

信用评级公告

联合〔2021〕1363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年度第三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年度第三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

二〇二一年五月十一日



明珠商业保理有限公司2021年度第三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	63290.00	99.98	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10.00	0.02	NR
合计	63300.00	100.00	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于2021年5月11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：平安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计到期日：2022年5月19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5月11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“明珠商业保理有限公司2021年度第三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362笔应收账款债权，债务人为保利发展及保利发展子公司，共同债务人为保利发展。保利发展信用水平极高，履约能力极强，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，联合资信关注到房地产行业面临持续的政策调控，保利发展土地成本波动上升，在建及拟建项目规模较大以及往来款规模快速增长等因素对保利发展信用水平带来的不利影响。

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3.76%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3.76%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年度第三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

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	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	1134.69	1394.92	1465.16
资产总额（亿元）	8464.94	10332.09	12513.75
所有者权益（亿元）	1864.94	2295.22	2666.38
短期债务（亿元）	533.55	742.87	794.95
长期债务（亿元）	2149.39	2035.90	2322.27
全部债务（亿元）	2682.94	2778.77	3117.22
营业收入（亿元）	1945.14	2359.34	2430.95
利润总额（亿元）	357.80	505.31	525.38
EBITDA（亿元）	413.17	563.94	597.03
经营性净现金流（亿元）	118.93	391.55	151.50
营业利润率（%）	24.19	25.70	24.95
净资产收益率（%）	14.02	16.36	15.02
资产负债率（%）	77.97	77.79	78.69
全部债务资本化比率（%）	58.99	54.76	53.90
流动比率（%）	172.28	156.23	151.14
经营现金流流动负债比（%）	2.67	6.53	2.02
现金短期债务比（倍）	2.13	1.88	1.84
全部债务/EBITDA（倍）	6.49	4.93	5.22
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.87	3.74

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

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到期应付义务的书面确认, 且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利, 并且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、盈利规模持续增长、资产质量高且融资能力很强, 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 3.76%, 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。**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。
3. **保利发展在建及拟建项目规模较大以及往来款规模快速增长, 土地成本波动上升。**保利发展往来款规模不断增加, 在建及拟建项目规模较大, 未来的资金需求也较大, 随着近年来新增土地储备项目核心城市占比的提升, 保利发展楼面均价波动提升, 需关注土地成本增加对未来房地产项目毛利率水平的影响。

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

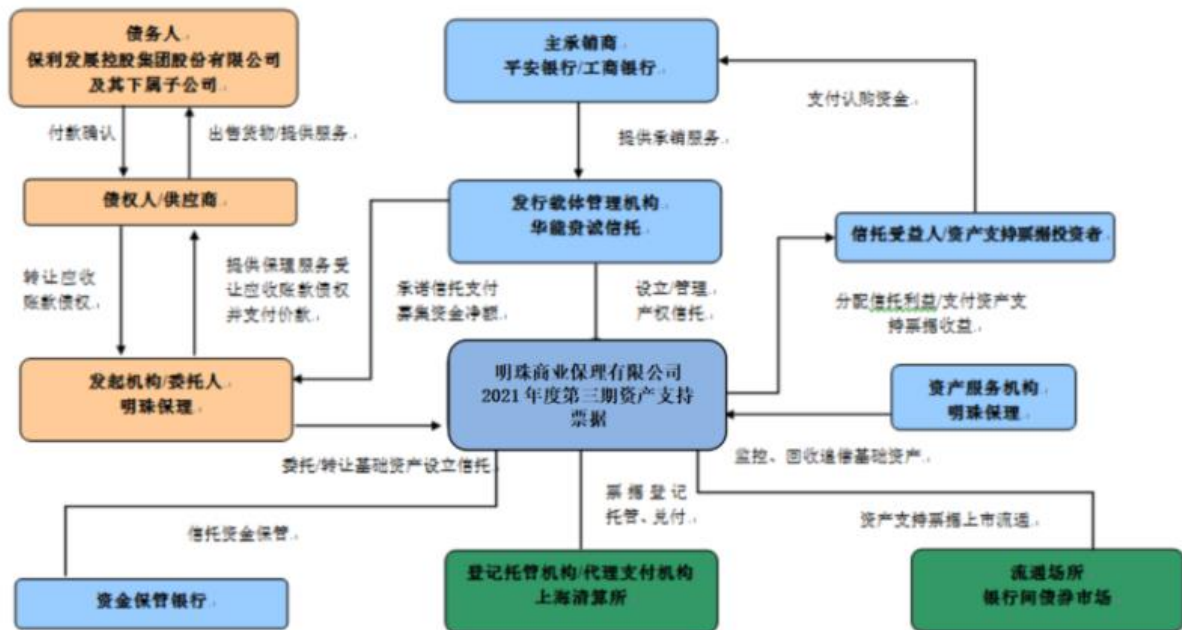
1. 交易结构

“明珠商业保理有限公司 2021 年度第三期明静资产支持票据”（以下简称“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¹作为基础资产，采取特殊目的载体机制，将基础资产信托给受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”），设立“明珠商业保理有限公司 2021 年度第三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 63300.00 万元。其中，优先级票据发行规模为 63290.00 万元，次级票据发行规模为 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 5 月 19 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。

¹ 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法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

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	63290.00	99.98	2022 年 5 月 19 日	到期一次性还本付息
次级票据	10.00	0.02	2022 年 5 月 19 日	到期享有剩余收益
合计	63300.00	100.00	--	--

资料来源: 联合资信整理

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²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³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⁴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⁵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⁶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

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

³ 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）

⁴ 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

⁵ 应收账款到期日：系指确权文件中所载的各笔应收账款到期日，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

⁶ 信托利益核算日：系指每个支付日前的第 3 个工作日

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

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

（d）支付资产服务机构的服务报酬（如有）；

（e）支付优先级票据的当期利息；

（f）支付优先级票据的本金，直至优先级票据的本金清偿完毕；

（g）支付次级票据的本金，直至次级票据的本金清偿完毕；

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

信托终止后信托财产的分配

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托资金按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：

（a）向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要

缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费（如有）；

（b）支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；

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

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

（e）支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬（如有）；

（f）支付优先级票据的利息（包括以往各期应付未付的优先级票据利息，如有）；

（g）支付优先级票据的本金，直至优先级票据的本金清偿完毕；

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

二、交易结构分析

1. 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、盈利规模持续增长、资产质量高且融资能力很强，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 103.92%，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 5 月 19 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 3.76%、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发展及保利发展子公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 362 笔，应收账款余额共计 65770.38 万元，共涉及 172 户债务人，224 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

应收账款余额总计（万元）	65770.38
应收账款笔数（笔）	362
债务人户数（户）	172
债权人户数（户）	224
单笔应收账款最小余额（万元）	1.07
单笔应收账款最大余额（万元）	4200.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

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 88.56%）、材料设备采购类（占 9.11%）、设计类（占 1.74%）、土地类（占 0.31%）和咨询服务类（占 0.27%）。

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	256	58247.27	88.56
材料设备采购类	76	5992.69	9.11
设计类	22	1146.03	1.74
土地类	1	205.86	0.31
咨询服务类	7	178.53	0.27
合计	362	65770.38	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产整体集中度一般。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 500.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 55.27%，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)	341	36348.56	55.27
[500,1000)	11	7449.08	11.33
[1000,1500)	5	6252.24	9.51
[1500,2000)	1	1716.26	2.61
2000 以上	4	14004.22	21.29
合计	362	65770.38	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，基础资产池共涉及包括保利发展在内的 172 户债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 6997.33 万元，占 10.64%；前五大债务人应收账款余额共计 19205.85 万元，占 29.20%，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
北京致兴房地产开发有限公司	5	6997.33	10.64
青岛保利广诚置业有限公司	2	4450.10	6.77
东莞国铁保利实业发展有限公司	3	4201.03	6.39
齐河县和筑实业有限公司	4	1816.27	2.76
昆明欣江合达城市建设有限公司	2	1741.10	2.65
合计	16	19205.85	29.20

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 224 户债权人,单户债权人涉及的应收账款余额最大为 15506.02 万元,占 23.58%;前五大债权人应收账款余额共计 32523.25 万元,占 49.45%,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
富利建设集团有限公司	38	15506.02	23.58
中国建筑第五工程局有限公司	3	5660.25	8.61
青岛青城建筑安装工程有限公司	1	4200.00	6.39

中天建设集团有限公司	3	4158.99	6.32
北京城建二建设工程有限公司	1	2998.00	4.56
合计	46	32523.25	49.45

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,债权人广东佳利建筑装饰工程有限公司、富利建设集团有限公司、富利建设集团有限公司成都分公司、广东省重工建筑设计院有限公司和广州保利数码科技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 17887.43 万元,占入池应收账款总额的 27.20%,符合入池标准。

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。联合资信会对优先级票据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 3.76%、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预期设立日为 2021 年 5 月 19 日,预期到期日为 2022 年 5 月 19 日,存续期间为 365 天,假定优先级票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值,基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的覆盖如下表所示。

表 7 不同预期收益率下优先级票据的保障倍数
(单位: %、万元、倍)

优先级票据预期收益率	预期支出	保障倍数
3.50	65597.87	1.0026
3.60	65661.17	1.0017
3.70	65724.46	1.0007
3.76	65762.44	1.0001

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;保障倍数=基础资产现金流入/预期支出。若实际设立日与假设设立日不一致,上述覆盖比率或存在偏差

资料来源:联合资信整理

测算结果表明,在优先级票据发行时确认的收益率不高于 3.76%,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。联合资信会对优先级票据未来的发行利率保持持续关注。

五、共同债务人信用分析

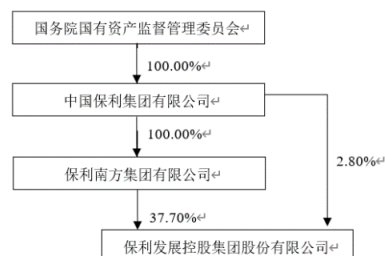
本交易的共同债务人保利发展的主体长期信用等级为 AAA_{pi}⁷，评级展望为稳定，其作为基础资产共同债务人有效保障了基础资产质量，进而对优先级资产支持票据本息的偿付起到重要的信用支撑作用。

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.SH，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年末，保利发展控股股东为保利南方集团，持有保利发展37.70%的股权，保利集团直接及间接持有保利发展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年底，保利发展本部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、审计管理中心等职能部门。

截至2020年底，保利发展合并资产总额12513.75亿元，所有者权益2666.38亿元（含少数股东权益864.07亿元）；2020年，保利发展实现营业收入2430.95亿元，利润总额525.38亿元。

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

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

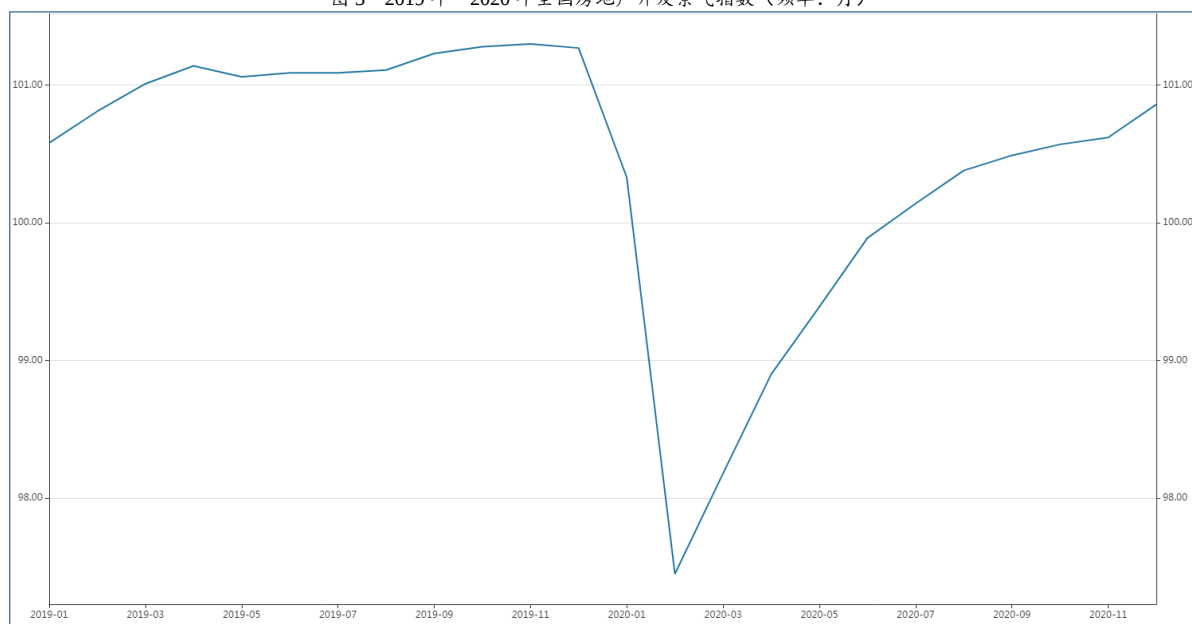
⁷ “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

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 3 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%，增速相较于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，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的带动作用，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，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

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以及投资收益的增加，保利发展近三年营业收入及净利润逐年增长。但2020年，受结转项目地价相对较高等因素影响，保利发展房地产业务毛利率小幅下降。

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，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。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。

在开发策略上，保利发展较多地采用与其

他开发商合作开发的模式，开发产品以商品住宅开发为主，聚焦刚性需求与改善性需求，并适度发展持有经营性物业。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，商业物业则涵盖写字楼、酒店、商贸会展、购物中心等。

从经营情况看，2018—2020年，保利发展营业总收入(含利息收入等)分别为1945.55亿元、2359.81亿元和2432.08亿元，呈持续增长态势，年均复合增长11.81%，主要系房地产项目结转规模持续增长所致；净利润分别为261.49亿元、375.54亿元和400.48亿元，呈持续增长态势，年均复合增长23.76%，其增速高于营业收入增速主要系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93%

以上。具体来看，2018—2020年，保利发展房地产销售收入持续增长，年均复合增长率为11.37%，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，2020年随着物业管理等商业模式的逐步成熟以及管理规模的增加，保利发展其他业务对收入及利润的贡献有所提升。

毛利率方面，2018—2020年，保利发展房地产开发板块毛利率波动上升，其中2019年毛利率提升主要系主要系结转项目销售均价提高所致，2020年毛利率下降主要系当期结转的项目以2017—2018年获取的地价相对较高的项目为主，导致利润率水平降低所致；受折旧成本和人力成本上升等因素影响，保利发展其他业务毛利率呈逐年下降态势。综上，保利发展近年来主营业务毛利率呈波动上升态势，整体来看波动幅度不大。

表 11 2018—2020 年保利发展主营业务收入及毛利率情况

业务板块	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	1824.98	94.19	32.68	2237.31	95.19	35.38	2263.76	93.62	33.48
其他	112.51	5.81	25.09	113.06	4.81	22.53	154.32	6.38	14.33
合计	1937.49	100.00	32.24	2350.38	100.00	34.76	2418.08	100.00	32.25

资料来源：保利发展年报

(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，土储质量较好。但需关注土地成本增加对未来房地产项目毛利率水平的影响。

从近年拿地情况看，2018年，保利发展保持适度增量的拿地策略，共获取132宗土地，土地成本整体较为合理；城市分布以一二线城市为主，拿地金额和面积占比分别为74%和61%，且三四线城市新增计容面积中53%位于珠三角和长三角城市群。

2019年，保利发展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。保利发展当期拿地支出占销售金额的比例为33.68%，新增土地储备项目区域分布以38个核心城市为主，拿地金额占比达79%，拿地成本较上年整体上有所下降。

2020年，保利发展拿地力度有所加大，共获取146宗土地，全口径拿地支出占当年销售金额的比例为46.80%，其中38个核心城市拿地金额占比达83%，平均楼面均价为7388元/平方米，较2019年有所上升，新增项目平均溢价率为13%。整体看，随着近年来保利发展新增土地储备项目核心城市占比的提升，其楼面均价波动提升，需关注土地成本增加对未来房地产项目毛利率水

平的影响。具体情况如表12所示。

表 12 2018—2020 年保利发展获取土地情况

项目	2018年	2019年	2020年
新增土储项目个数（个）	132	127	146
新增土储项目计容面积（万平方米）	3116	2680	3186
拿地支出（亿元）	1927	1555	2353
新增土储项目楼面均价（元/平方米）	6184	5802	7388

注：上表统计口径为全口径
资料来源：保利发展提供

从剩余可售面积情况看，截至2020年末，保利发展房地产项目全口径剩余可售面积（计容面积部分）为8475.90万平方米，约为2020年签约销售面积的2.49倍，其可售规模充裕。

项目开发

近年来，保利发展房地产项目开发力度较大，新开工面积波动增长，竣工面积持续增长。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。

2018—2020年，保利发展房地产项目开发力度较大，新开工面积呈波动增长态势，年均复合增长2.63%，竣工面积持续增长，年均复合增长34.09%。具体情况如表13所示。

表 13 2018—2020 年保利发展房地产开发情况

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积（万平方米）	4396	4983	4630
竣工面积（万平方米）	2217	2973	3986

注：上表统计口径为全口径
资料来源：保利发展年报

从在建及拟建项目来看，截至2020年末，保利发展在建、拟建项目合计771个，总可售容积率面积为20645.90万平方米（其中待开发面积

7747万平方米）。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，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增长态势，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，销售回款率逐年提升，其城市深耕效果显著。

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逐年增长，协议销售均价保持基本稳定，销售金额亦随之逐年快速增长。从销售区域分布情况来看，2020年保利发展一二线城市及38个核心城市销售收入占比分别为74%和75%，珠三角及长三角销售合计占比达52%，较2019年提升6个百分点。2020年，保利发展销售规模位列行业前五、央企房地产企业第一。分城市销售情况来看，2020年，保利发展在16个城市排名市场第一，39个城市排名市场前三。单城签约过百亿城市15个，较2019年增加2个，合计销售收入超2700亿元。其中广州、佛山合计销售规模超820亿元，成都超200亿元，上海、杭州、南京、北京等超100亿元。整体看，保利发展核心区域及城市深耕效果显著，但存在一定的区域集中风险。

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。2018—2020年，保利发展销售回款率逐年提升（具体情况如表14所示）。

表 14 2018—2020 年保利发展房地产销售情况

项 目	2018年	2019年	2020年
协议销售面积（万平方米）	2766	3123	3409
协议销售金额（亿元）	4048	4618	5028
协议销售均价（万元/平方米）	1.46	1.48	1.48
结转面积（万平方米）	1519	1766	2069
结转收入（亿元）	1825	2237	2264
销售回款率（%）	88	93	94

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：保利发展提供

结转方面，2018—2020年，保利发展结转收入金额持续增长，主要系结转面积增长所致。从结算收入的区域分布情况来看，2018—2020年，尽管华南区域和华东区域保持较大的结算金额，

但由于西部区域、中部区域等其他区域结转金额的上升，其合计结算金额占比呈逐年下降态势，海外区域对保利发展的收入贡献很低。具体情况如表15所示。

表15 2018—2020年保利发展房地产业务结算收入区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南区域	654.82	35.88	708.11	31.65	666.86	29.46
华东区域	502.84	27.55	514.42	22.99	466.74	20.62
西部区域	226.11	12.39	415.74	18.58	420.81	18.59
中部区域	154.29	8.45	291.21	13.02	317.63	14.03
华北区域	220.98	12.11	195.06	8.72	263.02	11.62
东北区域	47.63	2.61	109.44	4.89	122.99	5.43
海外区域	18.31	1.00	3.33	0.15	5.71	0.25
合计	1824.98	100.00	2237.31	100.00	2263.76	100.00

资料来源：联合资信根据保利发展年报整理

（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。2020年，保利物业实现营业收入80.37亿元，同比增长35%，净利润6.74亿元，同比增长37.31%。截至2020年底，保利物业已进驻全国184个城市，在管项目总面积约3.80亿平方米，合同管理项目总面积约5.67亿平方米。从行业排名来看，保利发展在中国指数研究院2020年物业服务企业上市公司十强中排名第三位，央企物管公司中排名第一。

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，代理项目超2200个，市场竞争力持续提升。

商业管理板块方面，保利发展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。截至2020年末，保利发展已开业大型购物中心26个，开业面积178万平方米，分布于广州、上海、武汉等14个城市；已开业酒店18个，客房数4517间。

在不动产金融业务方面，截至2020年末，保利发展在管基金管理规模超1400亿元，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（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”；股票代码000043.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。2018—2020年，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87.75亿元、115.23亿元和150.19亿元。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2020年末，保利发展品牌价值达1205亿元，连续十一年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”，位列福布斯世界500强第172位。

（5）经营效率

保利发展经营效率尚可，处于行业一般水平。

2018—2020年，保利发展流动资产周转次数分别为0.28次、0.28次和0.23次；保利发展存货周转率分别为0.29次、0.29次和0.25次；总资产周转率分别为0.25次、0.25次和0.21次，波动不大。与同行业上市公司比较情况看，保利发展经营效率处于行业一般水平。

表 16 2020 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.31	0.28	0.23
金地集团	0.34	0.28	0.23
招商蛇口	0.27	0.25	0.19
华润置地	0.34	0.34	0.23
中国海外发展	0.31	0.31	0.24
保利发展	0.25	0.23	0.21

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

4. 财务分析

（1）财务概况

保利发展提供了2018—2020年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对2018—2019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，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对2020年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。保利发展执行财政部颁布的最新企业会计准则。合并范围方面，根据审计报告披露的主要合并范围变动情况来看，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，合并范围净增加138家子公司。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。

（2）资产质量

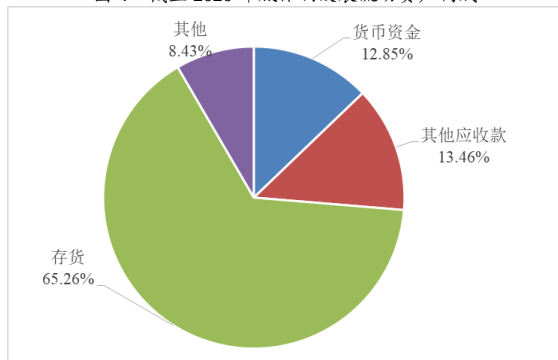
近年来，随着业务规模不断扩大，保利发展资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例低且存货区域分布较好，投资性房地产采用成本法计量，整体资产质量高。此外，随着合作开发规模扩大，保利发展长期股权投资和往来款规模不断增加。

2018—2020年末，保利发展资产规模持续增长，年均复合增长21.59%，主要系流动资产增长所致。截至2020年底，保利发展合并资产总额12513.75亿元，较年初增长21.12%。其中，流动资产占90.80%，非流动资产占9.20%。保利发展资产以流动资产为主。

流动资产

2018—2020 年末，保利发展流动资产规模持续增长，年均复合增长 21.75%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2020 年底，保利发展流动资产 11362.26 亿元，较年初增长 21.27%，主要系存货增长所致。保利发展流动资产构成如图 4 所示。

图4 截至2020年底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

2018—2020年末，保利发展货币资金连续增长，年均复合增长13.45%，主要系房地产业务销售回款规模增长所致。截至2020年底，保利发展货币资金1460.08亿元，较年初增长4.73%。保利发展货币资金以银行存款为主，占99.41%，货币资金中有7.28亿元受限资金，受限比例为0.50%，

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保利发展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。2018—2020年末，保利发展其他应收款逐年增长，年均复合增长13.28%，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2020年底，保利发展其他应收款1529.69亿元，较年初增长15.19%。从账龄看，1年以内占53.13%，1~2年占20.05%，2~3年占21.47%，3年以上占5.35%。保利发展其他应收款累计计提坏账准备6.81亿元。按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款余额合计171.51亿元，占11.16%，集中度较低（具体情况如表17所示）。

表17 截至2020年底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
上海华轶实业有限公司	项目开发资金投入	54.75	1年以内、1至2年、2至3年	3.56
广州福兴房地产开发有限公司	项目开发资金投入	42.07	1年以内、1至2年、3年以上	2.74
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	30.55	1年以内、1至2年、2至3年	1.99
广州保穗置业有限公司	项目开发资金投入	23.65	1年以内	1.54
佛山南海祁禹置业有限公司	项目开发资金投入	20.48	1年以内	1.33
合计	--	171.51	--	11.16

资料来源：保利发展提供

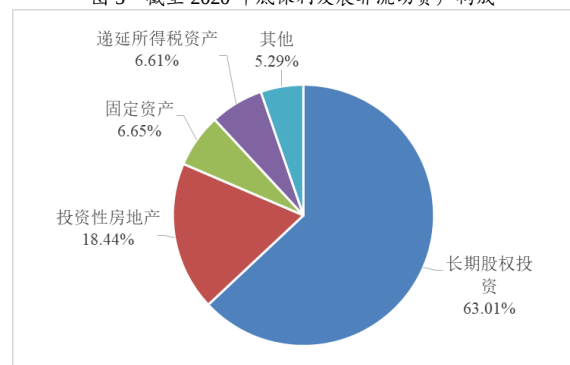
2018—2020年末，保利发展存货连续增长，年均复合增长25.01%，主要系随着房地产业务规模的不断扩大，相应的房地产项目土地款和工程投入增加所致。截至2020年底，保利发展存货7414.75亿元，较年初增长26.96%。从构成看，存货主要由房地产开发成本（占90.89%）和房地产开发产品构成，因可变现净值低于开发成本账面金额，累计计提跌价准备28.06亿元。考虑到存货主要集中于一二线城市以及珠三角、长三角、成渝等核心城市群，质量较好，跌价准备计提较为充分。

非流动资产

2018—2020年末，保利发展非流动资产连续增长，年均复合增长19.96%，主要系长期股权投资增长所致。截至2020年底，保利发展非流动资产1151.49亿元，较年初增长19.59%，保利发展非

流动资产构成情况如图5所示。

图5 截至2020年底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。2018—2020年末，保利发展长期股权投资逐年增长，年均复合增长22.32%，

主要系对联营企业的投资增加,同时联合营企业结转利润增加所致;同期,保利发展确认的以权益法核算的长期股权投资的投资收益分别为19.02亿元、35.03亿元和50.54亿元。截至2020年底,保利发展长期股权投资725.50亿元,较年初增长22.87%,其中对合营企业投资占37.04%、对联营企业投资占62.96%。

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。2018—2020年末,保利发展投资性房地产分别为198.90亿元、195.10亿元和212.32亿元,波动增长,年均复合增长3.32%,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年底,保利发展受限资产规模合计933.71亿元,占期末资产总额的7.47%,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7.28亿元、817.10亿元、21.90亿元和87.44亿元。

(3) 资本结构

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。

2018—2020年末,保利发展所有者权益连续增长,年均复合增长19.57%,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2020年底,保利发展所有者权益2666.38亿元,较上年底增长16.17%,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67.59%,少数股东权益占比为32.41%。在所有者权益中,股本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占4.49%、7.57%、6.87%和46.68%。所有者权益结构稳定性一般。

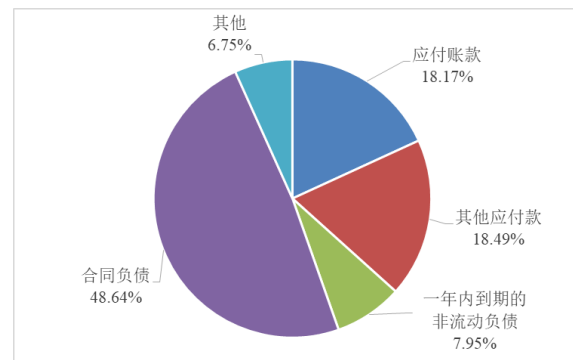
负债

近年来,随着业务规模的不断扩大,保利发展负债规模及有息债务规模均呈逐年增长态势,但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。

2018—2020年末,保利发展负债总额连续增长,年均复合增长22.15%,主要系流动负债增长所致。截至2020年底,保利发展负债总额9847.37亿元,较年初增长22.53%。其中,流动负债占76.34%,非流动负债占23.66%。保利发展负债以流动负债为主。

2018—2020年末,保利发展流动负债连续增长,年均复合增长29.99%。截至2020年底,保利发展流动负债7517.58亿元,较年初增长25.36%,主要系合同负债、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图6所示。

图6 截至2020年底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。2018—2020年末,保利发展应付账款连续增长,年均复合增长72.21%。截至2020年底,保利发展应付账款1365.64亿元,较年初增长29.66%,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。

2018—2020年末,保利发展预收款项与合同负债(合计)连续增长,年均复合增长10.57%,主要系房地产销售规模持续增长所致,其中预收房款分别为2977.11亿元、3017.26亿元和3639.18亿元。截至2020年底,保利发展预收款项与合同负债共计3664.99亿元,较年初增长11.48%。

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。2018—2020年末,保利发展其他应付款持续增长,

年均复合增长64.81%，主要系合作方往来款增长所致。截至2020年底，保利发展其他应付款1389.85亿元，较年初增长40.46%，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85.15%）、保证金（占6.91%）和其他（占7.94%）构成。

2018—2020年末，保利发展一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长14.38%，主要系长期借款和应付债券到期或回售的规模变动所致。截至2020年底，保利发展一年内到期的非流动负债597.99亿元，较年初下降5.57%，主要由一年内到期的长期借款（占79.60%）和一年内到期的应付债券（占20.35%）构成。

2018—2020年末，保利发展非流动负债波动增长，年均复合增长4.07%。截至2020年底，保利发展非流动负债合计2329.79亿元，较年初增长14.21%，主要系长期借款增长所致。保利发展非流动负债主要由长期借款（占88.92%）和应付债券（占10.76%）构成。

2018—2020年末，保利发展长期借款波动增长，年均复合增长6.73%。截至2020年底，保利发展长期借款2071.60亿元，较年初增长20.39%，主要系业务规模不断扩大使得融资需求增加所致。保利发展长期借款主要由保证借款（占76.35%）、抵押借款（占12.92%）和信用借款（占10.73%）构成。

2018—2020年末，保利发展应付债券持续下降，年均复合下降12.93%。截至2020年底，保利发展应付债券250.66亿元，较年初下降20.47%，

主要系部分美元债及中期票据兑付所致，应付债券余额中美元债占38.75%、中期票据占13.96%、公司债占47.28%。

2018—2020年末，保利发展全部债务分别为2682.94亿元、2778.77亿元和3117.22亿元，逐年增长，年均复合增长7.79%，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2020年底，保利发展全部债务较年初增长12.18%，其中短期债务占25.50%、长期债务占74.50%，以长期债务为主，平均融资成本为4.77%。保利发展债务结构合理且融资成本较低。债务指标方面，2018—2020年末，保利发展主要债务指标整体上波动不大，截至2020年底，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78.69%、53.90%和46.55%，较上年底分别提高0.91个百分点、降低0.87个百分点和降低0.46个百分点。2019年末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。从期限结构看，截至2020年底，1年内到期的有息债务占比21.76%，1~2年占比22.10%，2~3年占比34.04%，3年以上占比22.10%，结构合理。如将永续债调入长期债务，2018—2020年末，保利发展全部债务分别为2747.94亿元、2935.57亿元和3319.02亿元，年均复合增长9.90%，其各项债务指标变化如表18所示。整体看，保利发展主要债务指标均表现良好，债务负担适中。

表18 保利发展近年来主要债务指标情况（单位：%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	不考虑 永续债	考虑 永续债	不考虑 永续债	考虑 永续债	不考虑 永续债	考虑 永续债
资产负债率	77.97	78.74	77.79	79.30	78.69	80.31
剔除预收款项后的资产负债率	65.89	67.08	67.42	69.64	65.57	67.62
全部债务资本化比率	58.99	60.42	54.76	57.86	53.90	57.39
长期债务资本化比率	53.54	55.16	47.01	50.63	46.55	50.60
净负债率	83.04	89.65	60.32	72.08	56.55	61.19

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

表 19 截至 2020 年底保利发展有息债务期限分布情况（单位：亿元）

期限	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	47.77	597.99	--	--	645.76
1~2 年	--	--	640.96	15.00	655.96
2~3 年	--	--	929.34	80.90	1010.24
3 年以上	--	--	501.30	154.76	656.07
合计	47.77	597.99	2071.60	250.66	2968.03

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

（4）盈利能力

近年来，受益于房地产项目结转规模增加以及投资收益对利润的有效补充，保利发展营业收入及净利润均呈逐年增长态势，整体盈利能力

强。2018—2020 年，保利发展营业总收入（含利息收入）分别为 1945.55 亿元、2359.81 亿元和 2432.08 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 11.81%，主要系房地产项目结转规模增长所致；净利润分别为 261.49 亿元、375.54 亿元和 400.48 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 23.76%，其增速高于营业收入增速主要系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。

2018—2020 年，保利发展费用总额逐年增长，年均复合增长 13.90%，主要系销售费用和管理费用增加共同影响所致。2020 年，保利发展期间费用总额为 156.12 亿元，较上年增长 15.20%。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 44.05%、27.64%、8.07% 和 20.24%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。2018—2020 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 25.85 亿元、25.82 亿元和 31.60 亿元，其中 2020 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。2018—2020 年，保利发展投资收益分别为 26.90 亿元、37.02 亿元和 61.41 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 7.56%、7.34% 和 11.75%。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保利发展利润影响较小。

从盈利指标来看，2018—2020 年，保利发展总资本收益率分别为 6.74%、8.31% 和 7.94%，波动增长；营业利润率分别为 24.19%、25.70% 和 24.95%，波动上升；净资产收益率分别为 14.02%、16.36% 和 15.02%，波动上升。整体看，保利发展各盈利指标略有波动，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 20 2020 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	29.25	20.13	4.65
金地集团	32.86	18.64	5.28
招商蛇口	28.68	12.49	3.88
华润置地	30.86	15.81	7.51
中国海外发展	30.05	14.76	9.05
保利发展	32.56	17.22	4.90

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind，与报告中联合资信的
计算数值或有偏差
资料来源：Wind，联合资信整理

（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 2018 年起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，2018—2020 年，保利发展

经营活动现金流入分别为3111.35亿元、3530.52亿元和4105.13亿元，连续增长，年均复合增长14.87%，主要系收到的往来款和销售回款增长所致。2018—2020年，保利发展经营活动现金流出分别为2992.42亿元、3138.97亿元和3953.63亿元，连续增长，年均复合增长14.94%，其中2020年增长主要系项目投资规模和支付的往来款规模增加所致。综上，2018—2020年，保利发展经营活动现金净额波动增长，分别为118.93亿元、391.55亿元和151.50亿元。

从投资活动来看，2018—2020年，保利发展投资活动现金流入分别为45.25亿元、21.52亿元和65.72亿元，波动上升，年均复合上升20.52%，主要收到其他与投资活动有关的现金波动所致。2018—2020年，保利发展投资活动现金流出分别为179.84亿元、126.51亿元和135.00亿元，波动下降，年均复合下降13.36%，主要系对外投资规模减少所致。综上，2018—2020年，保利发展投资活动现金净额分别为-134.59亿元、-104.98亿元和-69.27亿元，呈持续净流出状态，但净流出规模逐年下降，且2018年以来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，2018—2020年，保利发展筹资活动现金流入分别为1526.21亿元、1204.60亿元和1592.70亿元，波动增长，年均复合增长2.15%。2018—2020年，保利发展筹资活动现金流出分别为1061.23亿元、1232.95亿元和1611.48亿元，连续增长，年均复合增长23.23%，主要系到期债务规模增加所致。综上，2018—2020年，保利发展筹资活动现金净额分别为464.98亿元、-28.35亿元和-18.78亿元。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。

表 21 保利发展现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动产生的现金流量净额	118.93	391.55	151.50
投资活动产生的现金流量净额	-134.59	-104.98	-69.27
筹资活动前现金流量净额	-15.66	286.57	82.23
筹资活动产生的现金流量净额	464.98	-28.35	-18.78

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，2018—2020年末，保利发展流动比率分别为172.28%、156.23%和151.14%，连续下降；速动比率分别为65.63%、58.85%和52.51%，连续下降；现金短期债务比分别为2.13倍、1.88倍和1.84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，2018—2020年，保利发展EBITDA分别为413.17亿元、563.94亿元和597.03亿元，连续增长主要系利润总额增加所致。2020年，保利发展EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占9.83%）和利润总额（占88.00%）构成。2018—2020年，EBITDA利息倍数分别为2.97倍、3.87倍和3.74倍，波动上升，EBITDA对利息的覆盖程度高。2018—2020年，保利发展全部债务/EBITDA分别为6.49倍、4.93倍和5.22倍，波动下降，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年底，保利发展银行贷款授信总额5305亿元，剩余未使用额度为2818亿元，保利发展间接融资渠道畅通。此外，保利发展及子公司保利物业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，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年底，保利发展无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年底，保利发展对外担保余额（均为对非关联方的担保）115.52亿元，占期末净资产的比例为4.33%，保利发展或有负债风险小。

（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2020年底，母公司资产总额3818.56亿元，较年初增长10.04%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产3514.68亿元（占比92.04%），非流动资产303.88亿元（占比7.96%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.48%）和其他应收款（占88.76%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占92.12%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为262.86亿元。

截至2020年底，母公司负债总额3225.19亿元，较年初增长9.39%。其中，流动负债2854.15亿元（占比88.50%），非流动负债371.04亿元（占比11.50%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占93.69%）和一年内到期的非流动负债（占5.79%）构成，非流动负债主要由长期借款（占58.40%）和应付债券（占41.38%）构成。母公司2020年底资产负债率为84.46%，较2019年下降0.51个百分点，债务负担较重。

截至2020年底，母公司所有者权益为593.37亿元，较年初增长13.74%，主要系发行永续债所致。其中，股本为119.68亿元（占20.17%）、其他权益工具201.80亿元（占34.01%）、资本公积合计162.93亿元（占27.46%）、未分配利润合计57.99亿元（占9.77%）、盈余公积合计51.11亿元

（占8.61%）。母公司股本和资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

2020年，母公司营业收入为23.96亿元，投资收益123.10亿元，净利润为131.33亿元，利润主要来自投资收益。

2020年，母公司经营活动现金流量净额173.27亿元，投资活动现金流量净额4.78亿元，筹资活动现金流量净额-139.73亿元。

（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2021年【4】月【16】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。

综合来看，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。近年来，保利发展保持土地储备规模较大，质量较好；房地产销售规模呈逐年快速增长态势，盈利规模持续增长；资产质量高且融资能力很强。同时，联合资信也关注到房地产行业面临持续的政策调控，保利发展土地成本波动上升，在建及拟建项目规模较大以及往来款规模快速增长等因素对保利发展信用水平带来的不利影响。

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，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2020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。

风险防控方面,明珠保理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“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。

根据《明珠商业保理有限公司2021年度第

三期明静资产支持票据服务合同》,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

本交易的资金保管机构为平安银行股份有限公司广州分行。平安银行股份有限公司(以下简称“平安银行”)经营状况良好,拥有丰富的资金托管与资金监管经验。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。

平安银行是一家总部设在深圳的全国性股份制商业银行。中国平安保险(集团)股份有限公司直接持有平安银行49.56%的股份,为平安银行的控股股东。截至2020年底,平安银行资产总额44685.14亿元,较上年末增长13.44%;吸收存款余额26959.37亿元,较上年末增长9.60%;发放贷款和垫款总额26108.41亿元,较上年末增长15.56%。2020年,平安银行实现营业收入1535.42亿元,同比增长11.30%;其中利息净收入996.50

亿元，同比增长10.77%；利润总额367.54亿元，同比增长1.42%。截至2020年底，平安银行核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为8.69%，10.91%及13.29%。

托管业务方面，平安银行于2008年1月4日经深圳市银监局核准，获得运营信托保管业务资格；2008年8月6日经中国证监会和中国银监会核准，获得证券投资基金托管资格；2010年1月2日经中国银监会核准，获得全国社会保障基金托管资格。平安银行已形成较为完整的托管业务系列，可托管产品类型包括公募基金、基金子公司资管、券商理财、券商资管计划、银行理财、股权投资基金、社保基金、保险资金、商业银行客户资金托管等十大类二十余种产品。平安银行具备担任专项计划托管人的资质和权限。

平安银行托管业务产品类型已涉及基金公司专项资产管理计划、券商集合资产管理计划、券商定向资产管理计划、私募股权基金、信托计划、交易类资金托管、银行理财产品等。截至2020年底，平安银行全年实现托管手续费收入21.89亿元，同比增长0.37%。

内部风控方面，平安银行资产托管业务实行统一管理，授权经营体制。办理专项资产托管业务由总行统一管理，一级分行开办专项资产托管业务需经总行审批，未经总行授权的分行不得从事专项资产托管业务。从组织架构上，平安银行托管中心设置了独立的内控部门和内控岗位，从托管营运流程上实现有效的稽核监督，同时有专人负责资产托管业务的投资监督工作，在管理人的授权范围内独立行使对所托管产品投资行为的监督职责。平安银行将监督资产的投资对象和范围、投资限制、管理人报酬的计提比例、收益分配以及其他有关投资运作的事项，并对管理人的投资行为进行监督核查。资产托管部内设合规与投资监督中心，该中心作为内部控制的监督、评价中心，组织督促各相关中心建立健全内控机制，并对各项业务及其操作提出内部控制建议。中心配备专职内控稽核人员，依照有关法律、法规和规章制度，对内部控制独立行使稽核监察职权。

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2020年末，华能贵诚信托注册资本为61.95亿元，净资产230.23亿元。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2020年末，自营资产方面，华能贵诚信托总资产274.56亿元，所有者权益230.23亿元，分别较年初增长12.25%和12.48%；2020年，华能贵诚信托实现营业收入60.01亿元，净利润37.65亿元，同比分别增长18.39%和18.58%；信托资产方面，截至2020年末，华能贵诚信托信托资产规模8319亿元，新增信托规模6313亿元。

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。基于其法律意见，联合资信认为明珠保理具备作为发起机构的主体资格；信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定。

北京金诚同达律师事务所出具的《北京金诚同达律师事务所关于明珠商业保理有限公司 2021 年度第三期明静资产支持票据法律意见书》（以下简称“《备案法律意见书》”）及《北京金诚同达律师事务所关于明珠商业保理有限公司 2021 年度第三期明静资产支持票据之补充法律意见书》（以下简称“《补充法律意见书》”）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；发起机构关于本次资产支持票据的股东会决议的内容合法有效，本次资产支持票据向交易商协会备案后方可发行；《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；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；本次资产支持票据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

此外，北京金诚同达律师事务所针对本期入池基础资产进行了抽样核查，共计抽取了 51 笔拟入池基础资产作为抽样基础资产。抽样基础资产的笔数占全部拟入池基础资产总笔数 14.09%；抽样基础资产的债权金额合计约占全部拟入池基础资产应收账款债权总金额的 55.42%，北京金诚同达律师事务所认为抽样基础资产具有重要性与代表性，符合《尽职调查指引》第二十条的规定，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《补充法律意见书》所列的合格标准，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；抽样基础资产的转让行为合法有效。

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 362 笔应收账款债权,债务人为保利发展及保利发展子公司,共同债务人为保利发展。保利发展信用水平极高,履约能力极强,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,联合资信关注到房地产行业面临持续的政策调控,保利发展土地成本波动上升,在建及拟建项

目规模较大以及往来款规模快速增长等因素对保利发展信用水平带来的不利影响。

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 3.76%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 3.76%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 年度第三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。

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	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1134.69	1394.92	1465.16
资产总额（亿元）	8464.94	10332.09	12513.75
所有者权益（亿元）	1864.94	2295.22	2666.38
短期债务（亿元）	533.55	742.87	794.95
长期债务（亿元）	2149.39	2035.90	2322.27
全部债务（亿元）	2682.94	2778.77	3117.22
营业收入（亿元）	1945.14	2359.34	2430.95
利润总额（亿元）	357.80	505.31	525.38
EBITDA（亿元）	413.17	563.94	597.03
经营性净现金流（亿元）	118.93	391.55	151.50
财务指标			
销售债权周转次数（次）	99.32	121.33	113.14
存货周转次数（次）	0.29	0.29	0.25
总资产周转次数（次）	0.25	0.25	0.21
现金收入比（%）	138.69	119.54	132.86
营业利润率（%）	24.19	25.70	24.95
总资本收益率（%）	6.74	8.31	7.94
净资产收益率（%）	14.02	16.36	15.02
长期债务资本化比率（%）	53.54	47.01	46.55
全部债务资本化比率（%）	58.99	54.76	53.90
资产负债率（%）	77.97	77.79	78.69
流动比率（%）	172.28	156.23	151.14
速动比率（%）	65.63	58.85	52.51
经营现金流动负债比（%）	2.67	6.53	2.02
现金短期债务比（倍）	2.13	1.88	1.84
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.87	3.74
全部债务/EBITDA（倍）	6.49	4.93	5.22

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 年度第三期明静 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 年度第三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 年度第三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 年度第三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 年度第三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 年度第三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 年度第三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 年度第三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 年度第三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。