

信用评级公告

联合〔2021〕2996号

联合资信评估股份有限公司通过对“保利融资租赁有限公司2021年度第二期保利置业供应链资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“保利融资租赁有限公司2021年度第二期保利置业供应链资产支持票据”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

二〇二一年五月八日



保利融资租赁有限公司2021年度第二期 保利置业供应链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	31100.00	99.68	AAA _{sf}
次级资产支持票据	100.00	0.32	NR
合计	31200.00	100.00	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于2021年5月8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

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：保利融资租赁有限公司

债务人：保利置业控股子公司

共同债务人/保利置业：保利置业集团有限公司

受托人/发行载体管理机构：交银国际信托有限公司

资金保管机构：交通银行股份有限公司山东省分行

牵头主承销商/簿记管理人：交通银行股份有限公司

联席主承销商：中信建投证券股份有限公司

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

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：2022年5月20日

评级时间

2021年5月8日

本次评级使用的评级方法：

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“保利融资租赁有限公司2021年度第二期保利置业供应链资产支持票据”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，并结合上述要素对基础资产进行了现金流分析。

本次交易基础资产池包含53笔应收账款债权，直接债务人均为保利置业控股子公司，共同债务人为保利置业。保利置业信用水平极高，履约能力极强，其作为共同债务人有效保障了基础资产质量，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，联合资信通过现金流模型分析得出，在优先级资产支持票据发行利率不超过4.10%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4.10%的情形。

综合上述因素，联合资信评定“保利融资租赁有限公司2021年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在预期到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

- 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债务人确认的应付款的权利。
- 共同债务人信用水平极高。**保利置业作为中国保利集团有限公司房地产板块两大运营主

共同债务人主要财务指标:

保利置业集团有限公司 (合并口径)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年 3月
现金类资产 (亿元)	174.56	233.68	303.24	322.89
资产总额 (亿元)	977.24	1116.39	1393.48	1375.26
所有者权益 (亿元)	127.34	120.94	147.86	148.31
短期债务 (亿元)	120.21	78.66	140.48	81.41
长期债务 (亿元)	230.27	377.56	421.82	475.71
全部债务 (亿元)	350.48	456.22	562.30	557.13
营业收入 (亿元)	204.03	243.68	247.70	16.77
利润总额 (亿元)	32.78	13.61	34.89	5.04
EBITDA (亿元)	43.78	24.37	47.08	--
经营性净现金流 (亿元)	21.74	-7.69	-6.58	27.73
营业利润率 (%)	23.87	17.84	22.27	18.84
净资产收益率 (%)	20.26	2.61	14.49	--
资产负债率 (%)	86.97	89.17	89.39	89.22
全部债务资本化比率 (%)	73.35	79.05	79.18	78.98
流动比率 (%)	140.10	163.37	157.81	171.07
经营现金流流动负债比 (%)	3.51	-1.25	-0.80	--
现金短期债务比 (倍)	1.45	2.97	2.16	
全部债务/EBITDA (倍)	8.00	18.72	11.94	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	0.99	1.57	--

注: 1. 保利置业 2020 年底其他应付款中有息债务部分已经调整至短期债务核算; 2. 2018 年财务数据为追溯调整之后的数据; 3. 2021 年一季度财务数据未经审计

体之一, 股东背景强, 可售资源充足, 其作为共同债务人对应收账款的偿付提供无条件的到期付款承诺对优先级资产支持票据具有主要的信用支撑作用。

关注

- 存在一定的利率风险。若后续发行利率高于 4.10% 或发行后资产支持票据费率高于本报告披露的各项费率设定, 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。
- 房地产行业风险。本交易债务人为保利置业控股子公司, 关联度高且均属房地产行业, 行业风险较为集中。
- 需对共同债务人相关运营风险保持关注。保利置业在建、拟建项目投资敞口大; 西南区域所布局的部分城市存货存在大额减值, 对利润侵蚀严重, 并存在一定去化压力; 债务负担重。

分析师

唐艺丹 方竹沁

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托人提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与发起机构/受托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/受托人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发起机构/受托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

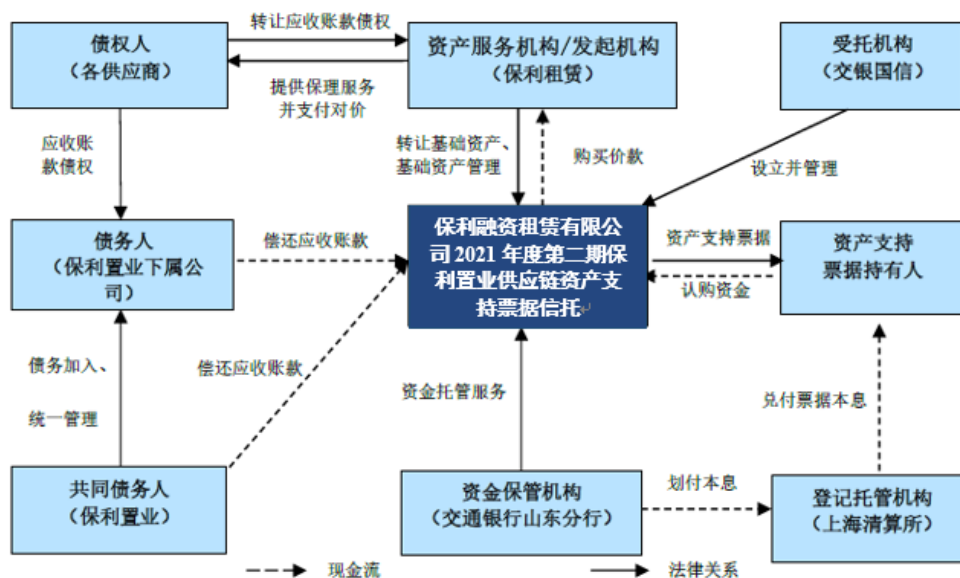
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构保利融资租赁有限公司（以下简称“保利租赁”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构的应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给受托人交银国际信托有限公司（以下简称“交银国信”）并设立“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据信托”，交银国信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”），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共同债务人保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业”）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31200.00万元。其中，优先级票据发行规模为31100.00万元，次级票据100.00万元。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，次级票据为优先级票据提供信用支

持。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，预期到期日为2022年5月20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。

表 1 本期发行资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级票据	31100.00	99.68	2022年5月20日	到期一次性还本付息
次级票据	100.00	0.32	2022年5月20日	到期获得剩余收益
合计	31200.00	100.00	--	--

资料来源：受托人提供，联合资信整理

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

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

3. 基础资产合格标准

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，就每一笔基础资产而言，在初始起算日、信托财产交付日及信托存续期间应当满足以下全部条件：（1）资产对应的全部保理合同、基础合同、《付款确认书》、买方确认函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、债务人及共同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）基础合同签订时，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）原始债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，原始债权人与债务人双方签署的基础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，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权前，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）原始债权人已经完全、适当履行基础合同项下的合同义务且债务人已通过买方确认函及共同债务人已通过《付款确认书》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，并且不享有商业纠纷抗辩权；（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，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）原始债权人已就将该笔应收账款债权转让予保理商事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的买方确认函；（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30%（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共同债务人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初始起算日共同债务人已出具的最近一期年度审计报告确定，如原始债权人不是共同债务人不属于其前述年度审计报告内合并报表子公司，则该原始债权人与共同债务人、债务人不具有关联关系）。

4. 现金流收付机制

（1）现金流归集

本交易现金流主要来自于在应收账款到期日债务人及共同债务人支付的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

本交易设立有信托保管专户,用以记录货币类信托财产的收支情况。

资产服务机构保利租赁应在应收账款到期日²前30个工作日、10个工作日、5个工作日的下午三点(15:00)前向债务人、共同债务人提示付款并确认债务人拟付款情况。债务人应将买方确认函项下应收账款的未偿价款余额于债务人还款日(即应收账款到期日前第1个工作日)下午三点(15:00)前支付至信托保管专户;如债务人未能在上述时间前足额清偿应收账款债权,共同债务人保利置业应于共同债务人还款日(即应收账款到期日)十二点(12:00)前将《付款确认书》项下应收账款的未偿价款余额支付至信托保管专户。

在信托期限内,若委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格资产³,委托人有义务对不合格资产予以赎回。如受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求或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⁴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)内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格(该笔不合格资产的赎回价格=在回购起算日二十四时(24:00)该等不合格资产的未偿价款余额)的款项一次性划付到信托保管专户。

(2) 分配资金划付

信托终止前信托财产的分配

受托人于每一个支付日⁵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)、受托人按照本合同的约定以固有财产垫付的费用(包括以往各期末付金额,如有)及执行费用(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其他应由信托财产承担的费用(如有);⑥支付资产服务机构的服务报酬(如有);(d)支付优先级票据的当期利息;(e)支付优先级票据的本金,直至优先级票据的本金清偿完毕;(f)支付次级票据的本金,直至次级票据的本金清偿完毕;(g)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

² 应收账款到期日:根据保理合同及买方确认函、《付款确认书》的约定,债务人和共同债务人应履行各笔应收账款项下还款义务的最晚日期,以买方确认函载明的日期为准,基础资产项下的应收账款到期日为同一日。

³ 不合格资产:系指在初始起算日或信托生效日不符合资产保证的资产,或在信托存续期间发生变化导致不符合合格标准的基础资产。

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。

⁵ 支付日:指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,信托终止日前的支付日应为应收账款到期日后的第7个工作日,信托终止日后的支付日为清算方案所确定的兑付日期。

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. 债务加入

共同债务人保利置业信用水平极高，其作为基础资产共同债务人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获得由共同债务人保利置业出具的《付款确认书》，同意与债务人（即保利置业控股子公司）作为共同债务人对标的应收账款债权承担无条件到期付款义务，不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至标的应收账款债权获得全部清偿。同时，保利置业确认对标的应收账款债权承担的到期付款义务不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，且不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分标的应收账款的权利，不存在属于预付款或质保金的情形，同意标的应收账款到期支付不附条件。

鉴于本期基础资产合格标准明确、较为严格，且考虑到保利置业作为中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）房地产板块在境外的上市主体，其股东背景强，可售资源充足，整体偿债能力极强，其作为共同债务人对优先级票

据本息的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级/次级受偿顺序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。

本期基础资产池所对应的应收账款余额合计为本期资产支持票据总募集总额的 103.97%，通过应收账款的折价购买来保障优先级票据预期收益的支付。同时本交易通过设定优先级/次级受偿顺序的交易结构来进一步提高基础资产现金流对优先级票据本息的保障程度。

本期优先级票据预期到期日为 2022 年 5 月 20 日，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票面率不超过 4.10%、同时考虑本交易应付的各项税费的情况下，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

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，联合资信对该资产池进行了分析。

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置业控股子公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 53 笔，应收账款余额共计 32438.51 万元，共涉及 24 户保利置业控股子公司（债务人），34 户债权人。本期入池资产中涉及关联交易，详见下文。

表 2 基础资产池概况（单位：万元、笔、户）

应收账款余额总计	32438.51
应收账款笔数	53
债务人户数	24
债权人户数	34
单笔应收账款最小余额	30.68
单笔应收账款最大余额	3150.38

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合同类型主要为工程类。

从应收账款形成的来源来看，入池的应收账款所涉及的合同类型为工程类（占比 99.10%）、

材料类（占比 0.47%）和服务类（占比 0.44%）。

表 3 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元、%）

类型	笔数	应收账款余额	金额占比
工程类	49	32144.95	99.10
材料类	2	152.03	0.47
服务类	2	141.53	0.44
合计	53	32438.51	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

基础资产整体集中度较高。

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 1500.00 万元（含）~2000.00 万元（不含）区间内，合计金额占入池应收账款总额的 32.41%。具体情况如下。

表 4 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
500 万（不含）以下	33	5090.68	15.69
[500,1000)	7	4846.19	14.94
[1000,1500)	5	6613.57	20.39
[1500,2000)	6	10513.36	32.41
2000 万（含）以上	2	5374.71	16.57
合计	53	32438.51	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 应收账款债务人分布

基础资产池债务人集中度较高。

基础资产池共涉及 24 户保利置业控股子公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 9122.17 万元，占比 28.12%；前五大债务人应收账款余额共计 20011.53 万元，占比 61.69%，债务人集中度较高。

表 5 基础资产池前五大债务人（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
惠州市保置房地产开发有限公司	5	9122.17	28.12
惠州市保利建业房地产开发有限公司	3	4332.34	13.36
昆明保喻房地产开发有限公司	7	2434.53	7.51
哈尔滨时光里房地产开发有限公司	1	2224.34	6.86
济南保利文昌置业有限公司	6	1898.15	5.85
合计	22	20011.53	61.69

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

惠州市保置房地产开发有限公司（以下简称

“惠州保置”）成立于 2019 年 08 月 26 日，注册资本和实收资本均为 5000.00 万元，由深圳市保利房地产开发有限公司 100.00% 持股。惠州保置法定代表人为祖大勇，注册地址：惠州市江北文明一路三号中信城市时代 1 单元 10 层 03 号。经营范围：房地产开发；房地产中介；实业投资；物业管理；国内贸易；企业管理咨询。

截至 2020 年末，惠州保置总资产为 170431.62 万元，其中流动资产 170423.73 万元，以流动资产为主；总负债 166275.08 万元，所有者权益为 4156.54 万元。2020 年，惠州保置未实现营业收入。2020 年，惠州保置经营活动产生的现金流量净额为-99929.87 万元，投资活动产生的现金流量净额为-4.71 万元，筹资活动产生的现金流量净额为 116697.06 万元。

根据惠州保置提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 3 月 9 日，惠州保置未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

5. 应收账款债权人分布

基础资产池债权人集中度较高。

从债权人集中度分布情况来看，基础资产池共涉及 34 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 13454.51 万元，占比 41.48%，占比前五大的债权人应收账款余额共计 22232.30 万元，占比 68.54%，债权人集中度较高，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
深圳市金世纪工程实业有限公司	8	13454.51	41.48
中天建设集团有限公司	5	2482.97	7.65
广东恒辉建设集团股份有限公司	2	2232.49	6.88
黑龙江省建工集团有限责任公司	1	2224.34	6.86
云南铸和建设工程有限公司	2	1838.00	5.67
合计	18	22232.30	68.54

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6. 关联情况

入池基础资产债权人中，深圳市卓宝科技股份有限公司与债务人具有关联关系，其涉及的应收账款共计 1 笔，应收账款余额 89.66 万元，金

额占比合计 0.28%。

四、定量分析

本期资产支持票据基础资产池涉及的共同债务人保利置业主体信用水平极高,有效保障了基础资产信用质量;根据交易偿付安排,在既定利率情景下基础资产现金流能够覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对未来的发行利率保持关注。

本交易基础资产的直接还款来源为底层应收账款,若债务人未将全部等额于应收账款本金的资金划付至信托保管专户,则由保利置业向信托保管专户划付《付款确认书》项下应收账款的未偿价款余额。

本交易涉及的共同债务人保利置业主体长期信用等级与本期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票据税费、优先级票据本金及预期收益的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序构建了现金流分析模型,根据交易要素测算不同发行利率下,应收账款偿付安排对票据税费、优先级票据本金及预期收益的保障程度。在费用测算方面,本交易信托增值税税率为 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)。假设本交易票据的预期设立日为 2021 年 5 月 20 日,预期到期日为 2022 年 5 月 20 日,存续期间为 365 天;假定票据发行利率分别为下表中所设值,测算的优先级票据保障倍数如下表所示。

表 7 不同发行利率下优先级票据保障倍数
(单位: %、万元、倍)

优先级票据发行利率	预期支出	优先级票据保障倍数
3.60	32260.00	1.0055
3.80	32322.20	1.0036
3.90	32353.30	1.0026
4.00	32384.40	1.0017
4.10	32415.50	1.0007

注: 预期支出=优先级票据应付本息+从信托账户支出的增值税及附加;若专项计划实际设立日与预期设立日的假设不符,预期支出与保障倍数将与上表存在偏差

资料来源: 联合资信整理

测算结果表明,在优先级票据发行利率不超过 4.10%,资产支持票据存续期间、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预期支出的保障程度在 1 倍以上,这表明基础资产回收现金流基本能够覆盖优先级票据预期支出,优先级票据的偿付有保障。联合资信会对未来的发行利率保持持续关注。

五、共同债务人信用分析

本交易共同债务人保利置业的主体长期信用等级为 AAA_{pi}⁶,评级展望为稳定,其作为共同债务人为优先级票据的本息偿付起到主要的信用支撑作用。

1. 企业概况

保利置业原名保利上海集团有限公司,成立于 2003 年 8 月,初始注册资本 300.00 万元,其中,保利集团持股 68.18%,保利科技有限公司

持股 31.82%。2008 年 4 月,保利置业变更为现名。历经多次增资及股权变更,截至 2021 年 3 月底,保利置业注册资本和实收资本均为 22.00 亿元,保利置业集团有限公司(香港)(香港联交所上市公司,股票代码“0119.HK”,以下简称“保利置业(香港)”)通过保利(香港)房地产发展有限公司和保利(香港)房地产开发有限公司合计持有保利置业 100.00% 股权。保利置业实际控制人为保利集团,最终控制人为国务院国有

⁶ “pi”代表本评级结果为主动评级(公开评级)结果,评级资料主要来源于公开信息或相关方提供,与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定

局限性。主动评级(公开评级)信用等级设置及含义详见本报告附件。

资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

保利置业经营范围：从事房地产投资、开发、经营；建造、出租、出售各类房屋；房地产经纪及相关咨询服务。

截至 2021 年 3 月底，保利置业本部内设 12 个职能部门，其中包括：董事会办公室、党群工作办公室、纪检监察办公室、行政管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心和运营管理中心等。

保利置业注册地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号北塔 26 楼；法定代表人：张炳南。

2. 行业分析

保利置业主要收入来源于房地产销售，属于房地产行业。

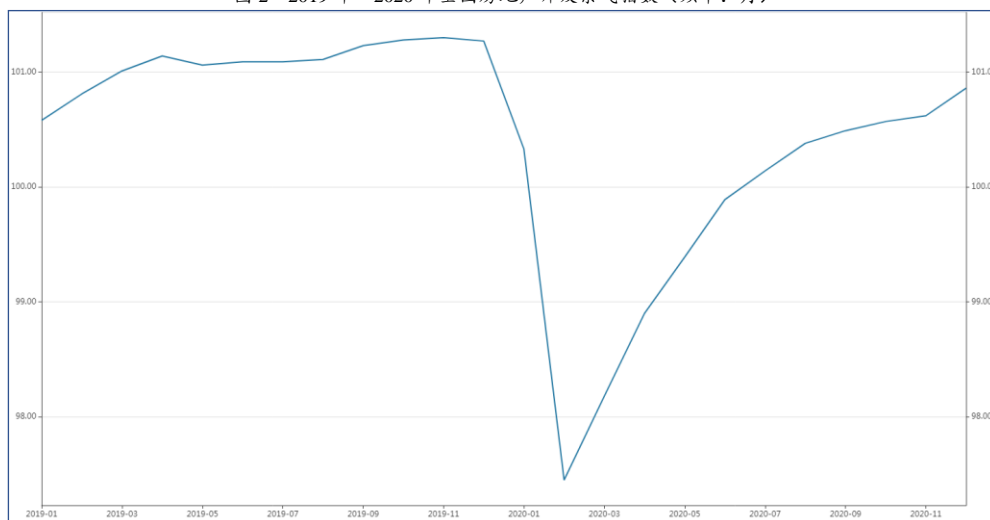
（1）行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，

全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 2 2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增

速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿

元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地

市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较2019年增长0.52个百分点。其中，国内贷款合计2.67万亿元，同比增长5.74%，国内贷款增速较2019年增长0.63个百分点；自筹资金合计6.34万亿元，同比增长8.97%，增速较2019年增长4.77个百分点；其他资金合计10.29万亿元，同比增长8.23%，增速较2019年回落2.26个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表8 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，

政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次

被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、

稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表9。

表9 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表10。

表10 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

3. 经营分析

(1) 经营概况

2018—2020年，保利置业营业收入逐年增长，但利润水平波动较大；受房地产项目结转差异影响，综合毛利率波动上升。

保利集团系国务院国资委管理的大型中央

企业，其房地产开发业务由境内上市公司保利发展控股集团股份有限公司（股票代码：600048.SH，以下简称“保利发展”）和境外上市公司保利置业（香港）运营。截至2021年3月底，保利发展为保利置业（香港）间接股东，保利发展可通过持有股权分享保利置业（香港）的投资收益。保

利发展与保利置业（香港）均以房地产开发为主业，为解决同业竞争，二者主要以投资地理区域进行划分，各自根据自身的传统深耕区域参与招拍挂项目，原则上二者不同时参与同一个招拍挂项目，其他形式（如收并购、勾地等）获取土地储备不受区域限制。保利置业作为保利置业（香港）在境内的主要业务平台，主营业务包含房地产开发、物业管理和物业租赁等。

2019年之前，受集团业务整合影响，保利置业发展目标不够清晰，项目拓展受到一定影响。2019年，集团整合结束，保利置业发展目标逐年清晰——稳固长三角与珠三角区域优势区域的基础上开始稳步向外拓展，并开始逐步对长三角及珠三角地区补库存。保利置业土地获取以摘牌挂方式为主，部分项目选择合作开发。

受益于房地产项目结转规模增加，2018—2020年，保利置业营业收入逐年增长，年均复合增长10.18%。2018—2020年，保利置业利润总额分别为32.78亿元、13.61亿元和34.89亿元，年均复合增长3.17%。其中，2019年利润总额同比减少58.48%，主要系当期房地产项目结转毛利率下滑以及存货计提9.08亿元减值准备共同影响所致；2020年，随着资产减值损失同比大幅减少、投资收益增加以及结转项目毛利率回升，利润总额同比增长156.39%。

收入构成方面，2018—2020年，保利置业主

营业务收入占营业收入比重均超98.00%，主营业务十分突出。具体看，2018—2020年，受益于房地产项目结转规模增加，保利置业房地产销售收入逐年增长，年均复合增长10.55%；房地产销售业务为保利置业最主要的收入来源，营业收入占比均在92.00%以上。2018—2020年，随着物业管理规模扩大，保利置业物业管理收入稳步增长，年均复合增长4.65%，2020年在营业收入中的占比提升至3.48%。其他业务规模较小，对营业收入贡献有限。

毛利率方面，2018—2020年，保利置业房地产销售毛利率受当期结转项目影响而呈波动增长态势；2019年，毛利率较上年下滑3.99个百分点，主要系毛利率较低的商铺及车位结转规模较大所致；2020年，随着高毛利率项目的结转，毛利率有所回升。2018—2020年，保利置业物业管理毛利率持续上升，2020年同比提高7.41个百分点，主要系保利置业控制人力成本以及业务拓展增效所致。保利置业其他业务收入规模小，其毛利率波动对保利置业综合毛利率影响有限。综上，2018—2020年，保利置业综合毛利率波动上升，2020年同比回升5.00个百分点。

2021年1—3月，保利置业实现营业收入16.77亿元，同比增长42.05%；实现净利润3.43亿元，与上年同期亏损相比，实现大幅增长。

表 11 保利置业业务收入及毛利率情况

项目	2018年			2019年			2020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	189.62	92.94	33.24	227.33	93.29	29.25	231.76	93.56	33.89
物业管理	7.88	3.86	10.18	7.95	3.26	11.07	8.63	3.48	18.48
物业租赁	2.84	1.39	44.09	3.40	1.40	59.47	2.50	1.01	67.21
酒店经营	0.67	0.33	-5.83	1.65	0.68	16.34	1.10	0.44	-35.21
其他	3.02	1.48	36.41	3.35	1.38	14.77	3.70	1.49	25.48
合计	204.03	100.00	32.42	243.68	100.00	28.79	247.70	100.00	33.79

注：1. 位数差异系四舍五入导致；2. 2020年酒店经营业务受疫情影响较大，导致毛利率为负值
资料来源：保利置业提供、联合资信整理

（2）房地产开发业务

土地储备情况

近年来，保利置业保持较大的新增土地储

备规模，并逐步加大长三角和珠三角补货力度，可售资源充足。同时，西南区域土地储备规模较大，且部分已计提减值准备，需关注该区域房地

产市场波动对保利置业项目销售去化和盈利带来的不利影响。

保利置业主要以招拍挂、股权收购和旧城改造等方式获取土地储备。2018—2020年，保利置业保持较大的土地储备开拓力度，新增土地储备建筑面积（全口径）和新增土地储备金额（全口径）均呈波动增长态势，分别年均复合增长24.33%和75.65%，其中2019年新增土地储备规模增长较快，主要系当年在深圳新增1块建筑面积210.10万平方米的大型综合体项目所致。保利置业项目布局以长三角和大湾区为主要战略点，并

逐步加强对西南区域和其他区域中经济较发达的二三线城市拓展。具体看，保利置业2018年新增土地储备主要位于济南、潍坊、南宁和牡丹江等城市，2019年新增土地储备主要位于深圳、昆明、苏州、广州和武汉等城市，2020年新增土地储备主要位于济南、广州、上海、宁波、杭州、哈尔滨和南宁等城市。土地成本方面，因城市区域差异影响，2018—2020年，保利置业新增土地储备楼面均价波动较大。近年来，保利置业土地储备城市能力切换幅度较大，未来业绩面临一定波动。

表 12 保利置业土地储备获取情况

项目	2018年	2019年	2020年
新增项目个数（个）	11	13	21
新增土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	275	538	425
新增土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	221	359	313
新增土地储备金额（全口径）（亿元）	84	334	259
新增土地储备金额（权益口径）（亿元）	72	214	189
新增土地储备楼面地价（元/平方米）	5929	10624	8351

注：新增土地储备楼面均价=新增土地储备金额（全口径）/新增土地储备可售建筑面积
资料来源：保利置业提供

截至2020年底，保利置业可售资源充足，从建筑面积看，主要位于贵阳、遵义、武汉、南宁、济南、广州、哈尔滨及昆明等城市，其中遵义、南宁和贵阳等城市可售项目规模较大，需关注其未来项目销售去化情况。

表 13 截至 2020 年底保利置业可售资源情况

城市	可售建筑面积（万平方米）	占比（%）
贵阳	516.39	15.94
遵义	384.20	11.86
南宁	347.79	10.74
武汉	289.34	8.93
济南	250.59	7.74
广州	204.18	6.30
哈尔滨	173.42	5.35
昆明	162.14	5.01
苏州	157.85	4.87
上海	128.96	3.98
深圳	122.84	3.79
惠州	119.25	3.68

佛山	87.26	2.69
柳州	66.22	2.04
淄博	65.74	2.03
威海	47.83	1.48
德清	44.55	1.38
宁波	32.38	1.00
泰安	22.22	0.69
烟台	15.92	0.49
合计	3239.06	100.00

注：表中数据为全口径，包括未开工、在建、已完工项目的可售部分
资料来源：保利置业提供

项目开发建设情况

受新冠肺炎疫情影响，2020年保利置业新开工面积有所下降；在建、拟建项目尚需投资规模大，后续保利置业将面临一定资金支出压力。

2018—2020年，保利置业新开工面积波动下降，年均复合减少1.93%，2020年受新冠肺炎疫情影响同比减少9.35%；受项目施工节奏影响，保利置业竣工面积波动下降，年均复合减少1.71%。

表 14 近年来保利置业项目开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
新开工面积 (万平方米)	393	417	378	35
竣工面积 (万平方米)	325	304	314	22

注：新开工面积包含当年复工面积；此表数据未全口径数据
资料来源：保利置业提供

截至2021年3月底，保利置业在建项目建筑面积1066万平方米，在建项目计划总投资1418亿元，尚需全口径投资466亿元，尚需权益投资392亿元；拟建项目计划总投资801亿元，计划权益总投资622亿元。保利置业在建、拟建项目尚需投资规模大，后续资金支出将面临一定压力。

项目销售情况

近年来，保利置业销售规模持续增长，珠三角区域销售贡献提升明显，但需关注西南区域部分城市项目销售去化情况。

保利置业坚持以开发中高端住宅为主，并辅以开发优质写字楼、商场、公寓等商用物业。

2018—2020年，保利置业全口径签约销售面积以及签约销售金额均逐年增长，年均复合增长率分别为14.67%和15.20%。销售均价方面，受益于长三角销售贡献提升，2019年保利置业销售均价同比上升4.47%；2020年销售均价有所回落。

从权益口径看，2018—2020年，保利置业签约销售面积以及签约销售金额同样呈逐年增长态势，年均复合增长率分别为22.01%和19.60%，增速大于全口径签约销售金额增速，主要系高地价项目权益比例提升所致。

从区域贡献来看，近年来，保利置业销售区域以长三角、珠三角以及西南区域为主。具体看，2018—2020年，保利置业长三角区域（上海和苏州等）签约销售金额占比分别为23.55%、31.91%和28.98%，珠三角区域（广州、惠州、佛山等）签约销售金额占比分别为12.54%、8.51%和19.92%，西南区域（南宁、贵阳、昆明和遵义等）签约销售占比分别为29.97%、24.55%和27.54%。其他销售额贡献较大的城市包括武汉、济南、威海、烟台以及哈尔滨等。

表 15 近年来保利置业房地产销售情况

(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售面积（全口径）	200	209	263
销售金额（全口径）	327	357	434
销售均价（全口径）	16350	17081	16502
销售面积（权益口径）	131	146	195
销售金额（权益口径）	223	234	319

资料来源：保利置业提供

表 16 截至2020年底保利置业主要项目公司存货跌价情况

子公司	期初存货跌价准备 (亿元)	2020 年变动 (亿元)	期末存货跌价准备 (亿元)
遵义保利置业有限公司	3.72	-0.44	3.28
柳州保利置业有限公司	0.75	-0.01	0.74
贵阳保利投资房地产开发有限公司	2.06	-0.18	1.89
贵阳保利龙谷房地产开发有限公司	0.67	-0.02	0.66
贵阳保利海明房地产开发有限公司	1.47	-0.03	1.43
贵阳保利郦城房地产开发有限公司	0.24	0.01	0.24
安宁保利投资有限公司	0.65	-0.03	0.62
合计	9.56	-0.70	8.86

资料来源：保利置业 2020 年审计报告

截至 2020 年底，保利置业剩余可售项目中遵义、贵阳等西南区域城市项目规模较大，2019 年开始西南区域房地产市场下行，保利置业存货大额计提跌价损失，需关注该区域项目后续销售去化和盈利情况。

(3) 经营效率

保利置业经营效率同行业其他企业相比表现一般。

2018—2020年，受业务规模快速扩张而收入结转滞后以及成本波动影响，保利置业各项周转效率指标均呈波动下降态势，其中流动资产周转

次数分别为0.24次、0.26次和0.21次，存货周转次数分别为0.23次、0.28次和0.22次，总资产周转次数分别为0.22次、0.23次和0.20次。与同行业其他企业相比保利置业经营效率表现一般。

表17 2020年同行业公司经营效率对比情况

公司简称	存货周转次数(次)	流动资产周转次数(次)	总资产周转次数(次)
万科 A	0.31	0.28	0.23
招商蛇口	0.27	0.25	0.19
上海金茂投资	0.29	0.21	0.17
大悦城控股	0.32	0.27	0.20
保利置业	0.22	0.21	0.20

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

(4) 未来发展

保利置业战略定位清晰，可满足其未来发展需要。

从未来发展方针来看，保利置业将执行保利集团确立的房地产主业的发展方向，根据市场需求考虑房地产地域分布及产品结构，形成集投资控股、开发建设、销售出租、物业管理等于一体的系统化房地产投资管理体系。

保利置业将以房地产开发为核心主营业务，同时逐步提高持有型物业经营盈利能力，实现二者之间的协调发展。产品战略方面，保利置业产品以中高端住宅为主的多种业态组合，保持一定规模的投资物业。区域战略方面，保利置业将坚持全国布局、区域聚焦、城市优先战略构想，最终成为以一二线城市为主的全国性开发企业。

4. 财务分析

(1) 财务概况

保利置业提供的2018—2020年度审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见。

合并范围变动方面。2019年，保利置业新设立13家子公司，非同一控制下合并11家子公司，同一控制下合并2家子公司，注销3家子公司。2020年，保利置业新设、收并购18家子公司，非同一控制下合并5家子公司，同一控制下合并1家子公司，注销6家子公司。2021年1—3月，保利

置业新增子公司1家，减少子公司1家。截至2021年3月底，保利置业纳入合并范围子公司共185家，考虑到保利置业主营业务未发生变化，财务数据可比性仍较强。

截至2020年底，保利置业合并资产总额1393.48亿元，所有者权益147.86亿元（含少数股东权益27.52亿元）；2020年，保利置业实现营业收入247.70亿元，利润总额34.89亿元。

截至2021年3月底，保利置业合并资产总额1375.26亿元，所有者权益148.31亿元（含少数股东权益20.63亿元）；2021年1—3月，保利置业实现营业收入16.77亿元，利润总额5.04亿元。

(2) 资产质量

近年来，保利置业资产规模持续增长，资产以流动资产为主；货币资金充裕，资产整体受限比例较低；同时，部分城市存货计提的跌价准备规模较大，需关注相关区域项目后续销售情况。

2018—2020年末，随着业务规模扩大，保利置业资产规模持续增长，年均复合增长19.41%。截至2020年底，保利置业合并资产总额1393.48亿元，较上年底增长24.82%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占93.12%，非流动资产占6.88%，保利置业资产以流动资产为主。

流动资产

2018—2020年末，保利置业流动资产规模持续增长，年均复合增长22.36%。截至2020年底，保利置业流动资产1297.56亿元，较上年底增长28.81%，主要系存货和货币资金增加所致。保利置业流动资产主要由货币资金（占23.33%）、其他应收款（占7.86%）以及存货（占62.79%）构成。

2018—2020年末，保利置业货币资金持续增长，年均复合增长31.69%。截至2020年底，保利置业货币资金302.74亿元，较上年底增长29.55%，主要系净融资规模扩大所致。货币资金中有2.08亿元受限资金，主要为司法冻结资金及保函保证金。

保利置业其他应收款主要由土地竞拍保证金和往来款构成。2018—2020年末，保利置业其

他应收款持续增长，年均复合增长41.98%。截至2020年底，保利置业其他应收款101.99亿元，较上年底增长55.60%，主要系关联方往来款增加所致；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款项合计60.05亿元，占其他应收款余额的

54.94%。截至2020年底，保利置业累计计提坏账准备7.31亿元。其中，原子公司保利贵州房地产开发有限公司（以下简称“保利贵州”）被强制清算，2020年保利置业对其计提6.82亿元坏账准备。

表 18 截至 2020 年底保利置业其他应收款期末余额前五名情况

债务人名称	款项性质	债务人主体性质	账面余额（亿元）	账龄
上海浦利房地产发展有限公司	往来款	同一控制下关联方	20.00	1~2 年
保利贵州房地产开发有限公司	往来款	当期出表的原子公司	19.25	2~5 年
昆山市葑淞房产开发有限公司	往来款	非关联方	8.19	1 年以内
宁波市美庆房地产发展有限公司	往来款	非关联方	6.12	1 年以内
宁波保嘉置业有限公司	往来款	同一控制下关联方	6.50	1 年以内
合计	--	--	60.05	--

数据来源：保利置业 2020 年审计报告

随着业务规模扩张及在建项目持续投入，2018—2020年末，保利置业存货持续增长，年均复合增长17.04%。截至2020年底，保利置业存货账面价值814.67亿元，较上年底增长24.18%。存货主要由自制半成品及在产品（在建项目，占64.96%）、库存商品（已竣工项目，占16.89%）和其他（土地储备，占18.08%）构成；累计计提跌价准备9.49亿元，其中贵阳、遵义和柳州等城市多个项目期末计提存货跌价准备超5000万元（详见表16），需关注该区域项目后续销售情况。

非流动资产

2018—2020年末，保利置业非流动资产规模持续下降，年均复合下降6.84%。截至2020年底，保利置业非流动资产95.92亿元，较上年底下降12.01%，主要系投资性房地产与固定资产减少所致；保利置业非流动资产主要由长期股权投资（占32.79%）、投资性房地产（占46.26%）和固定资产（占14.33%）构成。

2018—2020年末，保利置业长期股权投资波动增长，年均复合增长1.21%，主要为房地产合作开发项目中对联营、合营公司的投资。截至2020年底，保利置业长期股权投资31.45亿元，较上年底增长4.37%，较上年底变化不大。2020年，保利置业权益法核算的长期股权投资收益1.23亿元。

保利置业投资性房地产以成本模式进行后

续计量。2018—2020年末，保利置业投资性房地产持续下降，年均复合下降10.03%。截至2020年底，保利置业投资性房地产44.37亿元，较上年底下降16.67%，主要系保利贵州出表，投资性房地产减少6.18亿元所致。保利置业投资性房地产主要为商场与综合体，主要位于上海和武汉。2020年，因部分商场经营效益较低，保利置业对投资性房地产计提减值准备1.19亿元。

截至2020年底，保利置业受限资产总额151.25亿元，主要为受限的存货（106.36亿元），受限资产总额占期末资产总额的10.85%，受限比例较低。

截至2021年3月底，保利置业合并资产总额1375.26亿元，较上年底下降1.31%。其中，流动资产占93.25%，非流动资产占6.75%，资产规模和结构较上年底变化不大。

（3）资本结构

所有者权益

近年来，保利置业所有者权益规模整体呈增长态势，所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

2018—2020 年末，保利置业所有者权益波动增长，年均复合增长 7.76%。截至 2020 年底，保利置业所有者权益 147.86 亿元，较上年底增长 22.27%，主要系未分配利润增加所致。其中，

归属于母公司所有者权益占比为 81.39%，少数股东权益占比为 18.61%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 14.88%、1.22% 和 62.99%。所有者权益中未分配利润占比比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，保利置业所有者权益 148.31 亿元，较上年底增长 0.30%，规模和结构较上年底变化不大。

负债

随着业务规模扩张，保利置业负债规模逐年增长，以流动负债为主；债务负担重，但债务结构合理，集中偿债压力可控。

2018—2020 年末，保利置业负债规模持续增长，年均复合增长 21.06%。截至 2020 年底，保利置业负债总额 1245.62 亿元，较上年底增长 25.13%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 66.01%，非流动负债占 33.99%。保利置业负债结构以流动负债为主。

2018—2020 年末，保利置业流动负债波动增长，年均复合增长 15.29%。截至 2020 年底，保利置业流动负债 822.23 亿元，较上年底增长 33.35%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债增加所致。保利置业流动负债主要由应付账款（占 10.68%）、其他应付款（占 37.69%）、一年内到期的非流动负债（占 14.60%）和合同负债（占 35.02%）构成。

保利置业应付账款主要为应付工程款。2018—2020 年末，保利置业应付账款波动下降，年均复合下降 1.57%。截至 2020 年底，保利置业应付账款 87.79 亿元，较上年底增长 1.23%，较上年底变化不大。应付账款账龄以 1 年以内（占 68.78%）为主。

2018—2020 年末，保利置业其他应付款持续增长，年均复合增长 32.76%。截至 2020 年底，保利置业其他应付款 309.89 亿元，较上年底增长 50.85%，主要系关联方及外部单位往来款增加所致。其他应付款主要由关联方往来款（占 59.03%）、外部单位往来款（占 10.87%）和土

地增值税清算准备金（占 19.67%）构成。保利置业其他应付款中有息债务部分已调整至短期债务核算。

2018—2020 年末，保利置业合同负债持续增长，年均复合增长 10.83%。截至 2020 年底，保利置业合同负债 287.96 亿元，较上年底增长 17.92%，主要系预收房款及装修款增加所致；合同负债主要为预收房款及装修款（占 99.22%）。

2018—2020 年末，保利置业一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 22.20%。截至 2020 年底，保利置业一年内到期的非流动负债 120.01 亿元，较上年底增长 91.74%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2018—2020 年末，保利置业非流动负债持续增长，年均复合增长 35.31%。截至 2020 年底，保利置业非流动负债 423.39 亿元，较上年底增长 11.76%，主要系长期借款增加所致。保利置业非流动负债主要为长期借款（占 99.63%）。

2018—2020 年末，保利置业长期借款持续增长，年均复合增长 37.45%。截至 2020 年底，保利置业长期借款 421.82 亿元，较上年底增长 13.83%，主要系业务规模扩大后融资需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占 29.77%）和保证借款（占 65.71%）构成。

有息债务方面，2018—2020 年末，保利置业全部债务持续增长，年均复合增长 26.66%。截至 2020 年底，保利置业全部债务 562.30 亿元，较上年底增长 23.25%，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 24.98%，长期债务占 75.02%，以长期债务为主。从债务指标来看，2018—2020 年末，保利置业资产负债率分别为 86.97%、89.17% 和 89.39%，全部债务资本化比率分别为 73.35%、79.05% 和 79.18%，均呈持续增长态势；长期债务资本化比率分别为 64.39%、75.74% 和 74.04%，波动增长。整体看，保利置业债务负担重，但债务结构合理。

从期限分布看，保利置业债务期限分布较为平均，集中偿债压力可控。

表 19 截至 2020 年底保利置业有息债务期限分布情况

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期	小计
短期借款 (亿元)	17.18	--	--	--	17.18
一年内到期的非流动负债 (亿元)	120.01	--	--	--	120.01
长期借款 (亿元)	--	148.30	146.74	126.78	421.82
合计	137.19	148.30	146.74	126.78	559.01

数据来源：保利置业提供

截至 2021 年 3 月底，保利置业负债总额 1226.95 亿元，较上年底下降 1.50%。其中，流动负债占 61.10%，非流动负债占 38.90%，负债规模和结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，保利置业全部债务 557.13 亿元，较上年底下降 0.92%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 14.61%，长期债务占 85.39%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，保利置业资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.22%、78.98% 和 76.23%，较上年底分别下降 0.17 个百分点、下降 0.20 个百分点和提高 2.19 个百分点。

(4) 盈利能力

近年来，保利置业营业收入稳步增长，但利润水平波动很大；投资收益对营业利润存在较大影响；资产减值损失以及坏账损失对当期利润侵蚀严重；盈利指标波动下降。

受益于房地产项目结转规模增加，2018—2020 年，保利置业营业收入逐年增长，年均复合增长 10.18%。2018—2020 年，保利置业利润总额分别为 32.78 亿元、13.61 亿元和 34.89 亿元，年均复合增长 3.17%。其中，2019 年利润总额同比减少 58.48%，主要系当期房地产项目结转毛利率下滑以及存货产生 9.08 亿元跌价损失共同影响所致；2020 年，随着资产减值损失同比大幅减少、投资收益增加以及所结转项目毛利率回升，利润总额同比增长 156.39%。

从期间费用看，2018—2020 年，保利置业费用总额波动增长，年均复合增长 3.94%。2020 年，保利置业费用总额为 21.58 亿元，同比下降 3.99%；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 34.03%、37.43%、0.19% 和 28.35%。2020 年，保利置业销售费用为 7.34

亿元，同比下降 2.92%，同比变化不大；管理费用为 8.08 亿元，随着保利置业降本增效，同比下降 6.80%；财务费用为 6.12 亿元，同比下降 1.96%，同比变化不大。

2018—2020 年，保利置业投资收益波动增长，年均复合增长 57.38%。2020 年，保利置业实现投资收益 8.33 亿元，同比增长 365.96%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为 25.05%，对营业利润影响较大。

2018—2020 年，保利置业资产减值损失分别为 0.09 亿元、9.08 亿元和 2.20 亿元，信用减值损失分别为 0.06 亿元、-0.28 亿元和 6.56 亿元，合计占当期营业利润的 0.49%、62.87% 以及 26.35%，资产减值损失以及坏账损失对当期利润侵蚀严重。

近年来，受项目结转差异及存货损失的共同影响，保利置业盈利指标呈现较大波动。2018—2020 年，保利置业总资产收益率分别为 7.03%、1.92% 和 4.35%，净资产收益率分别为 20.26%、2.61% 和 14.49%，均呈波动下降态势。2020 年，与同行业公司相比较，保利置业盈利指标处于中上游水平。

表 20 2020 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
万科 A	29.25	4.65	20.13
招商蛇口	28.69	3.88	14.40
上海金茂投资	21.16	2.25	16.35
大悦城控股	31.44	2.33	-2.05
保利置业	33.79	3.53	14.49

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

2021 年 1—3 月，保利置业实现营业收入 16.77 亿元，同比增长 42.05%；实现净利润 3.43

亿元，与上年同期亏损相比，实现大幅增长。

(5) 现金流

近年来，保利置业经营活动现金流呈持续净流出状态，主要通过债务筹资满足业务扩张需求，筹资活动净流入规模持续扩大。目前房地产行业融资政策不断收紧，考虑到其在建、拟建投资敞口大，未来保利置业面临较大的资金压力。

表 21 保利置业现金流量情况
(单位：亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	424.57	644.26	853.96
经营活动现金流出小计	402.82	651.95	860.54
经营现金流量净额	21.74	-7.69	-6.58
投资活动现金流入小计	0.34	9.07	4.58
投资活动现金流出小计	6.46	5.28	0.78
投资活动现金流量净额	-6.12	3.79	3.80
筹资活动前现金流量净额	15.62	-3.90	-2.77
筹资活动现金流入小计	224.72	250.98	251.40
筹资活动现金流出小计	208.54	187.81	185.77
筹资活动现金流量净额	16.17	63.16	65.63

资料来源：保利置业审计报告及2020年1—3月财务报表

从经营活动来看，2018—2020年，保利置业经营活动现金流入持续增长，年均复合增长41.82%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为234.99亿元、253.17亿元和311.60亿元，随着销售回款增加呈持续增长态势，年均复合增长15.15%；收到其他与经营活动有关的现金持续增长，年均复合增长69.22%，主要为土地保证金的退回。2018—2020年，保利置业经营活动现金流出持续增长，年均复合增长46.16%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金持续增长，年均复合增长12.28%；支付其他与经营活动有关的现金持续增长，年均复合增长82.20%，主要为参与拍地所支付的土地保证金。2018—2020年，保利置业经营活动现金净额分别为21.74亿元、-7.69亿元和-6.58亿元，2019年开始持续净流出。

从投资活动来看，保利置业投资活动现金流规模整体较小，2018—2020年，保利置业投资活动现金流入波动增长，年均复合增长269.01%；

投资活动现金流出持续下降，年均复合下降65.26%。2018—2020年，保利置业投资活动现金净额分别为-6.12亿元、3.79亿元和3.80亿元。

从筹资活动来看，2018—2020年，保利置业筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长5.77%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出持续下降，年均复合下降5.62%，主要为偿还债务支付的现金。2018—2020年，保利置业筹资活动现金净额分别为16.17亿元、63.16亿元和65.63亿元，筹资活动净流入规模持续扩大。

2021年1—3月，保利置业经营活动现金流量净额为27.73亿元，投资活动现金流量净额为0，筹资活动现金流量净额为-7.58亿元。

(6) 偿债能力

保利置业短期偿债能力强，长期偿债能力较弱，且存在一定的或有负债风险，但考虑到其股东背景、品牌影响力以及较强的融资能力，保利置业偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，保利置业流动比率分别为140.10%、163.37%和157.81%，波动增长；速动比率分别为43.96%、56.98%和58.73%，持续提高；保利置业流动资产对流动负债的保障程度较高。2018—2020年末，保利置业现金短期债务比分别为1.45倍、2.97倍和2.16倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，保利置业短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，保利置业EBITDA分别为43.78亿元、24.37亿元和47.08亿元，波动增长。2020年，保利置业EBITDA同比增长93.22%，主要系利润总额增长所致；从构成看，主要由折旧（占5.38%）、计入财务费用的利息支出（占20.08%）和利润总额（占74.11%）构成。2018—2020年，保利置业EBITDA利息倍数分别为2.00倍、0.99倍和1.57倍，波动下降，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA分别为8.00倍、18.72倍和11.94倍，波动增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度较低。整体看，保利置业长期债务偿

债能力较弱。

截至2021年3月底，保利置业对外担保（不含为购房人按揭贷款提供的阶段性担保）35.26亿元，全部为对合营联营企业以及合营联营企业子公司的担保，占期末净资产的23.78%，对外担保比例较高。

截至2021年3月底，保利置业作为被告的未决诉讼涉案金额合计超过20亿元，保利置业有一定的或有负债风险。

截至2021年3月底，保利置业获得银行授信684.30亿元，其中未使用额度197.62亿元。

（7）过往债务履约情况

根据保利置业提供其本部的中国人民银行企业信用报告（中征码：3101140001044335），截至2021年4月1日，保利置业已结清和未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

根据保利置业过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，保利置业无逾期或违约记录，履约情况良好。

（8）母公司财务分析

保利置业母公司作为资金归集平台，资产主要为货币资金、其他应收款和长期股权投资；母公司负债率高，盈利主要来自对子公司的投资收益，现金流净流入规模较大。

截至2020年底，母公司资产总额344.61亿元，较上年底增长48.57%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。其中，流动资产290.78亿元（占84.38%），非流动资产53.83亿元（占15.62%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占58.15%）和其他应收款（占41.68%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.50%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为169.08亿元，母公司货币资金规模大。

截至2020年底，母公司负债总额287.39亿元，较上年底增长59.03%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债269.39亿元（占比93.74%），非流动负债18.00亿元（占比6.26%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占96.65%）构成，非流动负债全部为长期借款。截至2020年底，母公司全部债务26.80亿元。其中，短期债务占32.84%，长期债务占67.16%。截至2020年底，母公司资产负债率为83.40%，母公司全部债务资本化比率为31.90%，债务负担重。

截至2020年底，母公司所有者权益为57.22亿元，较上年底增长11.68%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为22.00亿元（占38.45%）、资本公积合计6.63亿元（占11.59%）、未分配利润合计25.19亿元（占44.02%）、盈余公积合计3.40亿元（占5.94%），权益稳定性一般。

2020年，母公司营业收入为1.63亿元，利润总额为5.98亿元。同期，母公司投资收益为5.31亿元，盈利主要来自对子公司的投资收益。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为42.65亿元，投资活动现金流净额7.71亿元，筹资活动现金流净额18.96亿元。

（9）综合评价

保利置业作为保利集团房地产板块两大运营主体之一，股东背景强，可售资源充足。同时，联合资信也关注到保利置业在建、拟建项目投资敞口大；西南区域所布局的部分城市存货存在大额减值，对利润侵蚀严重，并存在一定去化压力；债务负担重等因素对保利置业信用状况带来的不利影响。

未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，保利置业收入及利润规模有望有所提升。

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

保利租赁股东背景良好，建立了比较健全的风险管理制度，因其丧失履约能力而使本期资产支持票据发生违约的风险较小。

保利租赁系由保利投资控股有限公司（以下简称“保利投资”）和瑞利达（香港）有限公司共同投资设立，于 2015 年 3 月 12 日在深圳市市场监督管理局登记注册成立，注册资本为 20000 万元人民币。2015 年 6 月 29 日，瑞利达（香港）有限公司将其持有保利租赁的股权转让给贵明投资（中国）有限公司。转让后股权结构为：保利投资持股比例 65%，贵明投资（中国）有限公司持股比例 35%。截至 2020 年末，保利租赁注册资本为 5.00 亿元。

保利租赁的营业范围为：租赁业务；融资租赁业务；向国内外购买租赁资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；商业保理业务及相关咨询业务。截至 2020 年末，保利租赁资产总额 14.15 亿元，负债总额 10.62 亿元，所有者权益 3.52 亿元。2020 年，保利租赁实现营业收入 6633.24 万元，较上年下降 50.17%，主要系 2019 年以来市场流动性逐渐充裕，集团内各板块融资成本明显下降，导致保利租赁利差收窄所致；实现利润总额-1737.27 万元。截至 2021 年 3 月末，保利租赁总资产 13.93 亿元，总负债 10.56 亿元。

保利租赁已建立了相应的风险控制体系及管理制度以控制相关风险。具体来看，风险防范主要通过严格审查买方的历史履约情况；严格审查卖方的资信情况；审核买卖双方的关系；严格执行统一制定的操作流程，落实通知程序，使用统一的业务协议文本、凭证文件和业务联络文件；办理融资型国内保理业务，必须以应收账款的绝对有效转让为基本前提；加强日常的合规管理和动态风险监控；应根据卖方和买方的资信状况、业务需求及进展来控制 and 调整额度的使用，对于资信下降或有不良付款记录的，应及时调减额度或停止使用额度。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是交通银行股份有限公司山东省分行。交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）资产规模大，财务状况稳健。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

交通银行始建于 1908 年，是中国历史最悠久的银行之一，也是近代中国的发钞行之一。1987 年 4 月 1 日，重新组建后的交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，总行设在上海。2005 年 6 月交通银行在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。

截至 2020 年末，交通银行资产总额 106976.16 亿元，股东权益合计 8786.28 亿元。2020 年交通银行共实现营业收入 2462.00 亿元，净利润 795.70 亿元。截至 2020 年末，交通银行不良贷款率 1.67%；资本充足率 15.25%，一级资本充足率 12.88%，核心一级资本充足率 10.87%。截至 2020 年末，交通银行托管规模 10.33 万亿元，较上年末增长 9.97%。

交通银行已建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层、业务部门、风险管理部门和内审部门在风险管理中的职责分工，多层次、相互衔接、有效制衡的风险治理机制稳健运行。

3. 受托人/发行载体管理机构

交银国信股东背景良好，拥有稳健的财务实力，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。

交银国信成立于 1981 年 6 月，原名为湖北省国际信托投资公司，注册资本 1 亿元人民币。后历经多次股权变更，截至 2020 年末，交银国信注册资本 57.65 亿元人民币，交通银行持有 85% 的股份，湖北省交通投资集团有限公司持有 15% 的股份。

交银国信经营业务主要分为信托业务和自营业务。信托业务是其主营业务和重要收入来源，业务范围包括资产管理类业务、财富管理类业务和受托管理类业务。截至 2020 年末，交银国信存续信托项目 897 个，存续受托规模

5994.42 亿元。

截至 2020 年末，交银国信资产总额为 183.02 亿元，负债总额 49.98 亿元，所有者权益总额 133.04 亿元。2020 年，交银国信实现营业收入 22.66 亿元，实现利润总额 16.18 亿元。

七、法律风险分析

北京金诚同达律师事务所（以下简称“金诚同达”）为本交易出具相关法律意见。基于其法律意见，联合资信认为各参与方均具有参与本交易的相应法律资格；基础资产转让安排合法有效。

本期资产支持票据是根据《民法典》《公司法》《信托法》《合同法》《信托公司管理办法》《管理办法》等相关法律、行政法规、部门规章、规范性文件，以及交易商协会发布的《资产支持票据指引》《工作规程》《信息披露规则》《募集说明书指引》《中介服务规则》等相关规则指引设立。

金诚同达出具的《关于保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保理置业供应链资产支持票据之法律意见书》显示，发起机构保理租赁具有非金融企业法人资格和交易商协会会员资格，主要历史沿革合法合规，依法有效存续，具备作为发起机构的主体资格；发起机构关于本项目的董事会决议的内容合法有效，尚需取得交易商协会的备案后发行资产支持票据。《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。基础资产方面，金诚同达对基础资产进行了全部核查，认为在发起机构根据

保理合同的约定向原始债权人支付应收账款转让对价后，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；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。

此外，金诚同达认为，本项目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；本项目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；本项目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；本项目已按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制。本项目的信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害国家利益、社会公共利益及集体利益，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。本项目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等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析。

本次交易基础资产池包含 53 笔应收账款债权，直接债务人均均为保利置业控股子公司，共同债务人为保利置业。保利置业信用水平极高，履

约能力极强，其作为共同债务人有效保障了基础资产质量，从而对优先级票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，在优先级票据发行利率不超过 4.10%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 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 4.10%的情

形。

综合上述因素，联合资信评定“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下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预期到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 保利置业集团有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	174.56	233.68	303.24	322.89
资产总额 (亿元)	977.24	1116.39	1393.48	1375.26
所有者权益 (亿元)	127.34	120.94	147.86	148.31
短期债务 (亿元)	120.21	78.66	140.48	81.41
长期债务 (亿元)	230.27	377.56	421.82	475.71
全部债务 (亿元)	350.48	456.22	562.30	557.13
营业收入 (亿元)	204.03	243.68	247.70	16.77
利润总额 (亿元)	32.78	13.61	34.89	5.04
EBITDA (亿元)	43.78	24.37	47.08	--
经营性净现金流 (亿元)	21.74	-7.69	-6.58	27.73
财务指标				
流动资产周转次数 (次)	0.24	0.26	0.21	--
存货周转次数 (次)	0.23	0.28	0.22	--
总资产周转次数 (次)	0.22	0.23	0.20	--
现金收入比 (%)	115.18	103.89	125.80	253.50
营业利润率 (%)	23.87	17.84	22.27	18.84
总资本收益率 (%)	7.03	1.92	4.35	--
净资产收益率 (%)	20.26	2.61	14.49	--
长期债务资本化比率 (%)	64.39	75.74	74.04	76.23
全部债务资本化比率 (%)	73.35	79.05	79.18	78.98
资产负债率 (%)	86.97	89.17	89.39	89.22
流动比率 (%)	140.10	163.37	157.81	171.07
速动比率 (%)	43.96	56.98	58.73	56.38
经营现金流动负债比 (%)	3.51	-1.25	-0.80	--
现金短期债务比 (倍)	1.45	2.97	2.16	3.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	0.99	1.57	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.00	18.72	11.94	--

注：1. 保利置业 2020 年底其他应付款中有息债务部分已经调整至短期债务核算；2. 2018 年财务数据为追溯调整之后的数据；3. 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信依据保利置业审计报告及财务报告整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

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

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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。其中：一等为投资级，包括AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}级；二等为投机级，包括BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}级；三等为破产级，包括C_{pi}级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

信用等级设置	含 义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

注：除 AAA_{pi}级和 CCC_{pi}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级

附件 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
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

联合资信评估股份有限公司关于 保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链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有关业务规范，联合资信将在“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等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。

保利融资租赁有限公司/交银国际信托有限公司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，包括但不限于资产服务报告、受托人报告、年度财务报告以及影响信托财产或“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构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“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”相关信息，如发现“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如保利融资租赁有限公司/交银国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“保利融资租赁有限公司 2021 年度第二期保利置业供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与保利融资租赁有限公司/交银国际信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。