

联合资信评估股份有限公司

承 诺 书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月二十七日



信用评级公告

联合〔2021〕388号

联合资信评估股份有限公司通过对“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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

二〇二一年一月二十七日

明珠商业保理有限公司2021年度第二期明静资产支持票据 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	99790.00	99.99	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10.00	0.01	NR
合计	99800.00	100.00	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 1 月 27 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

明珠保理/委托人/发起机构/资产服务机构/保理商：明珠商业保理有限公司

债务人：保利发展及/或保利发展子公司

共同债务人/保利发展：保利发展控股集团股份有限公司

受托人/受托机构/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司

资金保管机构：中国工商银行股份有限公司广州分行
牵头主承销商/簿记管理人/平安银行：平安银行股份有限公司

联席主承销商/工商银行：中国工商银行股份有限公司

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

优先级资产支持票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级资产支持票据预期到期日：2022 年 1 月 28 日

法定到期日：自信托生效日起【24】个月届满之日

评级时间

2021 年 1 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本次交易基础资产池包含 188 笔应收账款债权，债务人为保利发展子公司。保利发展信用等级为 AAA_{pi}¹，评级展望为稳定，其作为共同债务人出具《债务加入确认书》，承诺对应收账款到期日当天尚未偿还的余额部分履行无条件到期清偿义务，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。

同时，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 3.70% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 3.70% 的情形。

综合上述因素，联合资信确定“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. **基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享

¹ “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。

共同债务人主要财务数据:

保利发展控股集团股份有限公司 (合并口径)				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	680.69	1134.69	1394.92	1227.41
资产总额 (亿元)	6976.35	8464.94	10332.09	11479.00
所有者权益 (亿元)	1581.63	1864.94	2295.22	2531.59
短期债务 (亿元)	308.53	533.55	742.87	718.23
长期债务 (亿元)	1751.56	2149.39	2035.90	2378.10
全部债务 (亿元)	2060.09	2682.94	2778.77	3096.32
营业收入 (亿元)	1466.23	1945.14	2359.34	1174.04
利润总额 (亿元)	257.16	357.80	505.31	244.15
EBITDA (亿元)	299.98	413.17	563.94	--
经营性净现金流 (亿元)	-292.61	118.93	391.55	-181.58
营业利润率 (%)	22.52	24.19	25.70	26.81
净资产收益率 (%)	12.45	14.02	16.36	--
资产负债率 (%)	77.33	77.97	77.79	77.95
全部债务资本化比率 (%)	56.57	58.99	54.76	55.02
流动比率 (%)	177.76	172.28	156.23	159.95
经营现金流流动负债比 (%)	-8.04	2.67	6.53	--
现金短期债务比 (倍)	2.21	2.13	1.88	1.71
全部债务/EBITDA (倍)	6.87	6.49	4.93	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.17	2.97	3.87	--

注: 保利发展 2020 年 1—9 月财务数据未经审计

分析师:

刘宇辰 高北辰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

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, 并且不享有商业纠纷抗辩权。

2. **共同债务人保利发展信用水平极高。**保利发展作为国有控股的大型房地产上市企业, 其股东背景雄厚、规模优势突出, 具备很强的综合竞争力和品牌影响力, 整体偿债能力极强, 其作为基础资产的共同债务人有效保障了基础资产质量, 对优先级资产支持票据具有主要的信用支撑作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若本期优先级资产支持票据发行利率高于 3.70%, 或发行后相关费率高于本报告披露的各项费率, 基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
2. **房地产行业调控趋于长期化, 2020 年爆发的新冠疫情对行业形成一定负面冲击。**房地产行业调控政策趋于长期化, 未来房地产市场运行存在一定不确定性; 此外, 2020 年爆发的新冠疫情对行业形成一定负面冲击。
3. **保利发展在建及拟建项目存在较大的资金需求。**保利发展在建房地产项目及拟建房地产项目体量较大, 未来的资金需求也较大。

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

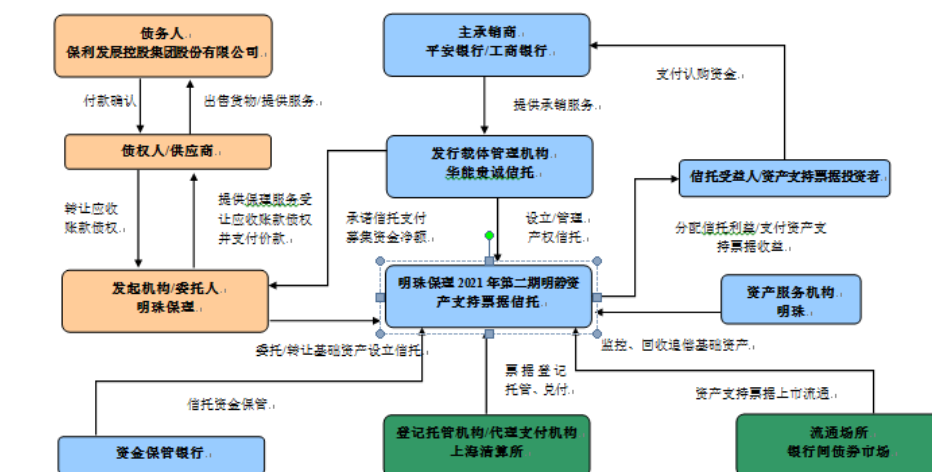
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构明珠商业保理有限公司（以下简称“明珠保理”）将其合法拥有、依法可以转让的每一笔应收账款债权及其附属权益²作为基础资产，采取特殊目的载体机制，将基础资产信托给受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”），设立“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据信托”（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债务人保利发展子公司出具的《买方确认函》及共同债务人保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）出具的《债务加入确认书》予以确认。

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

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为人民币 99800.00 万元。其中，优先级票据发行规模为 99790.00 万元，次级票据为 10.00 万元。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【1】月【28】日，还本付息方式为到期一次性还本付息；次级票据不设票面利率，享有最终剩余收益。本信托法定到期日为自信托生效日起【24】个月届满之日。

表 1 资产支持票据概要（单位：万元、%）

票据名称	金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级票据	99790.00	99.99	2022 年【1】月【28】日	到期一次性还本付息
次级票据	10.00	0.01	2022 年【1】月【28】日	到期享有剩余收益
合计	99800.00	100.00	--	--

资料来源：联合资信整理

² 附属权益：系指附属担保权益和其他附属权益的统称，其中，就每一笔应收账款债权而言，附属担保权益系指基础合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障作用的权益；其他附属权益系指与应收账款债权有关的、为委托人的利益

而设定的其他权益，包括但不限于基于应收账款债权产生的违约金、赔偿金、滞纳金等其他收益

3. 基础资产合格标准

本交易制定了较为明确、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，入池基础资产在初始起算日和信托财产交付日需符合以下入池标准：

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

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

(5) 原始债权人与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) 原始债权人已将应收账款债权转让予保理商的事宜向债务人发出《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及/或共同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，并且不享有商业纠纷抗辩权。确权文件在适用法律下均合法、有效；

(8) 该笔应收账款债权不存在属于预付款

或质保金的情形；

(9) 债务人在基础合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务质量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信托终止日，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) 发起机构真实、合法、有效并完整地拥有自原始债权人处受让的应收账款债权，权属明确，可以依法转让，不存在法律法规禁止转让的情形；

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

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

(17) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(18) 每一期资产中关联交易额不超过当期资产总额的 50%（关联交易指存在关联关系的各方之间的交易，关联关系界定以原始债权人是否

为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,如原始债权人不是共同债务人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、共同债务人不具有关联关系)。

本交易设置不合格基础资产赎回机制,机制一旦触发将引致相应基础资产的赎回。

在信托期限内,如明珠保理、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,明珠保理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华能贵诚信托书面确认,明珠保理应于华能贵诚信托确定赎回价格⁴后的 2 个工作日(含该日)或支付日前 4 个工作日(以属早到期日为准)内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托保管专户。

4. 现金流收付机制

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

(1) 现金流归集

本交易设有信托保管专户,用以记录货币类信托财产的收支情况。

自信托生效日(含该日)起,资产服务机构明珠保理或资产服务机构委托的第三方应于每个提示付款日⁵下午三点前向债务人、共同债务人提示付款并确认债务人和/或共同债务人拟付款情况。

自信托生效日(含该日)起,债务人应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于每个债务人还款日(即应收账款到期日⁶前第一个工作日)下午三点前支付至信托保管专户;若债务人未在应收账款到期日的前一个工作日下午三点向信托保管专户足额划付于应收账款的未偿价款余额,共同债务人保利发展应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于共同债务人还款日(即每个应收账款到期日)十二点前支付至信托保管专户。

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

(2) 分配资金划付

信托终止前信托财产的分配

受托人应于每一个信托利益核算日⁷后的第一个支付日将信托保管专户内的信托资金按以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付,且所差金额应按以下顺序在下一期支付):

(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(包括以往各期未付金额,如有)及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期未付金额,如有);

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

(d) 支付资产服务机构的服务报酬(如有);

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

⁴ 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)

⁵ 提示付款日:系指资产服务机构或资产服务机构委托的第三方在每个应收账款到期日前【30 个工作日、10 个工作日、5 个工作日】分别向债务人和/或

共同债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间之日

⁶ 应收账款到期日:系指确权文件中所载的各笔应该收账款到期日,系指支付日前第 4 个工作日,其中,支付日系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

⁷ 信托利益核算日:系指每个支付日前的第 3 个工作日

- (e) 支付优先级票据的当期利息;
- (f) 支付优先级票据的本金,直至优先级票据的本金清偿完毕;
- (g) 支付次级票据的本金,直至次级票据的本金清偿完毕;
- (h) 剩余信托财产全部作为次级票据的收益按信托财产原状分配方式分配给次级票据持有人。

信托终止后信托财产的分配

在信托终止日后,受托人应将清算所得的信托资金按以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付):(a) 向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费(如有);(b) 支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用;(c) 同顺序按比例支付

受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额(包括以往各期末付金额,如有)及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期末付金额,如有);(d) 同顺序按比例支付①受托人的报酬(如有,自信托成立日起届满 12 个月的对日(含该日)起计算);②替代资产服务机构(如有)的报酬;③支付代理机构的报酬;④审计机构的报酬(如有);⑤召开资产支持票据持有人会议而产生的相关费用(如有);⑥执行费用(如有);⑦其他应由信托财产承担的费用(如有);(e) 支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬(如有);(f) 支付优先级票据的利息(包括以往各期应付未付的优先级票据利息,如有);(g) 支付优先级票据的本金,直至优先级票据的本金清偿完毕;(h) 剩余信托财产作为次级票据的本息全部按信托财产的原状分配给次级票据持有人。

二、交易结构分析

1. 债务加入

共同债务人保利发展整体偿债能力极强,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取得由共同债务人保利发展出具的《债务加入确认书》,保利发展同意作为共同债务人分别对每一笔应收账款进行债务加入,并在应收账款到期日当天针对进行债务加入的应收账款向信托账户足额清偿。同时,保利发展确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利,同意相应账款到期支付不附条件。

考虑到保利发展作为国有控股的大型房地产上市企业,其股东背景雄厚、规模优势突出,具备很强的综合竞争力和品牌影响力,整体偿债能力极强,其作为基础资产的共同债务人有效保障了基础资产质量,从而对本期优先级票据起到

主要的信用支撑作用。

2. 利率风险

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

本期基础资产所对应的应收账款余额为本期优先级票据募集总额的 103.86%,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。本期优先级票据预期到期日为 2022 年【1】月【28】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率不超过【3.70】%、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

本期资产池涉及的基础资产均为供应商与保利发展子公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 188 笔，应收账款余额共计 103657.22 万元，共涉及 98 户债务人，121 户债权人。本期入池资产中涉及关联交易，详见下文。

表 2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	103657.22
应收账款笔数（笔）	188
债务人户数（户）	98
债权人户数（户）	121
单笔应收账款最小余额（万元）	8.30
单笔应收账款最大余额（万元）	4840.87

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

基础资产池入池应收账款主要为工程施工类。

从应收账款形成的来源来看，入池的应收账款为工程施工类（占 96.61%）、材料设备采购类（占 2.41%）和设计类及咨询服务类（占 0.98%）。

表 3 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元、%）

种类	笔数	应收账款余额	金额占比
工程施工类	146	100146.12	96.61
材料设备采购类	29	2493.56	2.41
设计类及咨询服务类	13	1017.53	0.98
合计	188	103657.22	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产整体集中度一般。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 3000.00 万元（不含）以上的合计金额占入池应收账款总额的 32.85%，基础资产整体集中度一般。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
[0,500)	142	17429.83	16.81
[500,1000)	12	8442.64	8.14
[1000,1500)	13	15211.12	14.67
[1500,2000)	4	6296.23	6.07
[2000,2500)	4	8562.81	8.26
[2500,3000)	5	13665.64	13.18
3000 以上	8	34048.94	32.85
合计	188	103657.22	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 债务人集中度分布

基础资产池涉及的债务人均为保利发展子公司，债务人集中度一般。

从基础资产债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 98 户保利发展子公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 7718.02 万元，占 7.45%；前五大债务人应收账款余额共计 32473.85 万元，占 31.33%，债务人集中度一般。具体情况如下。

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
佛山市保利顺源房地产有限公司	3	7718.02	7.45
湖南保美置业有限公司	2	7119.80	6.87
天水保利发展投资有限公司	2	6939.51	6.69
清远保泓置业有限公司	2	5855.64	5.65
兰州天乾实业投资有限公司	1	4840.87	4.67
合计	10	32473.85	31.33

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 债权人集中度分布

基础资产池债权人集中度较高。

从债权人集中度分布情况来看，基础资产池共涉及 121 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 22358.47 万元，占 21.57%；前五大债权人应收账款余额共计 68725.53 万元，占 66.30%，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
中建三局集团有限公司	9	22358.47	21.57
中建五局第三建设有限公司	6	15114.68	14.58

中国建筑一局（集团）有限公司	10	12293.63	11.86
中国建筑第五工程局有限公司	9	11240.73	10.84
中国建筑第四工程局有限公司	3	7718.02	7.45
合计	37	68725.53	66.30

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6. 关联资产分布

入池基础资产中，债权人广东名门锁业有限

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、广州保利数码科技有限公司和德才装饰股份有限公司与债务人具有关联关系，涉及入池的应收账款余额 7817.98 万元，占入池应收账款总额的 7.54%。

四、定量分析

本交易基础资产池涉及的共同债务人保利发展主体信用水平极高，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足额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持续关注。

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，本交易每笔应收账款均取得由共同债务人保利发展出具的《债务加入确认书》。

联合资信根据入池资产的相关资料，包括共同债务人的股东背景、经营、财务等资料，结合共同债务人所属区域经济发展情况、行业景气度等外部因素做了相关信用评级。本次基础资产池涉及的共同债务人保利发展的信用等级为 AAA_{pi}，与优先级票据的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了在优先级票据发行利率不超过 3.70%、簿记建档服务费为本交易发行规模的 0.014%、登记托管费及兑付清算费率为优先级票据兑付本息的 0.005%、本交易增值税税率为 3%（另附加税费包括 7%的城市维护建设税、

3%的教育费附加和 2%的地方教育费附加）的情况下，应收账款偿付安排对优先级票据到期预期支出的保障程度。假设本期优先级票据设立日为 2021 年 2 月 3 日，预期到期日为 2022 年 1 月 28 日，存续期间为 359 天，假定优先级票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值，测算的保障比率如下表所示。

表 7 不同预期收益率下优先级票据的保障倍数
(单位：%、万元、倍)

优先级票据 预期收益率	预期支出	保障倍数
3.50	103370.20	1.0028
3.60	103468.35	1.0018
3.70	103566.51	1.0009

注：预期支出=优先级票据本金*(1+预期收益率*(存续期间/365))+由信托财产承担的合计费用；上述费用包含增值税及附加 125.83 万元，簿记建档服务费 0.014%，登记托管费及兑付清算费率 0.005%；保障倍数=基础资产现金流入/预期支出

资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级票据发行时确认的收益率不高于 3.70%，信托财产承担的各项税费及费用不超过上文列示的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度在 1.00 倍（含）以上，基础资产回收现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对未来的发行利率保持持续关注。

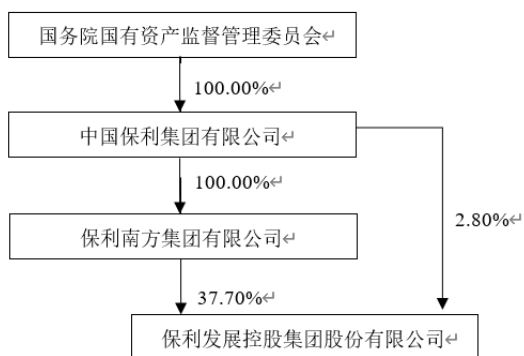
五、共同债务人信用分析

1. 企业概况

保利发展前身系广州保利房地产开发公司（以下简称“广州保利地产”），是由中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）全资子公司保利南方集团有限公司（原名“保利科技南方公司”，以下简称“保利南方集团”）全额出资，于1992年9月在广州市工商行政管理局注册成立的全民所有制企业，成立时注册资本为1000万元。2002年3月，为突出广州保利地产的核心资产和主业，保利南方集团将其下属主要的房地产开发经营资产和业务纳入广州保利地产，同时将广州保利地产的非房地产开发经营资产和业务剥离。2002年8月，保利发展改制为股份有限公司，名称变更为“保利房地产股份有限公司”。2006年7月，保利发展在上海证券交易所上市，证券代码600048，股票简称“保利地产”。2018年10月，保利发展名称变更为现名。

截至2020年9月末，保利发展控股股东为保利南方集团，持有37.70%的股权，保利集团直接及间接持有40.50%的股权，保利发展实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图2 截至2020年9月末保利发展股权结构图



资料来源：保利发展提供

保利发展经营范围：项目投资；房地产开发经营；物业管理；房屋租赁；建筑物拆除（不含爆破作业）；房屋建筑工程设计服务；铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑；建筑工程后期装饰、装修和清理；土石方工程服务；建筑物空调设备、

通风设备系统安装服务；酒店管理；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）。

截至2020年9月末，保利发展内设战略投资发展中心、运营管理中心、成本管理中心、财务管理中心、审计管理中心等14个职能部门截至2019年末，保利发展合并资产总额10332.09亿元，所有者权益2295.22亿元（含少数股东权益735.00亿元）；2019年，保利发展实现营业收入2359.34亿元，利润总额505.31亿元。

截至2020年9月末，保利发展合并资产总额11479.00亿元，所有者权益2531.59亿元（含少数股东权益875.91亿元）；2020年1—9月，保利发展实现营业收入1174.04亿元，利润总额244.15亿元。

保利发展注册地址：广州市海珠区阅江中路688号保利国际广场30-33层；法定代表人：宋广菊。

2. 行业分析

保利发展主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

（1）行业概况

受国家政策导向的影响，房地产投资增速自2016年后有所回升，虽然连续多年保持较高的增速水平，但2019年小阳春以来行业开发投资完成额同比增速持续下降；同时，叠加突发疫情影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2017年，我国房地产开发投资109798.53亿元，同比增长7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增

0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019 年，全国房地产开发投资 132194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1—3 月房地产开发投资完成额累计同比下降 7.70%。

（2）市场供需

土地供应状况

随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2019 年，土地市场整体运行相对平稳，但内部出现结构性分化且自2019年下半年开始土地市场趋冷，而突发疫情加快了上述分化趋势。

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105492 万平方米，同比增长 14%。其中，住宅用地成交面积 38931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，全国土地市场供给及成交双双下滑。2020 年 1—3 月，全国土地购置面积、成交价款分别同比下滑 22.6%和 18.1%。其中一线城市土地成交表现相对较好，二三线城市量价下行明显。

开发资金来源状况

房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向，实施全面的融资政策管理，重点在于对非标等融资方式的管控；2020年以来，地产行业融资边际性改善特征已出现，但主基调仍然保持不变。

2017年，房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156052.62亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00

个百分点。其中，国内贷款25241.76亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50872.21亿元，同比增长3.50%；其他资金79770.46亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48693.57亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23906.31亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年，房地产开发企业到位资金178608.59亿元，同比增长7.6%。其中，国内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

2020年1—3月，房地产开发企业到位资金33565.80亿元，同比下滑13.80%；受疫情影响，虽然央行通过公开市场操作及降准等多种方式释放流动性，地产融资边际性改善已开始显现，但整体融资基调与以往保持不变。

市场供需情况

房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅；2020年以来，受疫情影响，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重

要作用。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。

2018年，全国房地产销售面积171654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52414万平方米，同比减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

2019年，全国房地产销售面积171557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159725.12亿元，同比增长6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状

况优于整体情况，商办类不及预期。

2020年1—3月，全国房地产销售面积21978.3万平方米，同比下降26.3%。其中，住宅销售面积下降25.9%，办公楼销售面积下降36.2%，商业营业用房销售面积下降35.1%。同期，房地产销售额20364亿元，下降26.3%。其中，住宅销售额下降25.9%，办公楼销售额下降36.2%，商业营业用房销售额下降35.1%。

销售价格情况

自2016年调控以来，百城住宅价格指数同比增速不断下行，但二三线城市价格增速仍有一定的下探空间。

从商品房销售价格看，2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中，一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，百城住宅价格指数同比增长5.09%，较2017年有所放缓。其中，一线城市同比增长0.40%、二线城市同比增长7.08%、三线城市同比增长8.71%，均有所放缓。

2019年，百城住宅价格指数同比增长3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的0.40%小幅提升至0.71%、二线城市同比增速由7.08%下降至4.24%、三线城市同比增速由8.71%下降至4.60%。整体看，一、二、三线住宅价格指数同比增速均有不同程度的下滑。

(3) 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和

7.17个百分点；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%。房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

(4) 行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

2019年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6月份以来，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；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。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

（5）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大。

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出。

2019 年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临。

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点

区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

3. 经营分析

（1）经营概况

房地产开发是保利发展收入及利润的最主要来源；得益于房地产项目结转规模增加，保利发展近三年营业收入及净利润呈逐年快速增长态势，盈利能力持续提升，毛利率处于较高水平。

作为国有控股的大型房地产开发企业，保利发展始终坚持以房地产开发为主业。近年来，在“一主两翼”战略实施背景下，保利发展现已形成了以“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。

从经营情况看，2017—2019 年，保利发展营业总收入（含利息收入）分别为 1466.59 亿元、1945.55 亿元和 2359.81 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 26.85%，主要系房地产项目结转规模持续增长所致；净利润分别为 196.94 亿元、261.49 亿元和 375.54 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 38.09%，其增速高于营业收入增速主要系一方面房地产业务毛利率逐年提升，另一方面强化成本费用管理以及投资收益快速增长等因素共同影响所致。

从收入构成来看，房地产开发是保利发展的核心业务板块，其近三年收入占比均在 94% 以上。具体来看，2017—2019 年，保利发展房地产业务收入持续增长，年均复合增长率为 27.58%，主要系结转规模扩大所致。保利发展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，对收入及利润贡献不大（具体情况如下表所示）。

毛利率方面，2017—2019 年，保利发展房地产开发板块毛利率逐年提升，主要系结转项目销售均价提高所致；受折旧成本和人力成本上升等因素影响，其他业务毛利率呈逐年下降态势。综上，受房地产板块毛利提升影响，保利发展近年来主营业务毛利率逐年提升。

表 8 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月保利发展主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	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 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产销售	1374.63	94.05	30.50	1824.98	94.19	32.68	2237.31	95.19	35.38	1070.39	91.75	32.98
其他	86.92	5.95	38.92	112.51	5.81	25.09	113.06	4.81	22.53	96.31	8.25	40.84
合计	1461.55	100.00	31.00	1937.49	100.00	32.24	2350.38	100.00	34.76	1166.70	100.00	33.62

资料来源：保利发展年报

2020年1—9月，保利发展实现营业总收入1174.82亿元，同比增长5.06%；净利润183.27亿元，同比增长4.40%；综合毛利率为33.98%。2020年以来，受疫情影响，房地产项目开竣工部分工期滞后，但由于保利发展积极采取复工复产措施，使得业绩保持稳健增长。此外，随着合作项目增多并陆续进入项目结转期，保利发展实现投资收益24.91亿元，同比大幅增长54.82%。

(2) 房地产开发业务

土地储备

近年来，保利发展坚持“中心城市+核心城市群”的战略布局，通过招拍挂、合作开发、旧城改造、收并购等多元化方式获取土地，其项目资源储备丰富，拿地成本合理，土储质量较好。

近年来，保利发展坚持规模经营、快速周转、稳中求进的经营策略以及成长型企业的定位，以现金流管理为核心，根据市场环境、销售回笼、资源储备等方面情况动态补充土地资源。区域布局上，保利发展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，同时持续深入关注沿海城市及二三线城市的经营机会。土地获取方式方面，保利发展土地获取以公开市场招拍挂方式为主，同时还通过旧城改造、合作开发、产业拓展、兼并收购等灵活的拓展方式以低成本获取项目资源，具备较强的多元化资源拓展能力。

从近年拿地情况看，2017年，保利发展共获取204宗土地；新增土储项目计容面积4520万平方米，同比增长88%；总拿地支出2765亿元，同比增长128%，增幅较大主要系当期加大项目收并购力度所致；新增项目楼面均价为6118元/平方米，土地成本较为合理。拿地方式上，保利发

展通过并购等合作方式获取项目81个，新增容积率面积2190万平方米，为当期总拿地面积的48%。城市能级分布上，一二线城市的拿地面积和金额分别占比63%和82%。

2018年，保利发展保持适度增量的拿地策略，共获取132宗土地，当期拿地面积及拿地金额均较上年有所下降，楼面均价变化不大，土地成本较为合理。拿地方式上，保利发展通过收并购、合作开发、旧城改造、产业拓展等方式获取项目75个，占全年拿地金额及面积的比例分别为54%、58%。城市能级分布上，保利发展持续加大一二线城市及核心城市群的布局，其一二线城市的拿地金额和面积占比分别为74%和61%，且三四线城市新增容积率面积中53%位于珠三角和长三角城市群。

2019年，保利发展共获取127宗土地，拿地支出与新增土储项目楼面均价均较上年有所下降，主要系一方面根据土地市场变化灵活调整投资节奏，另一方面加强成本控制所致。同期，保利发展拿地支出权益占比为71%，区域分布以38个核心城市为主，拿地金额占比达79%。

2020年1—9月，保利发展共获取88宗土地，新增土储项目计容面积及拿地支出分别为1982万平方米和1314亿元，其中38个核心城市拿地金额占比达83%，较上年有所提升；受此影响拿地平均楼面均价为6630元/平方米，较2019年有所上升。具体情况如下表所示。

表 9 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月保利发展获取土地情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
新增土储项目个数 (个)	204	132	127	88
新增土储项目计容 面积(万平方米)	4520	3116	2680	1982
拿地支出(亿元)	2765	1927	1555	1314

新增土储项目楼面均价（元/平方米）	6118	6184	5802	6630
期末可售面积（万平方米）	15052	17234	18852	--

注：上表统计口径为全口径
资料来源：保利发展提供

从可售面积情况看，2017—2019年，保利发展房地产项目可售面积（计容面积部分）规模逐年增长。截至2019年末，保利发展房地产项目可售面积（计容面积部分）为18851.95万平方米，约为2019年签约销售面积的6倍，其可售规模充裕；从城市能级分布来看，以一二线核心城市为主，城市分布较为分散（具体如下表所示）。截至2020年6月末，保利发展房地产项目可售面积（计容面积部分）为18189.38万平方米。整体看，保利发展项目储备资源丰富且质量较好，可为业务的可持续发展奠定坚实基础。

表10 截至2019年末保利发展房地产项目可售面积区域分布情况（单位：万平方米、%）

城市	可售面积	占比
佛山	1263.00	6.70
武汉	1236.19	6.56
广州	1021.90	5.42
成都	1020.99	5.42
青岛	642.05	3.41
重庆	629.80	3.34
长沙	529.58	2.81
沈阳	494.66	2.62
江门	412.46	2.19
合肥	396.33	2.10
南昌	392.08	2.08

表11 2017—2019年及2020年1—9月保利发展房地产开发情况

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
新开工面积（万平方米）	3075	4396	4983	3839
竣工面积（万平方米）	1554	2217	2981	2203

注：上表统计口径为全口径
资料来源：保利发展提供

从在建及拟建项目来看，截至2020年9月末，保利发展在建、拟建项目合计714个，待开发面积7075万平方米，其中38个核心城市占比达83%。整体看，保利发展在建及拟建项目规模较大，可有力保障其房地产业务的持续发展，

太原	359.55	1.91
南京	359.42	1.91
中山	356.03	1.89
清远	347.60	1.84
其他	9390.31	49.81
合计	18851.95	100.00

资料来源：保利发展提供

项目开发

近年来，保利发展持续加大房地产项目开发力度，新开工面积逐年快速增长。保利发展在建及拟建项目规模较大，可有力保障其房地产业务的持续发展，但同时其未来的资金需求也较大。

近年来，保利发展坚持快速周转的开发策略。开发模式上，保利发展较多的采用与其他开发商合作开发的模式，在有效缓解资金压力的同时达到规模经营的目标。在合作开发的项目中，以保利发展操盘并表的形式为主。开发产品方面，保利发展以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业。

2017—2019年，保利发展持续加大房地产项目开发力度，新开工面积呈逐年增长态势，年均复合增长27.30%，受此影响，竣工面积持续增长。2020年1—9月，保利发展新开工面积及竣工面积分别为3839万平方米和2203万平方米，同比分别增长4.47%和27.86%。得益于二季度以来保利发展及时加快重点项目的复工复产，其前三季度新开工面积与竣工面积同比仍有所增长。具体情况如下表所示。

但同时其未来的资金需求也较大。

项目销售

近年来，保利发展销售规模呈逐年快速增长态势，市场占有率逐年提升。区域布局以一二线核心城市及部分重点城市群的强三线城

市为主，其城市深耕效果显著。

销售方面，保利发展在获取项目时即制定前期营销方案建议书。通过对区域市场、竞争格局、目标客户行为特点等进行深入研究，营销部门与设计团队、施工管理团队共同确定项目总体规划以及项目定位。在销售模式方面，保利发展通常采用双销售代理模式，除通过下属的房地产销售代理公司组织销售之外，还引入区域内一家有实力的房地产中介进行合作，以更好地推进项目销售。区域定位方面，经过多年的发展和积累，保利发展已形成了完善的全国化产业布局优势，完成了以中心城市为核心，以城市群、都市圈为延展的区域布局结构。产品定位方面，保利发展坚持以中小户型普通住宅为主的产品策略，聚焦刚性需求与改善性需求。此外，保利发展还积极参与优质商用物业和保障性住房的开发建设。目前，保利发展已逐渐形成了康居Health、善居Quality和尊居Glory三大产品系列，覆盖中高端住宅、公寓等多种物业形态，并结合业主全龄段需求推出“全生命周期居住系统”。商业物业则涵盖写字楼、酒店、商贸会展、购物中心等。定价模式上，保利发展根据项目实际情况，采取以市场导向为原则的定价策略，保持合理的产品性价比，通过高品质的产品与合理的市场价格获取竞争优势。

具体销售情况方面，得益于完善的业务布局、清晰的产品定位、合理的营销规划和品牌声誉，保利发展近三年协议销售面积和协议销售均价呈逐年增长态势，销售金额亦随之逐年快速增长。受此影响，保利发展销售规模稳居行业前五、央企房地产企业第一。分城市销售情况来看，2019年，保利发展在全国11个城市中销售金额排名当地第一，25个城市销售金额排名前三，其中在广州市实现销售金额超420亿元，佛山、武汉和北京市超200亿元，福州、西安、三亚等城市突破100亿元，保利发展聚焦的38个核心城市2019年销售金额占比达77%，其核心城市深耕效果显著。

销售回款方面，近年来，为应对行业资金面收紧风险，保利发展通过将回笼指标纳入业绩考核、建立回笼动态监控机制、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。2017—2019年，保利发展销售回款率逐年提升（具体情况如下表所示）。

2020年1—9月，为应对新冠疫情带来的冲击，保利发展通过采取搭建线上销售体系和多渠道销售等措施保障项目的正常销售。同期，保利发展实现签约金额3674亿元，同比增长5.94%，销售规模位列行业前五；销售均价稳步提升。（具体情况如下表所示）。

表 12 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月保利发展房地产销售情况

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
协议销售面积（万平方米）	2242	2766	3123	2444
协议销售金额（亿元）	3092	4048	4618	3674
协议销售均价（万元/平方米）	1.38	1.46	1.48	1.50
结转面积（万平方米）	1385	1519	1766	--
结转收入（亿元）	1375	1825	2237	1070
销售回款率（%）	86	88	93	90

注：上表销售数据统计口径为全口径，结转面积及结转收入数据为并表口径
资料来源：联合资信根据保利发展年报整理

结转方面,2017—2019年,保利发展结转收入金额持续增长,主要系结转单价提升以及结转面积增长共同影响所致。从结算收入的区域分布情况来看,2017—2019年,华南区域和华东区域保持较大的结算金额,其合计结算金额占比均在50%以上,其次为西部区域、中部区域和华北区域,其合计结算金额占比在30%~40%左右,海外区域对保利发展的收入贡献很低。

(3) 其他业务

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

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

保利发展综合服务业务主要包括物业管理业务、销售代理业务和商业管理业务。

保利发展物业管理业务主要由保利物业服务股份有限公司(以下简称“保利物业”)运营。2019年12月,保利物业于香港联交所主板上市(股票代码:06049.HK),募集资金规模达53.82亿港元。2019年,保利物业实现营业收入59.67亿元,同比增长41.1%,净利润5.03亿元,同比增长49.7%。截至2020年6月末,保利物业在管面积达3.17亿平方米,合同面积达4.93亿平方米,物业管理签约项目1647个。2020年1—6月,保利物业实现营业收入36.01亿元,同比增长27.6%,净利润4.11亿元,同比增长28.0%。根据中国指数研究院2020年的综合实力排名,保利物业在中国物业服务百强企业中排名第三,央企物管公司中排名第一。截至2021年1月8日,保利物业市值为364亿港元。

销售代理业务方面,该业务主要由合富辉煌(中国)房地产顾问有限公司(以下简称“合富中国”)运营。截至2020年6月末,合富中国销售代理业务已覆盖全国200多个城市,代理项目

近2000个,代理销售规模2300亿,市场竞争力持续提升。

商业管理板块方面,截至2020年6月末,保利发展商业管理面积达287万平方米,管理业态包括购物中心、酒店、会展和公寓等,并以轻资产模式实现品牌及管理输出。

在不动产金融业务方面,截至2020年6月末,保利发展在管基金管理规模超1300亿元,其中信保(天津)股权投资基金管理有限公司多次被评为“中国房地产基金十强”。

(4) 外部支持

保利发展作为保利集团旗下地产业务的核心运营平台,可在资源整合、资金支持等方面得到保利集团的大力支持。

在资源整合方面,2016年,保利发展把握央企整合契机,在保利集团的统筹安排下,承担了与中国航空工业集团公司(现更名为中国航空工业集团有限公司,以下简称“中航集团”)旗下中航地产股份有限公司(以下简称“中航地产”;现更名为招商局积余产业运营服务股份有限公司,股票代码001914.SZ)的整合工作。截至2017年末,保利发展已完成对中航地产旗下20个地产项目的收购。上述地产项目主要分布在广州、南京、成都等10多个城市,合计规划计容面积约910万平方米。2018年,保利发展收购了保利(香港)控股有限公司(以下简称“保利香港控股”)50%股权,基本完成了对保利集团境内房地产业务的整合。同年,保利发展全资子公司保利地产投资顾问有限公司(以下简称“保利顾问”)与合富辉煌集团控股有限公司(以下简称“合富辉煌”)完成股权整合,双方一二手物业代理业务融合发展。

在资金支持方面,保利集团通过集团借贷等方式给予保利发展资金支持。2017—2019年及2020年1—6月,保利发展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79.12亿元、87.75亿元、115.23亿元和127.58亿元。此外,在品牌共享方面,由于保利集团有较高的信誉度,借助保利集团的品牌和社会影响力有利于保利发展快速扩张。截至2019年末,保利

发展品牌价值达883.66亿元，连续十年获“中国房地产行业领导公司品牌”，位列福布斯世界500强第245位。

4. 财务分析

(1) 财务概况

保利发展提供了2017—2019年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，保利发展2020年1—9月财务报表未经审计。保利发展执行财政部颁布的最新企业会计准则。合并范围方面，根据保利发展审计报告披露的主要合并范围变动情况来看，2017年保利发展合并财务报表范围净增加151家子公司；2018年，合并财务报表范围净增加78家子公司；2019年，合并范围净增加109家子公司；2020年1—9月，合并范围净增加71家子公司；截至2020年9月末，保利发展纳入合并范围的子公司数量882家。近年来，保利发展合并范围新增子公司数量较多，但主要为房地产项目公司，其合并范围的变化对财务数据可比性影响不大。

截至2019年末，保利发展合并资产总额10332.09亿元，所有者权益2295.22亿元（含少数股东权益735.00亿元）；2019年，保利发展实现营业收入2359.34亿元，利润总额505.31亿元。

截至2020年9月末，保利发展合并资产总额11479.00亿元，所有者权益2531.59亿元（含少数股东权益875.91亿元）；2020年1—9月，保利发展实现营业收入1174.04亿元，利润总额244.15亿元。

(2) 资产质量

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

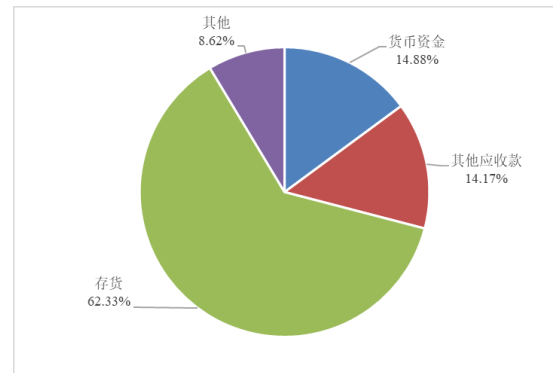
2017—2019年，保利发展合并资产总额持续增长，年均复合增长21.70%，主要系流动资产增长所致。截至2019年末，保利发展合并资产总额

10332.09亿元，较年初增长22.06%。其中，流动资产占90.68%，非流动资产占9.32%。保利发展资产以流动资产为主。

流动资产

2017—2019年末，保利发展流动资产连续增长，年均复合增长20.31%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至2019年末，保利发展流动资产9369.22亿元，较年初增长22.24%，主要系存货增长所致。保利发展流动资产构成如下图所示。

图3 截至2019年末，保利发展流动资产构成



资料来源：保利发展审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，保利发展货币资金连续增长，年均复合增长43.13%。截至2018年末，保利发展货币资金1134.31亿元，较年初增长66.69%，主要系房地产业务销售回款规模增长以及融资规模增长所致。截至2019年末，保利发展货币资金1394.19亿元，较年初增长22.91%，主要系房地产业务销售回款规模增长所致。保利发展货币资金以银行存款为主，占比99.67%，货币资金中有4.45亿元受限资金，受限比例为0.32%，受限比例很低，主要为履约保证金。

保利发展其他应收款主要为与下属子公司合作方股东、合营企业和联营企业间发生的资金往来款，属于房地产开发经营业务中正常产生的经营性款项。2017—2019年末，保利发展其他应收款逐年快速增长，年均复合增长44.23%，主要系随着业务规模的扩大，合作项目增多，相应的往来款规模增长所致。截至2019年末，保利发展其他应收款1327.98亿元，较年初增长11.41%；从

账龄看，1年以内占42.33%，1~2年占35.38%，2~3年占16.12%，3年以上占6.17%；累计计提坏账准备6.46亿元；按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款余额合计141.07亿元，占10.57%，集中度较低（具体情况如下表所示）。

表 13 截至 2019 年末保利发展前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	年末余额	账龄	占比
上海华银实业有限公司	关联方往来款	50.17	1 年以内、1 至 2 年	3.76
保利（香港）控股有限公司	收购香港控股股权所承接的债权及利息	29.32	1 年以内、1 至 2 年	2.20
广东葛洲坝房地产开发有限公司	子公司少数股东往来款	22.84	1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	1.71
葛矿利南京房地产开发有限公司	关联方往来款	20.80	2 至 3 年	1.56
四川府河华益置业有限公司	关联方往来款	17.94	1 年以内	1.34
合计	--	141.07	--	10.57

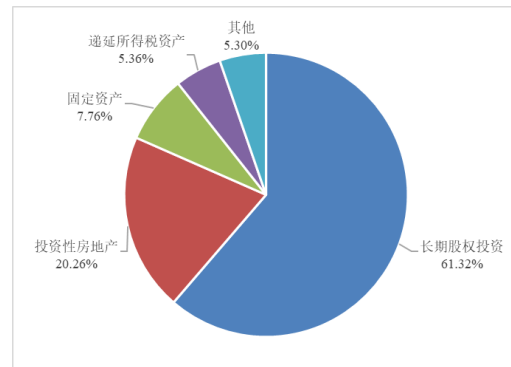
资料来源：保利发展提供

2017—2019年末，保利发展存货连续增长，年均复合增长15.25%，主要系随着房地产业务规模的不断扩大，相应的房地产项目土地款和工程投入增加所致。截至2019年末，保利发展存货5840.01亿元，较年初增长23.08%；从构成看，存货主要由房地产开发成本（占90.82%）和房地产开发产品构成，因可变现净值低于开发成本账面金额，累计计提跌价准备37.03亿元，主要来自合肥保利海上明悦、厦门保利同安新城通福路等项目。考虑到保利发展存货主要集中于一二线城市以及珠三角、长三角、成渝等核心城市群，质量较好，因此计提跌价准备较为合理。

非流动资产

2017—2019 年末，保利发展非流动资产连续增长，年均复合增长 38.36%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2019 年末，保利发展非流动资产 962.87 亿元，较年初增长 20.34%，保利发展非流动资产构成情况如下图所示。

图 4 截至 2019 年末保利发展非流动资产构成



资料来源：保利发展审计报告，联合资信整理

保利发展长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资。2017—2019年末，保利发展长期股权投资逐年增长，年均复合增长58.68%，主要系对联合营企业的投资增加，同时联合营企业结转利润增加所致；同期，保利发展确认的投资收益分别为15.64亿元、19.02亿元和35.03亿元。截至2019年末，保利发展长期股权投资590.46亿元，较年初增长21.77%；其中，对合营企业投资占43.22%，对联营企业投资占56.78%。

保利发展投资性房地产主要包括写字楼、酒店和购物中心等，以成本模式计量。2017—2019年末，保利发展投资性房地产分别为165.25亿元、198.90亿元和195.10亿元，波动增长，年均复合增长8.66%；其中，2018年增长主要系存货、固定资产及在建工程中的房地产资产转入所致。

截至2020年9月末，保利发展合并资产总额11479.00亿元，较上年底增长11.10%，主要系存货增长所致。其中，流动资产占91.39%，非流动资产占8.61%，资产结构较上年底变化不大。截至2020年9月末，保利发展受限资产规模合计828.54亿元，占期末资产总额的7.22%，受限比例低；受限资产包括货币资金、存货、固定资产和投资性房地产，受限金额分别为1.72亿元、722.93亿元、12.14亿元和91.75亿元。

（3）负债和所有者权益

负债

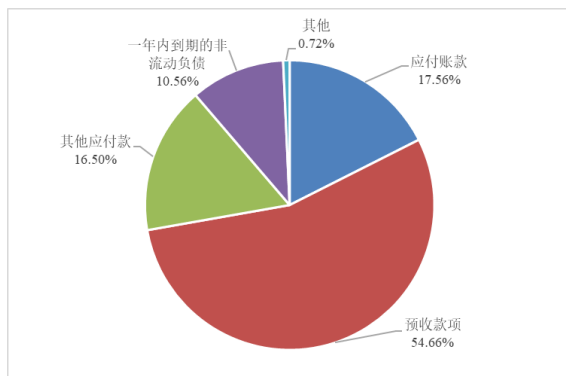
近年来，随着业务规模的不断扩大，负债规模及有息债务规模均呈逐年增长态势，但保利发展债务结构以长期债务为主，债务期限分布均衡，

融资成本较低,主要债务指标均处于行业较低水平。

2017—2019年末,保利发展负债总额连续增长,年均复合增长22.06%,主要系流动负债增长所致。截至2019年末,保利发展负债总额8036.87亿元,较年初增长21.77%;其中,流动负债占74.62%,非流动负债占25.38%。保利发展负债以流动负债为主。

2017—2019年末,保利发展流动负债连续增长,年均复合增长28.33%。截至2019年末,保利发展流动负债5997.00亿元,较年初增长34.80%,主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。保利发展流动负债构成情况如下图所示。

图5 截至2019年末保利发展流动负债构成



资料来源:保利发展审计报告,联合资信整理

保利发展应付账款主要包括应付的工程款以及预提成本费用等。2017—2019年末,保利发展应付账款连续增长,年均复合增长52.18%。截至2019年末,保利发展应付账款1053.25亿元,较年初大幅增长128.72%,主要系预提成本费用及应付工程款增长所致,其中预提成本费用主要包括项目竣工时计提的尚未实际发生的成本、预提的土地增值税及销售代理佣金等。

2017—2019年末,保利发展预收款项连续增长,年均复合增长20.39%,主要系商品房销售规模持续增长所致。截至2019年末,保利发展预收款项3278.13亿元,较年初增长9.35%。

保利发展其他应付款主要包括关联方往来款以及各项建设工程中的工程质保金、押金等。2017—2019年末,保利发展其他应付款波动增长,

年均复合增长20.52%,主要系合作方往来款波动所致。截至2019年末,保利发展其他应付款989.52亿元,较年初增长93.38%,主要系与联合营企业及子公司合作方股东往来款项增加所致。保利发展其他应付款主要由往来款(占83.47%)、保证金(占6.84%)和其他(占9.69%)构成。

2017—2019年末,保利发展一年内到期的非流动负债连续增长,年均复合增长54.79%,主要系长期借款和应付债券临近到期或回售所致。截至2019年末,保利发展一年内到期的非流动负债633.26亿元,较年初增长38.55%,主要由一年内到期的长期借款(占89.99%)和一年内到期的应付债券(占10.00%)构成。

2017—2019年末,保利发展非流动负债波动增长,年均复合增长7.87%。截至2018年末,保利发展非流动负债合计2151.03亿元,较年初增长22.70%,主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2019年末,保利发展非流动负债2039.86亿元,较年初下降5.17%。保利发展非流动负债主要由长期借款(占84.35%)和应付债券(占15.45%)构成。

2017—2019年末,保利发展长期借款波动增长,年均复合增长7.93%,主要系业务规模不断扩大使得融资需求增加所致。截至2019年末,保利发展长期借款1720.72亿元,较年初下降5.39%;保利发展长期借款主要由保证借款(占77.87%)和抵押借款(占18.61%)构成。

2017—2019年末,保利发展应付债券波动增长,年均复合增长7.15%。截至2018年末,保利发展应付债券330.65亿元,较年初增长20.45%,主要系当期新发行中期票据及美元债所致。截至2019年末,保利发展应付债券315.18亿元,较年初下降4.68%,其中美元债占32.89%、中期票据占30.13%、公司债占36.99%。

2017—2019年末,保利发展全部债务分别为2060.09亿元、2682.94亿元和2778.77亿元,逐年增长,年均复合增长16.14%,主要系拿地规模较大且不断加大项目开发力度使得融资需求随之增加所致。截至2019年末,保利发展全部债务2778.77亿元,较年初增长3.57%;其中短期债务

占26.73%，长期债务占73.27%；平均融资成本为4.95%。保利发展债务结构合理且融资成本较低。截至2019年末，保利发展短期债务742.87亿元，较年初增长39.23%，主要系长期借款和债券临近到期或回售转入所致；长期债务2035.90亿元，较年初下降5.28%。债务指标方面，2017—2019年末，保利发展主要债务指标整体上波动不大；其中，2019年保利发展净负债率显著下降主要系

一方面销售回款增加使得货币资金规模增加，另一方面未分配利润及少数股东权益增加使得所有者权益规模增长所致。如将永续债调入长期债务，2017—2019年末，保利发展全部债务分别为2110.09亿元、2747.94亿元和2935.57亿元，年均复合增长17.95%；其各项债务指标变化如下表所示。整体看，保利发展各项债务指标均表现良好，债务负担适中。

表 14 保利发展近年来主要债务指标情况（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债
资产负债率	77.33	78.05	77.97	78.74	77.79	79.30	77.95	79.70
剔除预收款项后的资产负债率	66.45	67.51	65.89	67.08	67.42	69.64	67.03	69.66
全部债务资本化比率	56.57	57.94	58.99	60.42	54.76	57.86	55.02	58.60
长期债务资本化比率	52.55	54.05	53.54	55.16	47.01	50.63	48.44	52.55
净负债率	87.23	93.34	83.04	89.65	60.32	72.08	73.86	88.92

注：剔除预收款项后的资产负债率=（负债-预收款项-合同负债）/（资产-预收款项-合同负债）；

净负债率=（总有息债务-货币资金）/所有者权益

资料来源：联合资信根据保利发展审计报告整理

截至2020年9月末，保利发展负债总额8947.41亿元，较上年底增长11.33%。其中，流动负债占73.30%，非流动负债占26.70%，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至2020年9月底，保利发展全部债务3096.32亿元，较上年底增长11.43%，其中短期债务占23.20%，长期债务占76.80%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年9月底，保利发展资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.95%、55.02%和48.44%，较上年底分别提高0.16个百分点、提高0.25个百分点和提高1.43个百分点。从期限分布来看，1年以内占比21.27%、1~2年占比22.49%、2~3年占比34.72%、3年以上

占比21.52%，期限分布较为均衡。截至2020年9月末，保利发展有息负债综合融资成本为4.84%，具备低成本融资优势。

将永续债调整至长期债务后，截至2020年9月末，保利发展全部债务增至3298.12亿元；其中，短期债务718.23亿元（占21.78%），长期债务2579.90亿元（占78.22%）。债务指标方面，截至2020年9月末，保利发展主要债务指标如上表所示。其中净负债率较上年底上升16.84个百分点，主要系融资规模增加的同时，受销售回款下降以及支付的往来款增加等因素影响导致货币资金规模有所下降所致；其余债务指标较上年底均变化不大。

表 15 截至2020年9月末保利发展有息债务期限分布情况（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	51.14	591.36	--	--	642.50
1-2 年	--	--	634.38	45.00	679.38
2-3 年	--	--	924.86	123.80	1048.66
3 年以上	--	--	535.28	114.77	650.05
合计	51.14	591.36	2094.53	283.57	3020.60

注：上表中未包含应付票据及永续债

资料来源：保利发展提供

所有者权益

保利发展所有者权益规模较大，但未分配

利润及少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019年末，保利发展所有者权益连续增长，年均复合增长20.46%，主要系其他权益工具、未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2019年末，保利发展所有者权益合计2295.22亿元，较年初增长23.07%。其中，归属于母公司所有者权益占比为67.98%，少数股东权益占比为32.02%；归属于母公司所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占5.20%、6.83%、7.98%、1.65%和46.32%。保利发展所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成，所有者权益稳定性一般。

截至2020年9月底，保利发展所有者权益2531.59亿元，较上年底增长10.30%，主要系随着合作项目增加，少数股东权益随之增长，以及永续债和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为65.40%，少数股东权益占比为34.60%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占4.73%、7.97%、7.55%和43.67%。所有者权益结构稳定性一般。

（4）盈利能力

近年来，随着房地产项目结转规模增加，保利发展营业收入及净利润逐年快速增长，盈利能力不断提升；此外，随着合作项目增多，投资收益对净利润形成有益补充，保利发展整体盈利能力强。

2017—2019年，保利发展营业总收入（含利息收入）分别为1466.59亿元、1945.55亿元和2359.81亿元，呈持续增长态势，年均复合增长26.85%，主要系房地产项目结转规模增长所致；净利润分别为196.94亿元、261.49亿元和375.54亿元，呈持续增长态势，年均复合增长38.09%，其增速高于营业收入增速主要系一方面房地产结转项目单价提高，另一方面强化成本费用管理以及投资收益快速增长等因素共同影响所致。

2017—2019年，保利发展费用总额逐年增长，年均复合增长21.83%，主要系销售费用和管理费用增加共同影响所致。2019年，保利发展期间费用总额为135.52亿元，较上年增长12.62%；从构成看，保利发展销售费用、管理费用、研发费

用和财务费用占比分别为49.30%、31.24%、0.42%和19.05%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。2017—2019年，保利发展销售费用逐年增长主要系销售规模扩大使得销售代理费等增加所致；管理费用逐年增长，主要系人工费用增加所致；财务费用分别为23.90亿元、25.85亿元和25.82亿元，其中2018年增长主要系融资规模增长较快导致利息支出规模随之增加所致。

从利润构成来看，除经营性利润以外，保利发展营业利润主要还受投资收益的影响。2017—2019年，保利发展投资收益分别为16.80亿元、26.90亿元和37.02亿元（主要来自权益法核算的长期股权投资收益），逐年快速增长主要系合作项目增多并陆续进入结转期所致；投资收益占营业利润的比例分别为6.58%、7.56%和7.34%。由于合作开发是保利发展开展地产业务的重要形式，其带来的投资收益具备较强可持续性，可对利润形成一定补充。资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动、资产处置收益及营业外收支等对利润影响较小。

从盈利指标来看，2017—2019年，保利发展总资产收益率分别为6.37%、6.74%和8.31%，持续上升；总资产报酬率分别为5.01%、5.22%和5.87%，连续上升；净资产收益率分别为12.45%、14.02%和16.36%，连续上升。整体看，保利发展各盈利指标整体呈上升趋势，其整体盈利能力不断提升。与国内主要房地产上市公司盈利指标比较来看，保利发展盈利能力处于中上水平。

表 16 2019 年主要房地产上市公司盈利指标情况

（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科 A	36.25	22.61	5.05
金地集团	40.50	20.04	6.38
招商蛇口	34.65	18.78	5.54
华润置地	37.91	18.38	8.76
中国海外发展	33.66	15.57	9.57
保利地产	34.96	20.12	5.63

资料来源：Wind，联合资信整理

2020年1—9月，保利发展实现营业总收入1174.82亿元，同比增长5.06%；净利润183.27亿

元,同比增长4.40%;综合毛利率为33.98%。2020年以来,受疫情影响房地产项目开竣工部分工期滞后,但保利发展积极采取复工复产措施,使得业绩保持稳健增长。此外,随着合作项目增多并陆续进入项目结转期,保利发展实现投资收益24.91亿元,同比大幅增长54.82%。

(5) 现金流

受销售回款和往来款增长等因素影响,保利发展近年来经营活动净现金流得到显著改善,且2019年已能覆盖投资支出所需的资金规模;随着业务规模的扩大,保利发展未来仍有较大的外部融资需求。

从经营活动来看,2017—2019年,保利发展经营活动现金流入分别为2657.90亿元、3111.35亿元和3530.52亿元,连续增长,年均复合增长15.25%;其中2018年增长主要系销售回款增长所致,2019年增长主要系收到的往来款和销售回款增长所致。2017—2019年,保利发展经营活动现金流出分别为2950.51亿元、2992.42亿元和3138.97亿元,连续增长,年均复合增长3.14%。综上,2017—2019年,保利发展经营活动现金净额分别为-292.61亿元、118.93亿元和391.55亿元,由负转正,改善显著。

从投资活动来看,2017—2019年,保利发展投资活动现金流入分别为32.99亿元、45.25亿元和21.52亿元,波动下降,年均复合下降19.23%,主要系投资收益及处置子公司股权收到的现金波动所致。2017—2019年,保利发展投资活动现金流出分别为202.49亿元、179.84亿元和126.51亿元,连续下降,年均复合下降20.96%,主要系对外投资规模减少所致。综上,2017—2019年,保利发展投资活动现金净额分别为-169.51亿元、-134.59亿元和-104.98亿元,呈持续净流出状态,但净流出规模逐年下降,且经营活动净现金流已能覆盖投资支出所需的资金规模。

从筹资活动来看,2017—2019年,保利发展筹资活动现金流入分别为1301.34亿元、1526.21亿元和1204.60亿元,波动下降,年均复合下降3.79%。2017—2019年,保利发展筹资活动现金流出分别为627.53亿元、1061.23亿元和1232.95

亿元,连续增长,年均复合增长40.17%,主要系到期债务规模增加所致。综上,2017—2019年,保利发展筹资活动现金净额分别为673.82亿元、464.98亿元和-28.35亿元,由净流入转为净流出。考虑到保利发展业务规模的扩大,其未来仍有较大的外部融资需求。

2020年1—9月,保利发展经营活动现金净流出181.58亿元;投资活动现金净流出108.62亿元;筹资活动现金净流入125.42亿元。

表 17 保利发展现金流情况(单位:亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动产生的现金流量净额	-292.61	118.93	391.55	-181.58
投资活动产生的现金流量净额	-169.51	-134.59	-104.98	-108.62
筹资活动前现金流量净额	-462.12	-15.66	286.57	-290.20
筹资活动产生的现金流量净额	673.82	464.98	-28.35	125.42

资料来源:保利发展审计报告

(6) 偿债能力

保利发展短期偿债能力很强,长期债务偿债能力强。综合考虑保利发展在股东背景、项目储备、市场份额、盈利能力以及融资能力等方面的突出优势,其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,保利发展流动比率分别为177.76%、172.28%和156.23%,连续下降;速动比率分别为57.03%、65.63%和58.85%,波动上升;现金短期债务比分别为2.21倍、2.13倍和1.88倍,连续下降,保利发展现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看,保利发展短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,保利发展EBITDA分别为299.98亿元、413.17亿元和563.94亿元,连续增长主要系利润总额增加所致。2019年,保利发展EBITDA主要由计入财务费用的利息支出(占8.17%)和利润总额(占89.60%)构成。2017—2019年,EBITDA利息倍数分别为2.17倍、2.97倍和3.87倍,连续上升,EBITDA对利息的覆盖程度高。2017—2019年2017—2019年末,保利发展全部债务/EBITDA比分别为6.87倍、6.49倍和4.93倍,连续下降,EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看,

保利发展长期债务偿债能力强。

银行授信方面，凭借央企信用优势，保利发展在各大金融机构获得了充足授信。截至2020年9月末，保利发展银行贷款授信总额5330亿元，剩余未使用额度为2425亿元；此外，保利发展还拥有未发行公司债额度86.90亿元、永续中票额度20亿元，间接融资渠道畅通。整体看，作为国有控股的大型房地产上市企业，保利发展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2020年9月末，保利发展及无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年6月末，保利发展对外担保余额（不包括对子公司的担保）128.79亿元，占期末净资产的比例为5.27%，或有负债风险小。

（7）公司本部（母公司）财务分析

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

截至2019年末，母公司资产总额3470.14亿元，较年初增长16.23%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产3166.13亿元（占比91.24%），非流动资产304.00亿元（占比8.76%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.09%）、其他应收款（占91.39%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占92.19%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为224.53亿元。

截至2019年末，母公司负债总额2948.47亿

元，较年初增长17.12%。其中，流动负债2524.64亿元（占比85.63%），非流动负债423.82亿元（占比14.37%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占92.95%）、一年内到期的非流动负债（占6.49%）构成，非流动负债主要由长期借款（占49.95%）、应付债券（占49.91%）构成。母公司2019年资产负债率为84.97%，较2018年上升0.65个百分点，债务负担较重。

截至2019年末，母公司所有者权益为521.67亿元，较年初增长11.44%，主要系发行永续债所致。其中，实收资本为119.33亿元（占22.87%）、其他权益工具156.80亿元（占30.06%）、资本公积合计160.73亿元（占30.81%）、未分配利润合计47.84亿元（占9.17%）、盈余公积合计37.98亿元（占7.28%）。母公司实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

2019年，母公司营业收入为9.19亿元，投资收益25.01亿元，净利润为22.24亿元，利润主要来自投资收益。

2019年，母公司经营活动现金流量净额51.28亿元，投资活动现金流量净额-0.96亿元，筹资活动现金流量净额-0.80亿元。

（8）过往债务履约情况

根据保利发展提供的中国人民银行企业信用报告，截至2020年11月5日，保利发展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。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构/保理商

本交易的发起机构明珠保理建立了比较健全的保理业务运营流程和风控制度，作为本交易的发起机构和资产服务机构履职能力较好，但由于明珠保理尚处于业务发展初期，联合资信将对其保持关注。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为明珠保理。明珠保理原名深圳贝铭商业保理有限

公司，由自然人张启迪和闫金波于2016年10月18日注册设立，2018年4月26日其股东变更为北京博华盛源实业发展有限公司，并更名为深圳云众信贝铭商业保理有限公司。2018年7月，中铁明珠投资集团有限公司（以下简称“中铁明珠”）与深圳云众信商业保理有限公司（以下简称“云众信”）联合收购深圳云众信贝铭商业保理有限公司，并变更为现名，注册资本人民币

5000.00 万元，中铁明珠和云众信分别持有其 70.00%和 30.00%的股权。截至 2020 年 9 月末，明珠保理注册和股权结构未有变化，实际控制人为薛金洪。

明珠保理公司业务团队依靠丰富的项目资金及渠道资金，创新性地提出了“核心企业保理-金融解决方案”，依托“1+N”供应链融资模式，结合公司保理业务产品优势，以大型企业为核心企业，在上游供应商将其对核心企业的应收账款转让给保理公司的前提下，由保理公司对供应商提供集贸易融资、电子商票保理、应收账款管理及账款收取等服务于一体的综合性融资服务。自公司成立以来，明珠保理已为中铁八局集团有限公司及下属各工程局、中国建筑集团有限公司、中国铁建房地产集团有限公司等集团战略客户提供了产融服务，并已经形成了以贸易融资业务为核心的完整的保理业务体系。截至 2020 年 9 月末，明珠保理业务团队参与管理、设立的储备保理资产规模逾 100 亿元，其中包括已于银行开展的保理业务，累计规模超过 30 亿元。

截至 2019 年底，明珠保理资产总额为 4912.54 万元，负债总额为 1294.14 万元，所有者权益总额为 3618.40 万元。2019 年，明珠保理实现营业收入 230.36 万元，净利润-1444.90 万元。截至 2020 年 9 月底，明珠保理资产总额为 4869.12 万元，负债总额为 2349.27 万元，所有者权益总额为 2519.85 万元。2020 年 1—9 月，明珠保理实现营业收入 54.39 万元，净亏损 1098.36 万元，主要系受疫情影响，明珠保理部分客户尚未提取保理融资款所致。2019 年末及 2019 年 9 月末明珠保理资产负债率分别为 26.34%和 48.25%，资产负债率有所提升主要系其他应付款的增加所致。

明珠保理为了防范业务风险，主要从内部控制制度及核心企业的风险上进行了防范把控风险。其针对供应链金融的业务特征，在传承传统银行全面风控管理体系的基础上，结合行业特性、供应链交易细节及产品交易结构，搭建了一套具有供应链特色的风险管理体系。其内部管理制度按照风险管控的核心企业准入、资产受理审查、

资产受理后管理三个节点制定，并分为核心企业风险防范、业务操作风险防范两个大类。

此外，明珠保理资产服务系统主要依托于平安银行金融科技的“明珠网”系统，通过打通中登网、高法等系统，具备交易鉴证、确认转让、转让登记、应收管理、结算清分、预警管理功能，借助大数据、区块链技术等，明珠保理可进一步防范风险。

本交易中，资产服务机构明珠保理根据《明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据服务合同》（以下简称“《资产服务合同》”）的约定，明珠保理有权将资产文件保管、资产池监控催收等资产管理服务转委托给第三方深圳盈佳信联科技有限公司（以下简称“盈佳信联”）提供，并对转委托给盈佳信联的资产管理服务（如有）承担责任。明珠保理应确保盈佳信联按照服务协议的约定提供资产管理服务，如盈佳信联的资产管理服务不符合服务协议约定的，明珠保理应当终止转委托，并对给信托财产造成的损失承担赔偿责任。

盈佳信联成立于 2018 年 4 月 20 日，注册资本 5000 万元，实缴资本 500 万元，由盈佳云创科技（深圳）有限公司、自然人周瑜和自然人张远出资设立，持股比例分别为 51.00%、39.00%和 10.00%。截至 2020 年末，盈佳云创科技（深圳）有限公司、自然人周瑜和自然人张远持股比例变更为 61.00%、29.00%和 10.00%，实际控制人为自然人周瑜。

盈佳信联主营业务包括信息技术领域的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；计算机软硬件技术开发、互联网信息技术研发、电子科技产品的技术开发、服务；信息电子技术服务；科技信息咨询服务；经济信息咨询；商务信息咨询；供应链管理及其相关配套服务；国内贸易；经营进出口业务等。

2. 资金保管机构

中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）是我国大型的国有控股商业银行，财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。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。

本交易的资金保管机构为中国工商银行股份有限公司广州分行。工商银行成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改制为股份有限公司。2006 年 10 月，工商银行在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2020 年 9 月底，工商银行股本总额 3564.33 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 34.71%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 31.14%。

截至 2019 年底，工商银行总资产 301094.36 亿元，较年初增长 8.70%；总负债 274174.33 亿元，较年初增长 8.14%；净资产 26920.03 亿元，较年初增长 14.80%。2019 年，工商银行实现营业收入 8551.64 亿元，同比增长 10.52%；利润总额 3917.89 亿元，同比增长 25.11%。

截至 2020 年 9 月底，工商银行资产总额为 334718.51 亿元，较上年末增长 11.17%；总负债 306497.71 亿元，较上年末增长 11.79%；净资产 28220.80 亿元，增长 4.83%。2020 年 1—9 月，工商银行实现营业收入 6656.93 亿元，同比增长 2.90%；实现净利润 2301.73 亿元，同比下降 8.91%。截至 2020 年 9 月底，工商银行资本充足率为 16.47%，不良贷款率为 1.55%，拨备覆盖率为 190.19%。

工商银行作为国内首家托管行，自 1998 年开始提供托管服务，秉承“诚实信用、勤勉尽责”的宗旨，依靠严密科学的风险管理和内部控制体系、规范的业务管理模式、先进的业务营运系统和专业的托管服务团队，为境内外广大投资者、金融资产管理机构和企业客户提供安全、高效、专业的托管服务，展现优异的市场形象和品牌形象，赢得了客户的长久信赖与尊重。

截至 2020 年 12 月末，工商银行托管资产规模超 20 万亿元，是中国境内托管规模最大的托管银行；托管客户超过 5000 家，是中国境内拥有客户最多的托管银行；托管品种覆盖证券投资基金、信托财产、保险资产、银行理财产品、社会保障基金、安心账户资金、企业年金基金、QFII

资产、QDII 资产、股权投资基金、证券公司集合资产管理计划、证券公司定向资产管理计划、商业银行信贷资产证券化、基金公司特定客户资产管理、QDII 专户资产、ESCROW 等，是中国境内托管产品体系最丰富的托管银行。

工商银行持续推进全面风险管理体系建设，加强风险数据治理，完善风险管理技术和手段，进一步提升全面风险管理的前瞻性和有效性，完善全面风险管理制度体系，加强风险偏好传导和限额管控，强化风险应对和危机管理能力；提升交叉性风险管理能力，加大合作机构风险管控力度，推广投融资风险监控平台应用，实现跨风险、跨市场、跨机构、跨产品的风险数据整合；积极推动大数据等金融科技手段应用，建设智能化风险监控体系和企业级反欺诈平台，持续推进风险计量模型优化与成果应用。

3. 受托人

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

本交易的受托人/发行载体管理机构为华能贵诚信托。华能贵诚信托于 2008 年由中国华能集团有限公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原贵州省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 月正式更名为华能贵诚信托有限公司；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 2019 年末，华能贵诚信托注册资本为 61.95 亿元，净资产 204.68 亿元。华能贵诚信托股东由 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 2019 年末，自营资产方面，华能贵诚信托总资产 244.60 亿元，所有者权益 204.68 亿元，2019 年，实现营业收入 50.69 亿元，净利润

31.75 亿元；信托资产方面，截至 2019 年末，华能贵诚信托信托资产规模 7250.47 亿元，当年信托项目营业收入 536.93 亿元。

风险控制方面，华能贵诚信托建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线：由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险的责任者，对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对风险业务

进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展日常风险管理工作，对业务风险进行全过程监控；审计稽核部对风险管理的有效性实施独立监督和评价。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，制定精细化的业务操作规程、风险控制流程，强化全员风险意识，实施岗位和流程控制。

七、法律风险分析

北京金诚同达律师事务所为本交易出具法律意见书。

联合资信收到北京金诚同达律师事务所出具的法律意见书表明：本次资产支持票据发起机构明珠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；保利发展就《债务加入确认书》的签字盖章已履行内部必要的签字盖章流程，《债务加入确认书》的程序和内容合法、有效；本次资产支持票据交易文件之内容符合《民法典》、《信托法》和《管理办法》的有关规定；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，抽样基础资产满足《主定义表》约定的合格标准，符合《资产支持票据指引》有关基础资产真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求，抽样基础资产就全部拟入池基础资产而言具有一定的代表性，

发起机构采取有效措施确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持，基础资产的转让安排合法有效；本次资产支持票据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；本次资产支持票据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；本次资产支持票据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；本次资产支持票据已按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制；本次资产支持票据的信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体利益，符合《民法典》、《资产支持票据指引》等法律法规及规则指引的规定，合法有效；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。

八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多

方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本次交易基础资产池包含 188 笔应收账款债权，债务人为保利发展子公司。保利发展信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其作为共同债务人出具《债务加入确认书》，承诺对应收账款到期日当天尚未偿还的余额部分履行无条件到期清偿义务，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。

同时，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 3.70%的

情况下，基础资产预期现金流对优先级票据预期支出的覆盖能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 3.70%的情形。

综合上述因素，联合资信确定本期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法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	680.69	1134.69	1394.92	1227.41
资产总额（亿元）	6976.35	8464.94	10332.09	11479.00
所有者权益（亿元）	1581.63	1864.94	2295.22	2531.59
短期债务（亿元）	308.53	533.55	742.87	718.23
长期债务（亿元）	1751.56	2149.39	2035.90	2378.10
全部债务（亿元）	2060.09	2682.94	2778.77	3096.32
营业收入（亿元）	1466.23	1945.14	2359.34	1174.04
利润总额（亿元）	257.16	357.80	505.31	244.15
EBITDA（亿元）	299.98	413.17	563.94	--
经营性净现金流（亿元）	-292.61	118.93	391.55	-181.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	82.36	99.32	121.33	--
存货周转次数（次）	0.27	0.29	0.29	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.25	0.25	--
现金收入比（%）	142.69	138.69	119.54	172.52
营业利润率（%）	22.52	24.19	25.70	26.81
总资本收益率（%）	6.37	6.74	8.31	--
净资产收益率（%）	12.45	14.02	16.36	--
长期债务资本化比率（%）	52.55	53.54	47.01	48.44
全部债务资本化比率（%）	56.57	58.99	54.76	55.02
资产负债率（%）	77.33	77.97	77.79	77.95
流动比率（%）	177.76	172.28	156.23	159.95
速动比率（%）	57.03	65.63	58.85	55.96
经营现金流动负债比（%）	-8.04	2.67	6.53	--
现金短期债务比（倍）	2.21	2.13	1.88	1.71
EBITDA 利息倍数（倍）	2.17	2.97	3.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.87	6.49	4.93	--

注：保利发展 2020 年 1—9 月财务数据未经审计

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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 明珠商业保理有限公司

2021 年度第二期明静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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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。

明珠商业保理有限公司/华能贵诚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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”相关信息，如发现“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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。

如明珠商业保理有限公司/华能贵诚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“明珠商业保理有限公司 2021 年度第二期明静资产支持票据”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明珠商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司联系，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。