

信用评级公告

联合〔2022〕200号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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

二〇二二年一月二十日

深圳前海联易融商业保理有限公司2022年度 第一期悦和资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	募集金额(万元)	占比	信用等级
优先级资产支持票据	89290.00	99.99%	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10.00	0.01%	NR
合计	89300.00	100.00%	—

注: 1.本报告的评级结论为联合资信基于 2022 年 1 月 20 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

联易融保理/委托人/发起机构/资产服务机构/保理商:
深圳前海联易融商业保理有限公司

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/农业银行广州分行: 中国农业银行股份有限公司广州分行

牵头主承销商/簿记管理人/农业银行: 中国农业银行股份有限公司

联席主承销商/浦发银行: 上海浦东发展银行股份有限公司

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: 2023 年 1 月 10 日

法定到期日: 自信托生效日起 24 个月届满之日

评级时间

2022 年 1 月 20 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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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。

本交易基础资产池包含 285 笔应收账款债权,债务人为保利发展及/或保利发展子公司,共同债务人为保利发展。联合资信评定保利发展主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,保利发展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,联合资信关注到保利发展项目城市分布较为集中且面临较为严苛的政策调控及土地成本增加等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

此外,联合资信通过现金流分析得出,在优先级资产支持票据发行利率不超过 3.30% 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 3.30% 的情形。

综合上述因素,联合资信确定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 基础资产合格标准较为明确、严格。本交易制定了较为明确、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

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	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	1134.69	1394.92	1465.16	1322.36
资产总额（亿元）	8464.94	10332.09	12513.75	13998.83
所有者权益（亿元）	1864.94	2295.22	2666.38	3089.26
短期债务（亿元）	533.55	742.87	794.95	713.61
长期债务（亿元）	2149.39	2035.90	2322.27	2839.90
全部债务（亿元）	2682.94	2778.77	3117.22	3553.51
营业收入（亿元）	1945.14	2359.34	2430.95	1383.87
利润总额（亿元）	357.80	505.31	525.38	250.66
EBITDA（亿元）	413.17	563.94	597.03	--
经营性净现金流（亿元）	118.93	391.55	151.50	-187.54
营业利润率（%）	24.19	25.70	24.95	23.97
净资产收益率（%）	14.02	16.36	15.02	--
资产负债率（%）	77.97	77.79	78.69	77.93
全部债务资本化比率（%）	58.99	54.76	53.90	53.49
流动比率（%）	172.28	156.23	151.14	157.82
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	1.85
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.87	3.74	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.49	4.93	5.22	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 保利发展 2021 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

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

债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利，并且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、盈利能力强、项目储备充足且质量较好、债务负担适中且融资能力很强，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。**若届时优先级资产支持票据实际发行利率高于 3.30%，或发行后相关费率高于本报告披露的相关值，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
2. **房地产行业政策风险及保利发展相关运营风险。**保利发展执行城市深耕策略，销售集中度较高，且重点布局城市中热点一二线城市较多，银行贷款集中管理及部分城市限购、限价政策或将对部分城市的项目去化造成一定影响，供地两集中等行业土地调控政策或将对保利发展进一步取得所布局热点城市项目造成一定影响；保利发展主要布局城市竞争激烈，土地成本增加，未来房地产项目毛利率存在下降压力。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，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委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方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，未因委托方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

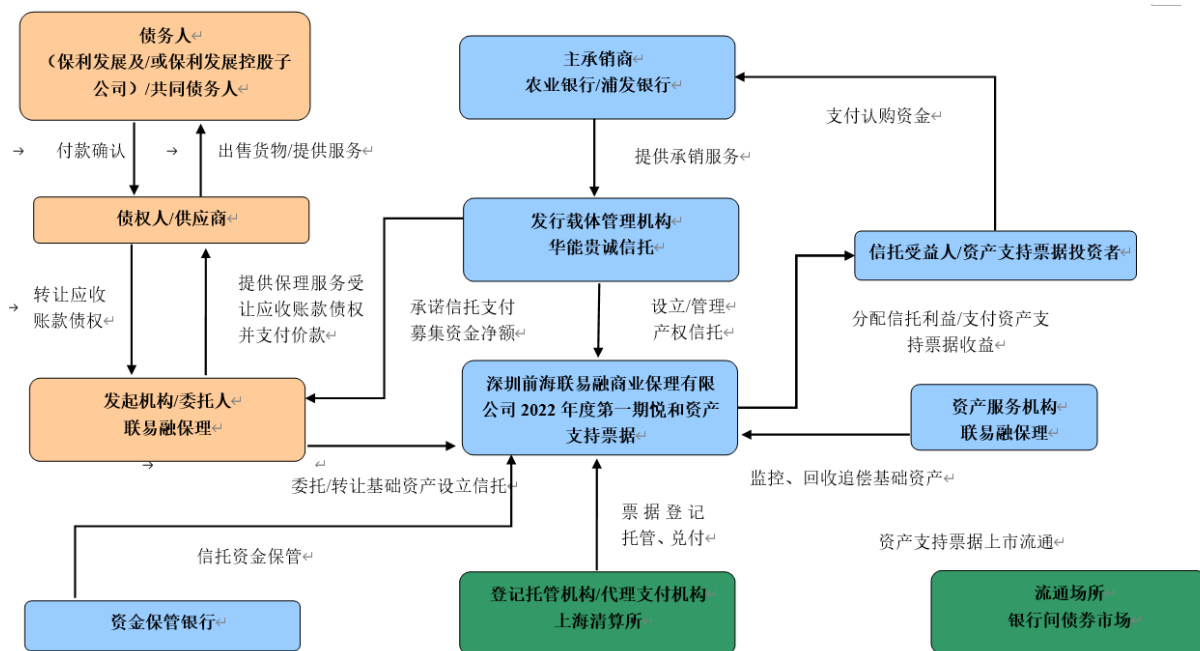
1. 交易结构

“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”（以下简称“本交易”）的委托人/发起机构深圳前海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融保理”或“发起机构”）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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据之信托合同”（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 89300.00 万元。其中，优先级票据发行规模为 89290.00 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 2023 年 1 月 10 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	89290.00	99.99%	2023年1月10日	到期一次性还本付息
次级票据	10.00	0.01%	2023年1月10日	到期享有剩余收益
合计	89300.00	100.00%	--	--

资料来源:联合资信整理

3. 基础资产合格标准和赎回机制

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准以及不合格基础资产赎回机制。

本交易基础资产系指委托人为设立本信托而根据《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于信托财产交付日前向原始债权人支付该笔应收账款的转让对价;

(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预期到期日,但晚于信托生效日;

(11)保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效,保理商与原始债权人双方签署的保理合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效;并且,保理商从原始债权人处受让其享有的应收账款债权后,真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权;

(12)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利,亦无其他权利负担;

(13)基础合同及适用法律未对原始债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定;或者,在基础合同对原始债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下,转让条件已经成就;

(14)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，如联易融保理、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，联易融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，联易融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) 或支付日前第 4 个工作日 (以孰早到期日为准) 内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托保管专户。

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，联易融保理或其委托的第三方应于每个提示付款日⁴下午三点 (15:00) 前向债务人、共同债务人提示付款并确认债务人和/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) 十二点 (12:00) 前支付至信托保管专户；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) 十六点 (16:00) 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)；

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)。其中，“该笔应收账款债权本金账面价值”，以发起机构提交并经受托人确认的资产清单中所载的该笔基础资产的“应收账款债权转让金额”为准。

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

(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,如在应收账款到期日当日12:00前债务人未足额清偿应收账款,保利发展应在应收账款到期日16:00前针对进行债务加入的应收账款向信托保管账户足额清偿。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。

鉴于本次基础资产合格标准清晰、明确,且

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,其对应收账款的偿付提供无条件到期付款义务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持作用。

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103.48%,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。假设优先级票据存续期为 348 天，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

3.30%，同时考虑本交易应付的各项税费（详见四、定量分析部分）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其子公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 285 笔，应收账款余额共计 92396.06 万元，共涉及 119 户债务人，177 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）	92396.06
应收账款笔数（笔）	285
债务人户数（户）	119
债权人户数（户）	177
单笔应收账款最小余额（万元）	4.22
单笔应收账款最大余额（万元）	4366.84

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的类型主要为工程施工类。

从应收账款形成的来源来看，入池的应收账款分为工程施工类（占 93.16%）、材料设备采购类（占 5.71%）、设计类（占 0.89%）、咨询服务类（占 0.22%）和营销类（占 0.02%）。

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	212	86075.11	93.16%
材料设备采购类	49	5272.44	5.71%
设计类	17	825.90	0.89%
咨询服务类	6	201.79	0.22%
营销类	1	20.81	0.02%
合计	285	92396.06	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 30.26%，入池应收账款单笔余额分布在 2500.00 万元（含）以上的合计金额占入池应收账款总额的 30.43%，基础资产整体集中度一般，具体情况如下。

表 4 基础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)	244	27954.70	30.26%
[500,1000)	17	11343.56	12.28%
[1000,1500)	4	4842.09	5.24%
[1500,2000)	9	15835.80	17.14%
[2000,2500)	2	4301.00	4.65%
2500 及以上	9	28118.90	30.43%
合计	285	92396.06	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 119 户债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 7250.52 万元，占 7.85%；前五大债务人应收账款余额共计 23556.98 万元，占 25.50%，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
大连保创发展有限公司	2	7250.52	7.85%
郑州保利亨业房地产开发有限公司	22	5518.95	5.97%
赣州众星晟房地产开发有限公司	5	4084.55	4.42%
佛山市禅城区保宸置业有限公司	11	3504.90	3.79%
金华保骏置业有限公司	1	3198.06	3.46%
合计	41	23556.98	25.50%

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 177 户债权人,单户债权人涉及的应收账款余额最大为 27061.75 万元,占 29.29%;前五大债权人应收账款余额共计 57888.55 万元,占 62.65%,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	24	27061.75	29.29%
中国建筑第五工程局有限公司	7	18189.43	19.69%
中国建筑第二工程局有限公司	6	5312.16	5.75%
中天建设集团有限公司	5	3886.19	4.21%

中建三局集团有限公司	2	3439.02	3.72%
合计	44	57888.55	62.65%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

6. 关联资产分布

涉及入池的应收账款余额 28931.39 万元,占入池应收账款总额的 31.31%,符合入池标准。

入池基础资产中,债权人保利国际生态环境治理(北京)有限公司、富利建设集团有限公司、广东佳利建筑装饰工程有限公司、广东重工建设监理有限公司、广东名门锁业有限公司和广东省重工建筑设计院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 28931.39 万元,占入池应收账款总额的 31.31%,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。联合资信会对后续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》。

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 3.30%、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 2022 年 1 月 27 日,预期到期日为 2023 年 1 月 10 日,预期存续期间为 348 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
3.00%	91962.03	1.0047
3.10%	92047.17	1.0038
3.20%	92132.30	1.0029
3.30%	92217.44	1.0019

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。若本期优先级票据假设存续期间与实际存续期间不一致,上述覆盖率或存在偏差

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 3.30%,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。联合资信会对后续优先级票据未来的发行利率保持持续关注。

五、共同债务人主体信用分析（具体分析详见附件 1-1）

本交易的共同债务人保利发展的主体长期信用等级为 AAA，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，进而对优先级票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

保利发展主要收入来源于房地产开发与销售。截至2021年9月底，保利发展注册资本119.70亿元，控股股东为保利南方集团有限公司，持有37.69%的股权，中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）直接及间接持有40.49%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。

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。

截至2021年9月底，保利发展合并资产总额13998.83亿元，所有者权益3089.26亿元（含少数股东权益1242.96亿元）；2021年1—9月，保利发展实现营业收入1384.60亿元，利润总额250.66亿元。

保利发展作为中央国有控股和较早开展房地产业务的大型房地产上市企业（股票代码：600048.SH），股东背景雄厚，规模优势突出，行业经验丰富，具备很强的综合竞争力和品牌影响力。保利发展土地储备规模较大，质量较好；近年来房地产销售规模呈逐年增长态势；保利发展盈利能力强、资产质量高、债务负担适中且融资能力很强。同时，联合资信也关注到项目城市分布较为集中且面临较为严苛的政策调控及公司土地成本增加等因素可能给保利发展信用水平带来不利影响。

保利发展的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1.保利发展股东背景雄厚，且对其支持力度较

大。保利发展作为保利集团旗下地产业务的核心运营平台，近年来在地产项目资源整合和资金等方面均得到了股东的大力支持。

2.近年来，保利发展销售规模呈快速增长态势，规模优势突出；盈利能力强。近三年，保利发展房地产业务销售规模呈逐年增长态势，行业销售排名稳居行业前五。2020年，保利发展实现营业收入2432.08亿元，利润总额525.38亿元，均保持增长态势。

3.保利发展拿地方式多元，项目储备充足且质量较好。近年来，保利发展通过招拍挂、合作开发、旧改、收并购等多元化方式获取土地，可售项目储备充足，区域分布以一二线核心城市和重点城市群的强三线城市为主，质量较好且成本合理。

4.保利发展资产质量高、债务负担适中且融资能力很强。保利发展资产受限比例低，资产质量高；近年来，其债务规模虽持续增长但债务负担适中且期限分布合理。截至2020年底，保利发展主要债务指标均处于行业较低水平。此外，保利发展综合融资能力很强，依托央企信用优势，保利发展银行授信充足，融资渠道多元，截至2021年6月底，保利发展平均融资成本为4.70%。

关注

1.房地产行业政策风险及城市集中风险。保利发展执行城市深耕策略，销售集中度较高，且重点布局城市中热点一二线城市较多，银行贷款集中管理及部分城市限购、限价政策或将对保利发展部分城市的项目去化造成一定影响，供地两集中等行业土地调控政策或将对保利发展进一步取得所布局热点城市项目造成一定影响。

2.主要布局城市土地市场竞争激烈，部分城市存在限价情况，保利发展未来房地产项目毛利率存在下降压力。保利发展近年来获取项目主要位于一二线城市，土地市场竞争激烈，2020年新增土储项目楼面均价上升幅度较大；2019年以来，部分一二线城市限制房地产预售价格。上述情况预计将导致保利发展房地产销售毛利率存在持续

下降的压力。

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

本交易的发起机构联易融保理拥有较为丰富的资产证券化经验,作为本交易的发起机构和资产服务机构履职能力较好。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为联易融保理。联易融保理成立于 2016 年 5 月,截至 2021 年 9 月底,联易融保理注册资本为 8.00 亿元,实收资本 8.00 亿元,已全部实缴。截至 2021 年 9 月底,联易融保理的股东为联易融数字科技集团有限公司(以下简称“联易融数科”),持股比例为 100.00%。

联易融保理主营业务为商业保理业务,业务模式主要包括基础资产的组织及筛选、基础资产文件保管、基础资产池监控、基础资产债权清收、基础资产回收资金归集等综合性服务。

截至 2020 年底,联易融保理资产规模为 210140.82 万元,其中流动资产占比为 99.33%;负债总额为 178390.76 万元,全部由流动负债构成;所有者权益总额为 31750.06 万元。2020 年度,联易融保理实现营业收入 22259.43 万元,利润总额 2541.79 万元,净利润 1837.39 万元。截至 2021 年 6 月底,联易融保理资产规模为 199005.21 万元;所有者权益总额为 33848.43 万元。2021 年 1—6 月,联易融保理实现营业收入 13328.12 万元,利润总额 2807.33 万元,净利润 2098.37 万元。截至 2021 年 6 月底,联易融保理现有合作核心企业共 72 家,累计 ABS/ABN 发行规模合计 787.76 亿元

联易融保理的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。

本交易中,根据《深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据服务合同》(以下或简称“《服务合同》”)的约定,联易融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盈佳信联科技集团有限公司(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。联易融保理应确保盈佳信联按照《服务合同》的约定提供资产管理服务,如盈佳信联的资产管理服务违反法律法规规定或不符合《服务合同》约定的,联易融保理应当终止转委托,并对因此给受托人、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,原名深圳盈佳信联科技有限公司,2021 年 8 月 20 日改为现名。截至 2021 年 9 月 28 日,盈佳信联注册资本 5000 万元,实缴资本 1000 万元,盈佳云创科技(成都)有限公司、自然人周瑜和自然人张远持股比例分别为 61.00%、29.00%和 10.00%,实际控制人为自然人周瑜。

盈佳信联经营范围包括技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广、供应链管理、网络与信息安全软件开发、软件开发、软件销售、信息技术咨询服务、国内贸易代理(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构为农业银行广州分行。农业银行经营良好,财务状况稳定,履约和尽职能力情况稳定,本交易因资金保管机构引起的操作和履约风险很小。

中国农业银行股份有限公司(以下简称“农业银行”)的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。自 1979 年 2 月恢复成立以来,农业银行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。2009 年 1 月,农业银行整体改制为股份有限公司。2010 年 7 月,农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所有限公司挂牌上市。截至

2021年2月23日，农业银行3499.83亿元，实缴资本3392.40亿元，法定代表人为古澍。

资产托管业务方面，截至2020年底，农业银行托管资产规模101050.08亿元，较上年底增长2.2%，其中养老金托管规模6862.92亿元，较上年底增长6.4%。实现托管业务收入44.35亿元，较上年增长13.7%。

截至2020年底，农业银行资产总额272050.47亿元，较上年底增长9.36%；负债总额249943.01亿元，较上年底增长9.03%；资产负债协调发展，经营结构持续优化；实现归属于母公司股东的净利润2159.25亿元，同比增长1.80%；实现营业收入6579.61亿元，同比增长4.89%；平均总资产收益率0.83%，加权平均净资产收益率11.35%，同比分别下降0.07和下降1.08个百分点。截至2020年底，不良贷款率为1.57%，比上年底上升0.17个百分点，处于较低水平。资本充足率与核心一级资本充足率分别为16.59%和11.04%。

截至2021年9月底，农业银行资产总额289886.63亿元；负债总额266615.13亿元；资产负债协调发展，经营结构持续优化；实现归属于母公司股东的净利润1867.09亿元。2021年1—9月，农业银行实现营业收入5448.97亿元。截至2021年9月底，不良贷款率为1.48%，比上年底下降0.09个百分点，处于较低水平。资本充足率与核心一级资本充足率分别为16.70%和11.18%。

风险管理方面，农业银行持续推进巴塞尔协议实施和全面风险管理体系建设，着力提升风险管理的有效性。加强受疫情影响行业、客户风险评估，强化大额集团、房地产等重点领域风险管控，加大不良资产处置力度，资产质量保持总体稳定。审慎增提风险拨备，拨备覆盖率260.64%，继续保持较高水平。完善线上信贷业务风险管理策略，搭建企业级智能反欺诈平台，成立风险作业中心，不断提升线上业务风控能力。高度关注债券违约、汇率与大宗商品价格大幅波动等风险，完善限额管理、压力测试和预警机制，防止风险交叉传染。完善流动性管理机制

和工具，根据市场情况适时调整资金营运策略，确保流动性绝对安全。扎实开展市场乱象整治“回头看”，强化全球反洗钱与制裁合规体系建设，案防风控能力进一步提升。

3. 受托人

本交易的受托人华能贵诚信托建立了具有丰富的业务经验，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黔隆国际信托投资有限责任公司基础上增资扩股重组而成。2009年1月华能贵诚信托正式更为现名；2009年2月经中国银监会批准，华能贵诚信托换发新的《金融许可证》，正式按照“新两规”要求开展信托经营业务，同年3月正式恢复营业。华能贵诚信托注册于贵州省贵阳市，在北京、上海、深圳、浙江、江苏、广州、河南等省市均设有业务联络机构。截至2021年11月16日，华能贵诚信托注册资本为61.95亿元，已全部实缴；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年底，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，利润总额50.06亿元，净利润37.65亿元；信托资产方面，截至2020年底，华能贵诚信托信托资产规模8319.00亿元，新增信托规模6313.00亿元。

风险控制方面，华能贵诚信托按照风险控制与业务经营平行作业、嵌入式管理的原则，实现风险承担与风险监控相互独立，风险管理流程纳入业务经营全过程，使风险控制工作前置于事前与事中环节，达到预先防范风险、及时控制风险。

在实施方面，华能贵诚信托将与各类风险有关的资产、流程、业务和岗位纳入风险管理，实行Pvar(程序+风险限额)的风险管理基本策略，保证业务高效、安全、规范运营。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,联合资信认为联易融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法律意见书表明:发起机构联易融保理具有非金融企业法人资格和交易商协会会员资格,历史沿革合法合规,依法有效存续,具备作为发起机构的主体资格;发起机构关于本项目的股东决定、执行董事决定的内容合法有效,本项目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》《信息披露规则》《募集说明书指引》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;满足《主定义表》约定的合格标准的应收账款债权及其附属权益即可满足《资产支持票据指引》有关基础资产真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求,发起机构采取有效措施确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持,基础资产的转让安排合法有效。本项目的交易结构不存在损害发起机构的股东、债权人利益的不当安排;本项目已制定了现金流归集和管理措施,该等措施符合法律法规规定,在各方严格履行交易文件有关约定的前提下,能够对资产产生的现金流进行有效控制;本项目已制定了资金混

同风险的防范措施,交易文件中对于上述防范措施的相关约定符合法律法规的规定,在各方严格履行交易文件有关约定的前提下,具备一定的风险隔离效果;本项目已按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制;本项目的信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定,未损害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;本项目募集资金的用途合法合规,符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。除《募集说明书》中所列示的重大事项外,不存在影响资产支持票据投资者利益的其他重大事项。

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52笔拟入池基础资产作为抽样基础资产。抽样基础资产的债权金额合计约占全部拟入池基础资产应收账款债权总金额的51.74%。北京金诚同达律师事务所认为,待发起机构根据保理合同的约定向原始债权人支付应收账款转让对价后,抽样基础资产满足《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。

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。

联合资信确定保利发展长期信用等级 AAA，评级展望稳定，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。

此外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级票据在发行利率不超过3.30%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票据发行利率不高于3.30%的情形。

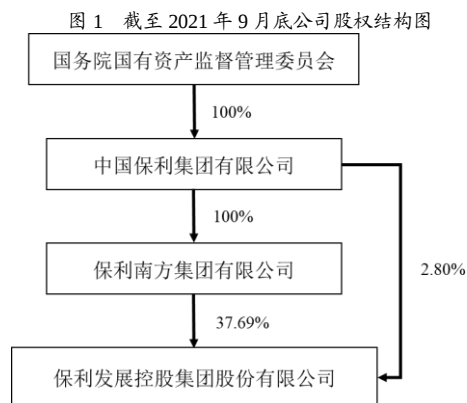
综合上述因素，联合资信确定本期优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件1-1 共同债务人保利发展控股集团股份有限公司主体信用分析

一、主体概况

保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“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，公司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，公司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，公司名称变更为现名。

截至2021年9月底，公司注册资本119.70亿元，控股股东为保利南方集团，持有公司37.69%的股权，保利集团直接及间接持有公司40.49%的股权，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。



资料来源：根据公开信息整理

公司经营范围：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，公司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，公司合并资产总额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，公司实现营业收入2430.95亿元，利润总额525.38亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额13998.83亿元，所有者权益3089.26亿元（含少数股东权益1242.96亿元）；2021年1—9月，公司实现营业总收入1384.60亿元，利润总额250.66亿元。

公司注册地址：广州市海珠区阅江中路832号保利发展广场53-59层；法定代表人：刘平。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%⁷，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

⁷文中GDP增长均为实际增速，下同。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长⁸5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。**出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓**。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨

0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

⁸ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建

投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。2021 年 1—9 月，投资同比增长，但单月增速转负，竣工保持较高增长，新开工继续走弱；2021 年 7 月后单月销售同比转负，销售市场迎来下行期。

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。

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。

2021 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 11.26 万亿元，累计同比增长 8.80%，增速较 2020 年 1—9 月高 3.20 个百分点，但较上半年下降 6.20 个百分点，其中单 9 月开发投资完成额同比下降 3.5%，为 2020 年 2 月以来首次转负。新开工方面，2021 年 1—9 月，房屋新开工面积

15.29 亿平方米，同比下降 4.50%，较前 8 月回落 1.3 个百分点，在拿地走弱下降幅扩大；竣工面积 5.10 亿平方米，同比增长 23.40%，较前 8 个月下降 2.60 个百分点，维持较高增长。

销售方面，2021 年 1—9 月，商品房销售面积 13.03 亿平方米，同比增长 11.30%；销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.60%；同比虽有增长，但增速较前 8 个月分别下降 4.60 个百分点和下降 6.20 个百分点；销售出现下行。受调控政策持续、市场观望情绪较重影响，2021 年 7—9 月单月销售额同比增长分别为 -7.1%、-18.7% 和 -15.8%。

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。2021 年 1—9 月，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

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 1.73 万亿元，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。2021 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.37 亿平方米，同比下降 8.50%，土地成交价款 9379 亿元，同比增长 0.30%，受集中供地及贷款集中度管理影响，房地产开发企业拿地节奏有所变化。

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%，增速相较于 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 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人

按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。2021 年 1—9 月，房地产开发到位资金同比增长 11.10%，分项看，国内贷款、自筹资金、定金及

预收款、个人按揭贷款增速分别为 -8.40%、6.10%、25.52%和 10.75%，融资渠道收紧下，房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表 2 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		2021 年 1—9 月	
	金额	占比	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	18769.81	12.39
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10	59.12	0.04
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82	47211.79	31.17
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.31	53.27	85445.21	56.40
其中：定金及预收款	55418.16	33.39	61358.88	34.35	66546.83	34.46	56688.94	37.42
个人按揭	23643.06	14.25	27281.03	15.27	29975.81	15.52	24124.13	15.92
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.90	100.00	151485.92	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 3。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，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 4。

表 4 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

四、经营分析

1. 经营概况

房地产开发是公司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，公司近三年营业收入及净利润逐年增长。2020 年，受结转项目地价相对较高等因素影响，公司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，公司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，公司坚持规模经营、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，公司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，公司还积极参与优质商用物业和保障性住房的开发建设。目前，公司已逐渐形成了康居 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，公司营业总收入（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公司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，房地产开发是公司的核心业务板块，其近三年收入占比均在 93%以上。具体来看，2018—2020 年，公司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。公司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 年随着公司物业管理等商业模式的逐步成熟以及管理规模的增加，公司其他业务对收入的贡献有所提升。

毛利率方面, 2018—2020 年, 公司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, 公司其他业务毛利率呈逐年下降态势。综上, 公司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。

2021 年 1—9 月, 公司实现营业总收入(含利息收入等) 1384.60 亿元, 同比增长 17.86%; 利润总额 250.66 亿元, 同比增长 2.66%。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 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	1824.98	94.19	32.68	2237.31	95.19	35.38	2263.76	93.62	33.48	797.40	88.99	32.41
其他	112.51	5.81	25.09	113.06	4.81	22.53	154.32	6.38	14.33	98.70	11.01	31.19
合计	1937.49	100.00	32.24	2350.38	100.00	34.76	2418.08	100.00	32.25	896.11	100.00	32.28

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

近年来, 公司坚持“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、产业拓展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公司房地产项目毛利率水平的影响。

从近年拿地情况看, 2018 年, 公司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, 公司拿地支出与新增土储项目楼面均价均较上年有所下降, 主要系一方面公司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。公司当期全口径拿地支出占销

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, 公司拿地力度有所加大, 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%, 其中核心城市拿地金额占比达 83%; 公司新增土地储备平均楼面均价为 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, 随着近年来公司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。

2021 年上半年, 公司新增土储计容建筑面积 1651 万平方米, 同比增长 67.78%, 占上半年销售面积的 99%, 维持在合理规模。新增土储中, 一二线城市投资金额占比为 69%, 同比下降 14 个百分点, 公司新增土储楼面均价有所降低。

表 6 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月公司获取土地情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
新增土储项目个数(个)	132	127	146	84
新增土储项目计容面积(万平方米)	3116	2680	3186	1651
拿地支出(亿元)	1927	1555	2353	963
新增土储项目楼面均价(元/平方米)	6184	5802	7388	5833

注: 上表统计口径为全口径

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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

（2）项目建设

近年来，公司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。公司在

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，公司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%。具体情况如下表所示。

表 7 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月公司房地产开发情况

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
新开工面积（万平方米）	4396	4983	4630	2781
竣工面积（万平方米）	2217	2973	3986	1415

注：上表统计口径为全口径

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从在建及拟建项目来看，截至 2021 年 6 月底，公司在建、拟建项目合计 748 个，总建筑面积 28908.86 万平方米（其中待开发面积 7322.76 万平方米）。整体看，公司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。

（3）项目销售

近年来，公司销售规模呈逐年增长态势，区域布局以一二线城市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，公司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 年公司一二线城市及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，公司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，公司在 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。2021 年上半年，公司在珠三角、长三角地区签约销售均超过 700

亿元，合计销售占比达 53%，其中广州实现销售金额超 260 亿元、佛山超 200 亿元，南京、东莞、上海超 100 亿元。整体看，公司核心区域及城市深耕效果显著。

销售回款方面，近年来，为应对行业资金面收紧风险，公司通过将回笼指标纳入业绩考核、建立回笼动态监控机制、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，公司销售回款率逐年提升；2021 年上半年，受到政策调控影响，公司销售回款率有所下降，但仍保持在较高水平。

表 8 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月公司房地产销售情况

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
协议销售面积（万平方米）	2766	3123	3409	1671
协议销售金额（亿元）	4048	4618	5028	2852
协议销售均价（万元/平方米）	1.46	1.48	1.48	1.71
结转面积（万平方米）	1519	1766	2069	/
结转收入（亿元）	1824.98	2237.31	2263.76	797.40
销售回款率（%）	88	93	94	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：联合资信根据公司财务报告整理

结转方面，2018—2020 年，公司结转收入金额持续增长，主要系结转面积增长所致。从结转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

区域对公司的收入贡献很低，具体情况如下表所示。

表9 2018-2020年公司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：联合资信根据公司财务报告整理

3. 其他业务

公司其他业务规模不大，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。

公司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，有望成为公司未来新的规模与利润增长点。

公司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。

公司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34.70%；除税前溢利9.35亿元，同比增长36.44%；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，公司在中国指数研究院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。截至2021年6月底，保利物业在管面积达4.28亿平方米，合同面积达6.22亿平方米，合同管理项目2178个，上半年实现

营业收入51.53亿元，同比增长43.11%。

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，公司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。2021年上半年，公司完成新签约购物中心7个，新签约酒店项目4个。截至2021年6月底，公司已开业购物中心29个，分布于广州、上海、武汉等14个城市，开业面积193万平方米，在营项目出租率超80%；已开业酒店20个，客房数4873间；公寓业态完成以N+、瑜璟阁组成的品牌体系，报告期末在营项目40个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市，累计开业6120个房间。

在不动产金融业务方面，截至2021年6月底，公司在管基金管理规模近1600亿元，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. 经营效率

公司经营效率尚可，处于行业一般水平。

2018-2020年，公司流动资产周转次数分别为0.28次、0.28次和0.23次；公司存货周转率分别为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，公司经营效率处于行业一般水平。

表 10 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

5. 未来发展

公司将坚持“一主两翼”战略，发展战略较为清晰，可实施性较强。

未来，不动产投资开发仍将是公司坚定的主业方向，在“房住不炒”的政策背景下，公司将坚持刚性及改善性需求定位，回归房屋居住属性，不断提升产品设计与配套服务水平；坚持“中心城市+城市群”的城市深耕策略，提升城市研判精准度，把握区域市场结构性机会；发挥央企资源整合优势，创新拓展方式，加大城市更新等多元化拓展力度；加快项目开发建设进程，落地精细化管理，细化考核与激励机制，促进运营效率提升。从具体经营计划来看，2021 年，公司计划完成房地产及相关产业直接投资 3950 亿元，计划新开工面积 4900 万平方米，计划竣工面积 4000 万平方米。

围绕不动产投资开发主业，公司将积极发展和培育不动产产业链业务，在做好主业协同的基础上，持续提升市场化竞争力。一方面，公司将以产业链价值挖掘与资产经营为主线，持续优化产业布局和资源配置，巩固物业等板块的龙头地位，加速培育商管、会展等潜力板块，大力孵化健康养老等产业，完善综合服务布局；强化自持物业管理，打通全周期经营管理机制，提高资产收益水平。另一方面，以产业金融服务为基础，

继续提升房地产基金管理规模 and 市场化程度，加强产业链投资及资本运作能力，推动产融结合，充分发挥产业金融在探索布局新兴战略业务领域的引领作用，打造新的利润增长点。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 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。公司 2021 年 1—9 月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，根据公司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，公司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 2020 年底，公司合并资产总额 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，公司实现营业收入 2430.95 亿元，利润总额 525.38 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 13998.83 亿元，所有者权益 3089.26 亿元（含少数股东权益 1242.96 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 1384.60 亿元，利润总额 250.66 亿元。

2. 资产质量

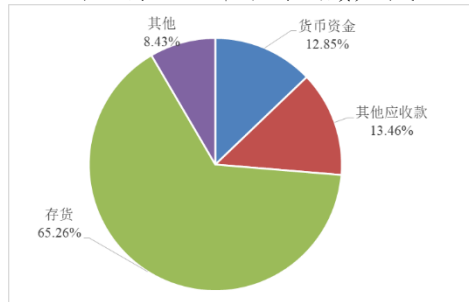
近年来，随着业务规模不断扩大，公司资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例低且存货区域分布较好，投资性房地产采用成本法计量，整体资产质量高。此外，随着合作开发规模扩大，公司长期股权投资和往来款规模不断增加。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.59%，主要系流动资产增长所致。截至 2020 年底，公司合并资产总额 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%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2018—2020 年末，公司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，公司流动资产 11362.26 亿元，较年初增长 21.27%，主要系存货增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司货币资金连续增长，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，公司货币资金 1460.08 亿元，较年初增长 4.73%。公司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。

公司其他应收款主要为公司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，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 13.28%，主要系随着公司业务规模的扩大，合作项目增多，相应的往来款规模增长所致。截至 2020 年底，公司其他应收款 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%。公司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，具体情况如下表所示。

表 11 截至 2020 年底公司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

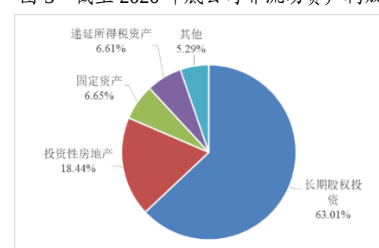
资料来源：公司提供

2018—2020 年末，公司存货连续增长，年均复合增长 25.01%，主要系随着公司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，公司存货 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。考虑到公司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。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司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，公司非流动资产 1151.49 亿元，较年初增长 19.59%，公司非流动资产构成情况如下图所示。

图 3 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司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，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 22.32%，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，公司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，公司长期股权投资 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%。

公司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，公司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 2021 年 6 月底，公司受限资产规模合计 1081.23 亿元，占期末资产总额的 7.82%，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 3.24 亿元、973.99 元、6.90 亿元和 97.09 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 13998.83 亿元，较上年底增长 11.87%，主要系其他应收款、存货及长期股权投资增长所致。其中，流动资产占 90.31%，非流动资产占 9.69%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司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，公司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，公司所有者权益 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。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 3089.26 亿元，较上年底增长 15.86%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 59.76%，少数股东权益占比为 40.24%。

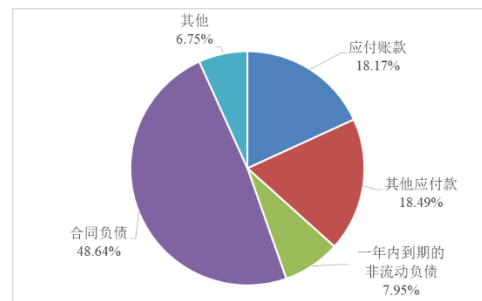
(2) 负债

近年来，随着公司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，但公司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，公司负债总额连续增长，年均复合增长 22.15%，主要系流动负债增长所致。截至 2020 年底，公司负债总额 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%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债连续增长，年均复合增长 29.99%。截至 2020 年底，公司流动负债 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。公司流动负债构成情况如下图所示。

图 4 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司应付账款主要包括应付的工程款项以及预提成本费用等。2018—2020 年末，公司应付

账款连续增长,年均复合增长 72.21%。截至 2020 年底,公司应付账款 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,公司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,公司预收款项与合同负债共计 3664.99 亿元,较年初增长 11.48%。

公司其他应付款主要包括关联方往来款以及各项目建设工程中的工程质保金、押金等。2018—2020 年末,公司其他应付款持续快速增长,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,公司其他应付款 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。公司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,公司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,公司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,公司非流动负债波动增长,年均复合增长 4.07%。截至 2020 年底,公司非流动负债合计 2329.79 亿元,较年初增长 14.21%,主要系长期借款增长所致。公司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,公司长期借款波动增长,年均复合增长 6.73%。截至 2020 年底,公司长期借款 2071.60 亿元,较年初增长 20.39%,主要系公司业务规模不断扩大使得融资需求增加所致。公司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,公司应付债券持续下降,年均复合下降 12.93%。截至 2020 年底,公司应付债券 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%。

截至 2021 年 9 月底,公司负债总额 10909.57 亿元,较上年底增长 10.79%,主要系合同负债、长期借款和应付债券增长所致。其中,流动负债占 73.42%,非流动负债占 26.58%。公司以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末,公司全部债务逐年增长,年均复合增长 7.79%,主要系公司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,公司全部债务 3117.22 亿元,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%。公司债务结构合理且融资成本较低。债务指标方面,2018—2020 年末,公司主要债务指标整体上波动不大,截至 2020 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 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 年末公司净负债率显著下降主要系一方面公司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,公司全部债务分别为 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 12 所示。整体看,公司主要债务指标均表现良好,债务负担适中。

表 12 公司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: 联合资信根据公司财务报告整理

表 13 截至 2020 年底公司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: 公司提供

截至 2021 年 9 月底, 公司全部债务 3553.51 亿元, 较上年底增长 14.00%, 主要系长期借款和应付债券增长所致, 长期债务占比提升至 79.92%。从债务指标来看, 截至 2021 年 9 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.93%、53.49%和 47.90%, 较上年底分别下降 0.76 个百分点、下降 0.40 个百分点和提高 1.35 个百分点。

如将永续债调入长期债务, 截至 2021 年 9 月底, 公司全部债务增至 3755.31 亿元。债务结构方面, 短期债务 713.61 亿元 (占 19.00%)、长期债务 3041.70 亿元 (占 81.00%)。从债务指标看, 截至 2021 年 9 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.37%、56.53%和 51.30%, 较调整前分别上升 1.44 个百分点、3.04 个百分点和 3.40 个百分点。

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, 公司营业收入及净利润均呈逐年增长态势, 公司整体盈利能力

2018—2020 年, 公司营业总收入 (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公司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, 公司费用总额逐年增长, 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, 公司期间费用总额为 156.12 亿元, 较上年增长 15.20%。从构成看, 公司销售费用、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, 公司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，公司营业利润主要还受投资收益的影响。2018—2020年，公司投资收益分别为 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%。由于合作开发是公司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，可对公司利润形成一定补充。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公司利润影响较小。

从盈利指标来看，2018—2020 年，公司总资产收益率分别为 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，公司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，公司盈利能力处于中上水平。

表 14 2020 年主要房地产上市公司盈利指标情况
(单位：%)

公司简称	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数值或有偏差
资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 1384.60 亿元，同比增长 17.86%；实现利润总额 250.66 亿元，同比增长 2.66%；营业利润率为 23.97%，同比下降 2.85 个百分点。

5. 现金流

受销售回款和往来款增长等因素影响，公司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，公司未来仍有较大的外部

融资需求。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入连续增长，年均复合增长 14.87%，主要系销售回款和收到的往来款增长所致。2018—2020 年，公司经营活动现金流出连续增长，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，公司经营活动现金净额波动增长。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动上升，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，公司投资活动现金流出波动下降，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，公司投资活动现金净额呈持续净流出状态，但净流出规模逐年下降，且 2019 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，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 2.15%。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出连续增长，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，公司筹资活动现金净额由净流入转为净流出。考虑到公司业务规模的扩大，其未来仍有较大的外部融资需求。

表 15 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	3111.35	3530.52	4105.13	3617.50
经营活动现金流出小计	2992.42	3138.97	3953.63	3805.04
经营活动现金流量净额	118.93	391.55	151.50	-187.54
投资活动现金流入小计	45.25	21.52	65.72	41.02
投资活动现金流出小计	179.84	126.51	135.00	246.94
投资活动现金流量净额	-134.59	-104.98	-69.27	-205.92
筹资活动前现金流量净额	-15.66	286.57	82.23	-393.47
筹资活动现金流入小计	1526.21	1204.60	1592.70	1374.74
筹资活动现金流出小计	1061.23	1232.95	1611.48	1115.32
筹资活动现金流量净额	464.98	-28.35	-18.78	259.42

资料来源：公司财务报告

2021年1—9月，公司实现经营活动现金净流出187.54亿元，同比增长3.28%；实现投资活动现金净流出205.92亿元，同比增长89.59%，主要系合作开发所致；实现筹资活动现金净流入259.42亿元，同比增长106.84%，主要系净增债务规模增加所致。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标很强，长期偿债指标强。综合考虑公司在股东背景、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。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
短期偿债能力指标	流动比率(%)	172.28	156.23	151.14	157.82
	速动比率(%)	65.63	58.85	52.51	53.01
	经营现金流动负债比(%)	2.67	6.53	2.02	--
	现金类资产/短期债务(倍)	2.13	1.88	1.84	1.85
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	413.17	563.94	597.03	--
	全部债务/EBITDA(倍)	2.97	3.87	3.74	--
	EBITDA利息倍数(倍)	6.49	4.93	5.22	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2018—2020年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别均持续下降。公司现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA连续增长，主要系利润总额增加所致。2020年，公司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利息倍数波动上升，EBITDA对利息的覆盖程度高。2018—2020年，公司全部债务/EBITDA波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债指标强。

银行授信方面，凭借央企信用优势，公司在各大金融机构获得了充足授信。截至2020年底，公司银行贷款授信总额5305亿元，剩余未使用额度为2818亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司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，公司构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，具备在不同市场环境下，快速、充分获取资金的能力。

截至2021年9月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2021年9月底，公司对外担保余额(不含对子公司的担保)183.17亿元，占期末净资产的比例为5.93%，公司或有负债风险小。

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。

截至 2021 年 9 月底,母公司资产总额 4400.48 亿元,所有者权益为 581.92 亿元,负债总额 3818.56 亿元;母公司资产负债率 86.78%;全部债务 542.92 亿元,全部债务资本化比率 48.27%。2021 年 1—9 月,母公司营业收入 7.93 亿元,利润总额 80.16 亿元,投资收益 88.16 亿元。2021 年 1—9 月,母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为-61.35 亿元、-37.60 亿元和-103.82 亿元。截至 2021 年 9 月底,母公司货币资金由上年底 262.86 亿元下降至 60.09 亿元,较上年底下降 77.14%。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告,截至 2021 年 11 月 18 日,公司所有借款均按期偿还本息,未出现延期支付本金和利息的情况。

六、外部支持

公司作为保利集团旗下地产业务的核心运营平台,可在资源整合、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,公司把握央企整合契机,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,公司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,公司收购了保利(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,公司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公司资金支持。2018—2020 年,公司接受保利集团及其下属的保利财务有限公司提供的财务资助金额分别为 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公司快速扩张。截至 2020 年末,公司品牌价值达 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。

七、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-2 保利发展控股集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1134.69	1394.92	1465.16	1322.36
资产总额（亿元）	8464.94	10332.09	12513.75	13998.83
所有者权益（亿元）	1864.94	2295.22	2666.38	3089.26
短期债务（亿元）	533.55	742.87	794.95	713.61
长期债务（亿元）	2149.39	2035.90	2322.27	2839.90
全部债务（亿元）	2682.94	2778.77	3117.22	3553.51
营业收入（亿元）	1945.14	2359.34	2430.95	1383.87
利润总额（亿元）	357.80	505.31	525.38	250.66
EBITDA（亿元）	413.17	563.94	597.03	--
经营性净现金流（亿元）	118.93	391.55	151.50	-187.54
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	179.57
营业利润率（%）	24.19	25.70	24.95	23.97
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	47.90
全部债务资本化比率（%）	58.99	54.76	53.90	53.49
资产负债率（%）	77.97	77.79	78.69	77.93
流动比率（%）	172.28	156.23	151.14	157.82
速动比率（%）	65.63	58.85	52.51	53.01
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	1.85
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.87	3.74	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.49	4.93	5.22	--

注：1. 尾数差异由四舍五入造成；2. 保利发展 2021 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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 1-4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 1-4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）信用等级划分为三等九级，分别为：AAAsf、AAsf、Asf、BBBsf、BBsf、Bsf、CCCsf、CCsf 和 Csf。除 AAAsf 级、CCCsf 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAAsf	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AAsf	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
Asf	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBBsf	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BBsf	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
Bsf	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCCsf	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CCsf	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
Csf	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度 第一期悦和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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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。

深圳前海联易融商业保理有限公司/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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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。

如深圳前海联易融商业保理有限公司/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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2022 年度第一期悦和资产支持票据”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深圳前海联易融商业保理有限公司/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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。