使用联易融数科在资产证券化业务搭建的两个相对独立的平台，分别为 AMS 云及 ABS 云，在系统和数据层面上实现了技术隔离。在风险管控层面上，基于上述两个平台，联易融保理通过项目和资产池管理实现了资产管控的隔离。

总体看，联易融保理拥有较为丰富的资产证券化经验，本交易因联易融保理尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

(2) 受托人/受托机构/特定目的载体管理机构

华能信托成立于 2002 年，2008 年 12 月由华能资本服务有限公司增资扩股重组而成。截至 2024 年底，华能信托注册资本和股本均为 61.95 亿元，其中华能资本服务有限公司持股比例 67.92%，为华能信托第一大股东。

截至 2024 年底，华能信托资产总额 322.46 亿元；负债总额 38.61 亿元；所有者权益合计 283.85 亿元。2024 年，华能信托实现营业总收入 25.95 亿元；实现利润总额 20.34 亿元。

截至 2024 年底，华能信托信托资产规模 6356.76 亿元，其中 2024 年新增信托项目 1088 个。

风险管理方面，华能信托以诚信和尽职履责理念为引领，建立并完善了以发展战略为导向，以防范和控制风险为核心，以信息系统为支撑，覆盖决策、执行、监督、反馈等环节，建立了相应的风险管理体系。

总体看，华能信托资产管理经验丰富，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。

(3) 资金保管机构

本交易的资金保管机构是上海浦东发展银行股份有限公司广州分行。上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）成立于 1992 年 10 月 19 日，法定代表人为张为忠。截至 2025 年 3 月底，浦发银行股本为 293.52 亿元，前三大股东分别为上海国际集团有限公司（持股比例 21.57%）、中国移动通信集团广东有限公司（持股比例 18.18%）和富德生命人寿保险股份有限公司-传统（持股比例 9.47%），浦发银行无实际控制人。

截至 2024 年底，浦发银行资产总额为 94618.80 亿元，较上年底增长 5.05%；负债总额为 87170.99 亿元，较上年底增长 5.35%；所有者权益合计为 7447.81 亿元，较上年底增长 1.62%。2024 年，浦发银行实现营业收入 1707.48 亿元，同比下降 1.55%；实现利润总额 483.66 亿元，同比增长 18.86%。截至 2024 年底，浦发银行资本充足率为 13.19%，一级资本充足率 10.04%，核心一级资本充足率 8.92%，不良贷款率 1.36%。截至 2024 年底，浦发银行资产托管业务规模 18.13 万亿元，2024 年实现托管费收入 23.14 亿元。

截至 2025 年 3 月底，浦发银行资产总额为 95522.76 亿元，负债总额为 87966.47 亿元，所有者权益合计 7556.29 亿元。2025 年 1—3 月，浦发银行实现营业收入 459.22 亿元，实现利润总额 201.55 亿元。

风险管理方面，浦发银行持续提高全面风险管理的主动性和前瞻性，加大重点区域、重点领域、重点项目的风险防范化解力度；坚持风险管理“控新降旧”并举，持续加大存量不良资产处置力度，综合运用压逾清欠、现金清收和核销后收回等市场化处置方式，节约、回吐风险成本。浦发银行建立组织架构健全、职责清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层及职能部门在风险管理中的职责分工，构建与基层分支经营机构风险状况相匹配的风险管理架构，建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制，保证全面风险管理的政策、制度、流程在总分支机构得到贯彻与执行。

总体看，浦发银行资产规模很大，托管经验丰富，本交易因资金保管机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

综上所述，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 2024 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 40.72% 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 2024 年底，公司合并资产总额 13351.08 亿元，所有者权益 3425.30 亿元（含少数股东权益 1449.33 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 3116.66 亿元，利润总额 155.81 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 13306.65 亿元，所有者权益 3452.36 亿元（含少数股东权益 1456.67 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 542.72 亿元，利润总额 47.52 亿元。

公司注册地址：广东省广州市海珠区阅江中路 834 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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下一阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

三、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 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，品牌优势突出。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。

企业规模方面，截至 2024 年底，公司资产总额 13351.08 亿元，所有者权益 3425.30 亿元，资产和权益规模大。2024 年，公司全年实现销售签约 3230.29 亿元，全口径销售金额连续两年位列行业第一。

区域分布方面，公司重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝和海西等国家重点发展区域，2024 年，公司 99%投资金额位于 38 个核心城市，其中 74%投资金额位于北上广一线城市的核心区域核心板块，去化相对有保障。

融资能力方面，依托央企信用优势，公司综合融资能力很强，公司银行授信充足，融资渠道多元，2024 年末公司综合融资成本持续下降至 3.10%，其中 2024 年的新增融资综合成本为 2.92%。

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 2025 年 3 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 2025 年 4 月底，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

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；2022—2024 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以及房地产价格持续调整等因素影响，公司房地产业务毛利率逐年下降，与行业利润率下行趋势一致但仍处于行业较好水平。

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；其他收入主要包括物业管理、建筑、装饰、酒店、展览、设计费、租赁等收入，是公司收入及利润的重要补充。2022—2024 年，公司房地产销售收入波动增长，但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。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 542.72 亿元，同比增长 9.09%；综合毛利率为 16.12%。

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	2022 年			2023 年			2024 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	2565.78	91.61%	21.79%	3225.02	93.39%	16.32%	2873.54	92.61%	13.85%
其他	235.03	8.39%	21.74%	228.35	6.61%	8.15%	229.45	7.39%	11.94%
合计	2800.80	100.00%	21.79%	3453.36	100.00%	15.78%	3102.99	100.00%	13.71%

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：联合资信根据公司年报整理

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，2024 年拿地权益占比提升至高位，期末土储规模合理。公司近年来的投资策略更为聚焦于高能级城市，去化有保障。

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

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新增土储项目计容面积（万平方米）	1054	1075	329	109
拿地支出（亿元）	1613	1632	683	180
新增土储项目楼面均价（万元/平方米）	1.54	1.52	2.07	1.65
拿地支出占当年（期）签约销售金额比例	35.27%	38.65%	19.75%	28.56%

注：1.上表统计口径为全口径；2.2023 年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：联合资信根据公司年报及一季报整理

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。2024 年，公司投资强度进一步下降，但拿地规模仍处于行业领先水平。2024 年，公司全年新增拓展总价 683 亿元，权益地价 602 亿元，新拓展项目权益占比提升至 88%，权益比例达公司近十年新高。2022—2024 年，公司合计拓展项目总价近 4000 亿元，总货值约 7350 亿元，居行业第一。拿地区域方面，2024 年，公司 99%投资金额位于 38 个核心城市，其中 74%投资金额位于北上广一线城市的核心区域核心板块，去化相对有保障。2024 年，公司当年拓展当年开盘项目 23 个，销售金额 172 亿元，投资兑现效率较高。

截至 2024 年底，公司在手土地储备计容面积约 6258 万平方米，为公司 2024 年签约销售面积的 3.48 倍，公司土地储备较为充裕。

（2）项目建设

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；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

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	2375	1491	1276	166
竣工面积（万平方米）	3975	4053	3257	721

注：上表统计口径为全口径
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2022—2024 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。2024 年，公司全年新开工面积 1276 万平方米，同比下降 14.42%。2022—2024 年，公司竣工面积波动下降，其中 2024 年同比下降 19.64%。2025 年 1—3 月，公司新开工面积 166 万平方米，竣工面积 721 万平方米。从在建及拟建项目来看，截至 2025 年 3 月底，公司在建和拟建项目 673 个，在建面积 5573 万平方米，待开发面积 4501 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，公司存量项目中合作开发规模较大，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

2022—2024 年，受行业下行影响公司销售金额有所下降，但维持领先的行业地位；伴随公司投资向核心城市聚焦，签约销售均价逐年上升。

图表 4 • 公司房地产销售情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
签约销售面积（万平方米）	2748	2386	1797	308.07
签约销售金额（亿元）	4573	4222	3230	630.27
签约销售均价（万元/平方米）	1.66	1.77	1.80	2.05
销售回款率（%）	93	102	101	112

注：1.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；2.“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2022—2024年，在行业下行背景下公司签约销售金额持续下降，但公司维持领先的行业地位。2023年公司签约销售金额同比下降7.68%，但克而瑞全口径销售排名自行业第二提升至行业第一。2024年，公司全年共实现签约面积1796.61万平方米，同比下降24.70%；实现销售签约3230.29亿元，同比下降23.49%，全口径销售金额连续两年位列行业第一。2025年1—3月，公司签约销售面积308.07万平方米，同比下降16.03%；但签约销售均价有所提升，整体签约销售金额630.27亿元，同比增长0.07%。

3 经营效率

公司经营效率指标整体有所提升。

2022—2024年，公司存货周转次数及总资产周转次数均波动提升。

图表5·公司经营效率指标情况

对比指标	2022年	2023年	2024年
存货周转次数（次）	0.26	0.33	0.32
总资产周转次数（次）	0.20	0.24	0.22

资料来源：联合资信根据公司年报整理

4 未来发展

公司发展战略较为清晰，可实施性较强。

公司以“打造具有卓越竞争力的不动产生态平台”为战略愿景，坚持不动产投资开发主业，立足行业新旧发展模式转变的关键时期，积极探索新发展模式，加快构建起“一个新的保利发展、三大主业支撑”的业务格局。一是做优不动产投资开发业务，巩固行业龙头地位。二是做大不动产经营业务，创新资产管理机制，大力发展租赁住房，提高持有资产经营收益。三是做强不动产综合服务，持续推动“大物业”战略落地，提高综合服务的专业化市场化水平，探索第二增长曲线。

六、财务分析

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022—2023年财务报告进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2024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2025年1—3月财务数据未经审计。

1 资产质量

2022—2024年末，公司资产规模逐年下降，资产结构以流动资产为主，资产受限比例较低。伴随公司投资端向核心区域聚焦，资产质量有保障，但公司存货存在减值计提不足风险，且长期股权投资和往来款规模维持较高水平，存在一定合作开发风险。

图表6·公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2022年末		2023年末		2024年末		2025年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1765.37	12.01%	1479.82	10.30%	1341.67	10.05%	1481.72	11.14%
存货	8778.93	59.70%	8695.08	60.51%	7985.59	59.81%	7811.80	58.71%
其他应收款（合计）	1574.26	10.71%	1503.88	10.47%	1431.41	10.72%	1411.89	10.61%
长期股权投资	1062.50	7.23%	1042.96	7.26%	1012.88	7.59%	1007.70	7.57%
资产总额	14704.64	100.00%	14369.12	100.00%	13351.08	100.00%	13306.65	100.00%

注：1.尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司资产主要由存货、货币资金、合作开发形成的长期股权投资及往来款构成，伴随行业规模收缩公司资产规模逐年下降。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2024年底，公司货币资金较上年下降9.34%，变化不大。伴随拿地收缩，公司存货逐年下降，截至2024年底，公司存货7985.59亿元，较上年下降8.16%；其中开发产品占比24.97%，较上年低提升6.05个百分点；存货累计计提跌价准备79.26亿元，计提比例为0.98%，整体看计提比例很低，若房地产价格继续下行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。截至 2024 年底，公司受限资产占总资产的比例为 8.90%，受限比例较低。

图表 7 • 截至 2024 年底公司受限资产情况

	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	16.69	履约保证金等
存货	986.51	借款抵押
固定资产	5.90	借款抵押
投资性房地产	178.88	借款抵押
合计	1187.98	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 13306.65 亿元，较上年底下降 0.33%，变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

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较高，所有者权益稳定性一般。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 3.11%。截至 2024 年底，公司所有者权益 3425.30 亿元，较上年底增长 1.63%，较上年底变化不大。其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 3.49%、1.49%、5.22%、-0.07%、46.07%和 42.31%。所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 3452.36 亿元，较上年底增长 0.79%，变化不大。

（2）负债

公司负债规模及有息债务规模波动增长，债务结构以长期债务为主，公司融资成本较低。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1620.47	14.11%	1734.39	15.77%	1458.38	14.69%	1236.53	12.55%
其他应付款（合计）	1352.35	11.78%	1304.94	11.86%	1131.14	11.40%	1109.22	11.26%
一年内到期的非流动负债	799.47	6.96%	685.27	6.23%	797.83	8.04%	790.29	8.02%
合同负债	4120.19	35.88%	3772.15	34.30%	3344.82	33.70%	3392.17	34.42%
长期借款	2424.82	21.12%	2352.51	21.39%	2081.32	20.97%	2262.91	22.96%
应付债券	577.16	5.03%	452.65	4.12%	560.73	5.65%	543.08	5.51%
负债总额	11482.73	100.00%	10998.85	100.00%	9925.78	100.00%	9854.29	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

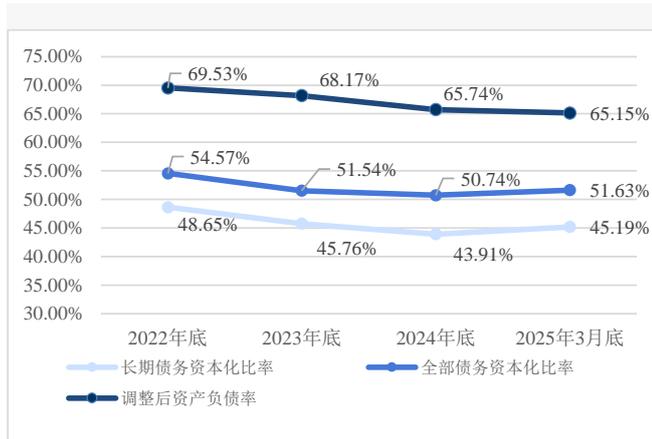
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司负债主要由合同负债、有息债务和应付类款项构成，伴随资产规模收缩负债总额也呈下降态势。截至 2024 年底，公司合同负债较上年底下降 11.33%，为 2024 年结转收入的 1.07 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，其他应付款主要为联营合营企业及其他关联方往来款和房地产合作方往来款，伴随开发业务规模收缩 2024 年均有所下降。

有息债务方面，2022—2024 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 4.53%。截至 2024 年底，公司全部债务 3528.07 亿元，较上年底下降 1.57%，较上年底变化不大。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 3579.08 亿元，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上升至 74.73%、51.47%和 44.75%。

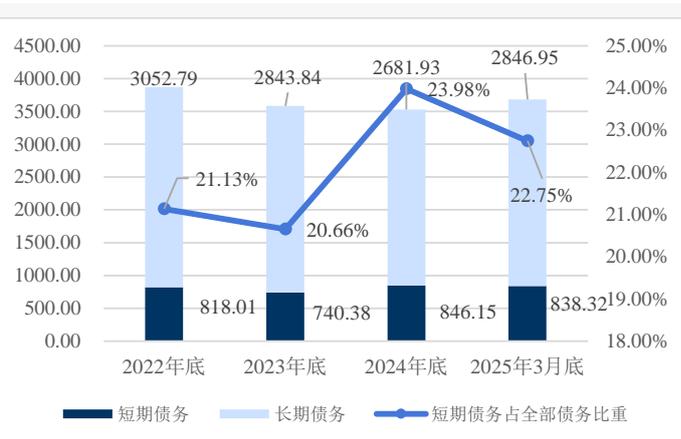
公司融资成本较低，2022 年—2024 年末，公司综合融资成本持续下降至 3.10%，其中 2024 年的新增融资综合成本为 2.92%。

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

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 9854.29 亿元，较上年底下降 0.72%，较上年底变化不大。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 3685.27 亿元，较上年底增长 4.46%；其中短期债务占 22.75%，长期债务占 77.25%，以长期债务为主。

3 盈利能力

随着前期高价地的结转和市场持续下行，公司盈利指标有所下降，但整体盈利能力仍较强。

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，但综合毛利率持续下降。公司自 2022 年起陆续对存货及长期股权投资计提大额减值，但存货跌价准备计提比例仍低于行业平均水平，随着各地房价下行，仍存在进一步减值的可能。整体看，公司盈利指标持续下降，但仍属较好水平。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 9.09%，营业利润率较 2024 年全年小幅回升。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	2811.08	3468.94	3116.66	542.72
营业成本	2192.28	2913.08	2682.60	455.23
费用总额	171.99	185.13	186.73	29.71
投资收益	42.01	22.12	17.90	1.34
资产减值损失	-11.56	-50.45	-50.56	0.01
利润总额	353.01	246.26	155.81	47.52
营业利润率	17.35%	13.07%	12.03%	13.93%
总资本收益率	4.58%	3.52%	2.23%	--
净资产收益率	8.38%	5.31%	2.84%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2022—2024 年，“以销定产”策略下公司经营活动现金流保持净流入；伴随债务净偿还筹资活动现金流出规模较大。2025 年 1 季度，公司新增借款，筹资活动现金流转为净流入。

从经营活动看，2022—2024 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。2024 年，公司投资活动现金流入大幅下降，投资活动现金流小幅净流出。2022 年以来，公司债务规模处于净偿还状态，筹资活动现金流持续净流出。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流延续净流入；伴随公司新增借款，筹资活动现金流净流入。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	2971.71	3384.61	2912.84	602.54
经营活动现金流入小计	4489.98	4211.30	3729.90	740.03
经营活动现金流出小计	4415.75	4072.00	3667.33	723.44
经营活动现金流量净额	74.22	139.30	62.57	16.58
投资活动现金流入小计	93.15	104.28	28.65	1.39
投资活动现金流出小计	86.78	31.62	41.95	1.77
投资活动现金流量净额	6.37	72.66	-13.31	-0.37
筹资活动前现金流量净额	80.60	211.96	49.26	16.21
筹资活动现金流入小计	1708.16	1431.51	1755.86	404.03
筹资活动现金流出小计	1738.31	1931.13	1945.76	282.36
筹资活动现金流量净额	-30.15	-499.62	-189.90	121.68

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 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	154.39	155.89	161.51	166.26
	速动比率（%）	50.16	49.04	51.00	54.50
	经营现金流动负债比（%）	0.88	1.71	0.87	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.09	0.19	0.07	--
	现金短期债务比（倍）	2.16	2.00	1.59	1.77
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	431.06	335.74	236.41	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.98	10.68	14.92	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.04	0.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.69	2.10	1.68	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.46	0.87	0.44	--

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，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度高；2022—2024 年，EBITDA 持续下降，对债务及利息支出的覆盖程度均出现下滑，但仍处于良好水平。公司长短期偿债指标均属行业较好水平。截至 2024 年底，公司所有者权益合计 3425.30 亿元，占总资产的 25.66%，所有者权益规模较大，可抵御较大程度资产减值。

截至 2024 年底，公司担保余额（不包括对子公司的担保）52.28 亿元，占净资产的比例为 1.53%；对商品房承购人提供抵押贷款担保余额 1472.50 亿元。

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 年底，公司银行贷款授信总额 7500 亿元，剩余未使用额度为 3149 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 2024 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

七、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，联合资信确定公司个体信用级别为 **aaa**，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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1766.97	1483.92	1347.05	1485.98
应收账款（亿元）	40.44	38.21	49.32	62.92
其他应收款（合计）（亿元）	1574.26	1503.88	1431.41	1411.89
存货（亿元）	8778.93	8695.08	7985.59	7811.80
长期股权投资（亿元）	1062.50	1042.96	1012.88	1007.70
固定资产（亿元）	101.47	83.62	55.86	55.11
在建工程（亿元）	5.71	5.90	6.03	6.03
资产总额（亿元）	14704.64	14369.12	13351.08	13306.65
实收资本（亿元）	119.70	119.70	119.70	119.70
少数股东权益（亿元）	1259.27	1384.84	1449.33	1456.67
所有者权益（亿元）	3221.92	3370.27	3425.30	3452.36
短期债务（亿元）	818.01	740.38	846.15	838.32
长期债务（亿元）	3052.79	2843.84	2681.93	2846.95
全部债务（亿元）	3870.80	3584.22	3528.07	3685.27
营业总收入（亿元）	2811.08	3468.94	3116.66	542.72
营业成本（亿元）	2192.28	2913.08	2682.60	455.23
其他收益（亿元）	2.39	1.32	0.86	0.11
利润总额（亿元）	353.01	246.26	155.81	47.52
EBITDA（亿元）	431.06	335.74	236.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2971.71	3384.61	2912.84	602.54
经营活动现金流入小计（亿元）	4489.98	4211.30	3729.90	740.03
经营活动现金流量净额（亿元）	74.22	139.30	62.57	16.58
投资活动现金流量净额（亿元）	6.37	72.66	-13.31	-0.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	-30.15	-499.62	-189.90	121.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	77.57	88.09	71.03	--
存货周转次数（次）	0.26	0.33	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.24	0.22	--
现金收入比（%）	105.71	97.57	93.46	111.02
营业利润率（%）	17.35	13.07	12.03	13.93
总资本收益率（%）	4.58	3.52	2.23	--
净资产收益率（%）	8.38	5.31	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	48.65	45.76	43.91	45.19
全部债务资本化比率（%）	54.57	51.54	50.74	51.63
资产负债率（%）	78.09	76.55	74.34	74.06
流动比率（%）	154.39	155.89	161.51	166.26
速动比率（%）	50.16	49.04	51.00	54.50
经营现金流动负债比（%）	0.88	1.71	0.87	--
现金短期债务比（倍）	2.16	2.00	1.59	1.77
EBITDA 利息倍数（倍）	2.69	2.10	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.98	10.68	14.92	--

注：1. 尾数差异由四舍五入造成； 2.“-”表示数据未获取，“--”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

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%
营业总收入年复合增长率	(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

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前 6 个工作日，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）。

资产保证

为《信托合同》对方的利益，委托人于初始起算日和信托生效日就其向受托人交付的资产的状况，作出陈述和保证如下：

- (a) 委托人是相应的每一笔应收账款债权的唯一债权人，对相关的附属权益拥有合法的请求权，委托人未向任何第三方转让该等权利或利益；且委托人未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押或任何其他财产负担；
- (b) 在初始起算日和信托生效日（合格标准对时间另有说明的除外），每一笔资产均符合合格标准；
- (c) 资产池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）；

(d) 经委托人采取合理审慎措施调查和审查，委托人向受托人提供的关于委托人转让的相应的资产的必要的资料和信息，在所有可能对债权回收的实现有重大影响的方面均真实、准确和完整，《资产清单》内容与确权文件一致；

(e) 从信托财产交付日起，受托人将成为信托财产中各应收账款债权的唯一债权人；该等权利将依法完善以具有对抗第三人的效力，并且受托人将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据，拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权；委托人作为一方的交易文件项下的任何交易（包括但不限于信托财产的转移）均不构成欺诈性的让与；

(f) 每位债务人履行基础合同、保理合同和确权文件项下付款义务的所有先决条件（付款期限除外）均已得到满足；

(g) 除交易文件规定的以外，委托人未就其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益，给予或同意给予任何第三方对资产的回收产生重大不利影响的选择权；也未处置或同意任何第三方处置其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益；

(h) 任何资产（或其任何部分）均不是其他证券化交易的对象，且不曾被委托人出售、转让、质押、转移或以其他方式处置，以致使委托人出售、转让和转移其对资产的所有权和其他有关权益的权利受到任何限制；

(i) 除已取得或作出且现行有效的政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续以外，不需要其他政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续，以确保与资产相关的任何文件的有效性、可执行性或作为证据的可接受性；

(j) 应收账款债权由委托人在其一般经营过程中，按照其标准保理业务程序和所有其他可适用的与保理业务有关的政策、实践以及程序的要求而形成；

(k) 每笔应收账款债权都是相关债务人合法、有效和有约束力的支付义务，并且可按照保理合同、基础合同、确权文件的条款对该债务人主张权利；

(l) 委托人在将相应的资产信托给受托人时，除交易文件另有约定的以外，委托人已经完成交易文件项下交易应适用的中国法律所要求其履行的所有程序和规定；

(m) 信托生效日之前，就每一笔资产而言，委托人持有与该笔资产有关的、为资产提供适当有效的服务和执行所必需的各项文件；

(n) 委托人将（或已经）把其在相应的每笔资产和相关收入中的所有权和相关权益有效地信托予受托人，并且委托人将把与上述权益有关的记录和信息有效地提供给受托人；

(o) 在初始起算日和信托生效日，受托人对每笔资产享有能够对抗所有主体（但相关债务人除外）的合法的、有效的、可经司法程序确定可执行的所有者权益，该权益上未设定任何种类的担保权益或产权负担；为对抗债务人，须根据本合同约定送达应收账款转让通知；

(p) 将任何资产设立信托时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该资产所享有的合法权利；

(q) 每笔资产都能够并将始终能够为确认所有权的目的是与委托人的其他资产相区别；

(r) 据委托人所知，保利发展没有涉及任何司法或者仲裁程序，也未被任何司法机关、监管机关、行政机关调查，以致于对信托财产造成重大不利影响；

(s) 除保理合同和确权文件以外，委托人和相关债务人之间关于该资产不存在其他可能对信托财产造成不利影响的协议；

(t) 资产能够产生稳定、独立、可预测的现金流。

附件 3-1 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 3-2 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 3-3 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券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。