

信用评级公告

联合〔2023〕7311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2022年度第二期悦汇资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“明珠商业保理有限公司2022年度第二期悦汇资产支持票据”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

二〇二三年七月二十八日

明珠商业保理有限公司2022年度第二期悦汇资产支持票据 2023年跟踪评级报告

评级结果

票据名称	未偿金额 (万元)		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
22 悦汇 ABN002 优先	107000.00	107000.00	99.99%	99.99%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
22 悦汇 ABN002 次	10.00	10.00	0.01%	0.01%	NR	NR
合计	107010.00	107010.00	100.00%	100.00%	--	--

注：1.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

跟踪评级相关信息

起息日：2022 年 8 月 4 日

预期到期日：2023 年 8 月 4 日

跟踪期间：2022 年 7 月 23 日 - 2023 年 7 月 28 日

法定到期日：2024 年 8 月 4 日

保利发展：保利发展控股集团股份有限公司

债务人：保利发展及/或保利发展子公司

跟踪评级时间

2023 年 7 月 28 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

分析师：

高北辰 李敦远

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

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 2022 年度第二期悦汇资产支持票据（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注。

跟踪期内，基础资产状况较首评无重大变化；联合资信评定债务人保利发展的主体长期信用等级仍为 AAA，评级展望稳定，作为债务人，其不可撤销地确认有义务足额支付债务人尚未偿还的应付账款，有效保障了基础资产信用质量，从而对“22 悦汇 ABN002 优先”的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信也关注到保利发展项目城市分布较为集中且易受到政策调控影响及毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易项下优先级资产支持票据“22 悦汇 ABN002 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

跟踪期内，保利发展资信水平稳定。保利发展作为中央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、行业经验丰富；土地储备规模较大、质量较好；在行业调整阶段保利发展房地产销售规模体现出较强韧性；保利发展资产质量高、债务负担适中且融资能力很强，

保利发展主要财务数据：

保利发展控股集团股份有限公司（合并口径）				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
现金类资产（亿元）	1465.16	1715.23	1766.97	1519.36
资产总额（亿元）	12513.75	13999.33	14704.64	14480.25
所有者权益（亿元）	2666.38	3029.14	3221.92	3206.87
短期债务（亿元）	794.95	741.44	818.01	695.58
长期债务（亿元）	2322.27	2735.23	3001.99	3010.21
全部债务（亿元）	3117.22	3476.67	3820.00	3705.79
营业总收入（亿元）	2432.08	2850.24	2811.08	399.89
利润总额（亿元）	525.38	500.35	353.01	53.82
EBITDA（亿元）	597.03	577.24	431.06	--
经营性净现金流（亿元）	151.50	105.51	74.22	-141.62
营业利润率（%）	24.98	21.30	17.35	19.07
净资产收益率（%）	15.02	12.28	8.38	--
资产负债率（%）	78.69	78.36	78.09	77.85
调整后资产负债率（%）	69.87	69.19	69.53	68.15
全部债务资本化比率（%）	53.90	53.44	54.25	53.61
流动比率（%）	151.14	152.33	154.39	155.55
经营现金流动负债比（%）	2.02	1.29	0.88	--
现金短期债务比（倍）	1.84	2.31	2.16	2.18
EBITDA 利息倍数（倍）	3.74	3.21	2.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.22	6.02	8.86	--

注：1. 租赁负债未计入全部债务；2. 2023 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

其对入池应收账款承担的足额付款义务有效保障了基础资产信用质量，对优先级资产支持票据“22 悦汇 ABN002 优先”本息偿付仍起到主要的信用支撑作用。

关注

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，受调控政策影响较大；保利发展合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响；2020年以来，保利发展毛利率逐年下降，且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。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

“明珠商业保理有限公司 2022 年度第二期悦汇资产支持票据”（以下简称“本交易”或“本期资产支持票据”）的委托人/发起机构明珠商业保理有限公司（以下简称“明珠保理”或“发起机构”）为设立信托而根据《明珠商业保理有限公司 2022 年度第二期悦汇资产支持票据之信托合同》信托予受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”）的每一笔应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，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，设立“明珠商业保理有限公司 2022 年度第二期悦汇资产支持票据信托”（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本期资产支持票据，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原始债务人保利发展子公司²出具的《买方确认函》及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《付款确认书》予以确认。

根据华能贵诚信托 2023 年 5 月 17 日发布的《关于明珠商业保理有限公司 2022 年度第二期悦汇资产支持票据 2023 年第一次资产支持票据持有人会议的决议公告》，本交易资产服务机构由明珠商业保理有限公司替换为深圳前海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融保理”）。

本交易以基础资产形成的属于本信托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。

二、资产支持票据兑付情况

截至本报告出具日，本期资产支持票据尚未到兑付期。

截至本报告出具日，本交易存续期内资产支持票据情况如下表所示。

表1 截至本报告出具日本交易存续期内发行资产支持票据情况（单位：万元）

债券代码	债券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082280710.IB	22 悦汇 ABN002 优先	2.47%	2022/08/04	2023/08/04	到期一次性还本付息	107000.00
082280711.IB	22 悦汇 ABN002 次	--	--	2023/08/04	到期享有剩余收益	10.00
合计	--	--	--	--	--	107010.00

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本交易基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

基础资产方面，本交易基础资产已于 2022 年 8 月 4 日进行转让登记，登记期限为 60 个月，登记到期日为 2027 年 8 月 3 日。本交易基础资

产涉及的 574 笔应收账款尚未到期，基础资产涉及的债务人、债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。保利发展作为债务人，出具《付款确认书》对应收账款的到期偿付提供无条件的付款承诺。

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合法且可转让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。

² 保利发展子公司：保利发展控股集团股份有限公司经审计合并报表范围内的直接或间接控股的子公司。就每一笔入池应收账款债权而言，指基础交易的贸易买方或工程发包方。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

本交易入池应收账款余额 110298.12 万元，“22 悦汇 ABN002 优先”的票面利率为 2.47%，在考虑了信托税费（增值税及附加费，对增值部分计算 3.00% 的增值税，除了增值税本身外，还需要承担附加税费，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）、由信托财产承担的簿记建档服务费为本交易发行规模的 0.008%、登记托管费及兑付清算费率为优先级资产支持票据兑付本息的 0.005% 及资产

支持票据预期到期日为 2023 年 8 月 4 日等因素的基础上，联合资信测算了应收账款偿付安排对“22 悦汇 ABN002 优先”到期支出的保障程度³，结果如下。

表 2 基础资产回收现金流对“22 悦汇 ABN002 优先”预期支出的保障程度
(单位：万元、倍)

“22 悦汇 ABN002 优先” 票面利率	预期支出	保障比率
2.47%	109764.21	1.0049

注：预期支出=优先级资产支持票据本金×[1+预期收益率×(存续期间/365)]+由信托财产承担的合计费用；保障比率=基础资产现金流入/预期支出
资料来源：联合资信整理

以上测试结果表明，基础资产所涉应收账款金额能够覆盖“22 悦汇 ABN002 优先”到期支出。

四、保利发展信用风险分析（具体分析详见附件 1-1）

跟踪期内，保利发展资信水平维持稳定，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为债务人为优先级资产支持票据的预期收益和本金偿付仍起到主要的信用支撑作用。

保利发展主营业务为房地产开发和经营、物业管理等（行业分析详见《2023 年房地产行业分析》）。截至 2023 年 3 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，持有保利发展 37.69% 的股权，保利集团直接及间接持有保利发展 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 2022 年底，保利发展合并资产总额 14704.64 亿元，所有者权益 3221.92 亿元（含少数股东权益 1259.27 亿元）；2022 年，保利发展实现营业总收入 2811.08 亿元，利润总额 353.01 亿元。

截至 2023 年 3 月底，保利发展合并资产总额 14480.25 亿元，所有者权益 3206.87 亿元（含少数股东权益 1226.28 亿元）；2023 年 1—3 月，保利发展实现营业总收入 399.89 亿元，利润总额 53.82 亿元。

保利发展作为中央国有控股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；在行业调整阶段保利发展房地产销售规模体现出较强韧性；保利发展资产质量高、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易受到政策调控影响及保利发展毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

优势

1. 保利发展股东背景雄厚，且对其支持力度较大。保利发展作为中国保利集团有限公司旗下地产业务的核心运营平台，近年来在地产业务资源整合和资金等方面均得到了股东的大力支持。
2. 保利发展销售规模保持韧性，规模优势突出。2022 年，保利发展签约销售金额 4573 亿元，同比下降 14.51%，下降幅度低于行业整体水平，保利发展作为龙头央企具备较强韧性。
3. 保利发展拿地方式多元，项目储备充足且质

³ 根据 2023 年 7 月 7 日签署完毕的《明珠商业保理有限公司 2022 年度第二期悦汇资产支持票据替代资产服务机构之服务合同》，替代资产服务机构报酬为按照信托财产分配顺序支付完优先级资产支持票据本金及费用支出（除替

代资产服务机构报酬）后的剩余信托财产。

量较好。近年来，保利发展通过招拍挂、合作开发、旧改以及收并购等多元化方式获取土地，可售项目储备充足，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。

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较低，资产质量高。截至 2022 年底，保利发展全部债务资本化比率 54.25%，债务负担适中。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 2022 年底，保利发展综合融资成本为 3.92%，较上年底下降 0.54 个百分点，其中直接融资平均成本仅为 2.88%。

关注

1. 房地产市场运行存在一定不确定性，保利发

展面临房地产行业政策风险及合作方风险。2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，未来房地产市场运行存在一定不确定性。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，受调控政策影响较大。同时，保利发展合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

2. 2020 年以来，保利发展毛利率逐年下降，且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。2020 年以来，保利发展毛利率逐年下降；2022 年保利发展新增土储楼面均价大幅增长，叠加当期部分一二线城市房地产预售价格限制较为严格，上述情况对保利发展房地产销售毛利率形成持续下降压力。

五、其他参与方履职情况

跟踪期间，本交易受托人和资金保管机构均未发生替换，履职情况稳定。资产服务机构由明珠保理替换为联易融保理。联易融保理具体情况如下。

替代资产服务机构/保理商

本交易的替代资产服务机构联易融保理拥有较为成熟的商业保理业务经验，作为本交易的替代资产服务机构履职能力较好。

本交易的替代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 2023 年 3 月底，联易融保理注册资本为 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，已全部实缴。截至 2023 年 3 月底，联易融保理的股东为联易融数字科技集团有限公司，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 2022 年底，联易融保理资产规模为 26.46 亿元，其中流动资产占比为 99.62%；负债总额为 15.98 亿元，流动负债占比 38.33%；股东权益总额为 10.48 亿元。2022 年度，联易融保理实现营业收入 2.19 亿元，利润总额 212.22 万元，净利润-86.59 万元。

截至 2023 年 3 月底，联易融保理资产总额 26.91 亿元，负债总额 16.45 亿元，所有者权益 10.46 亿元。2023 年 1—3 月，联易融保理实现营业收入 0.39 亿元，实现利润总额-0.02 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个大类。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与

机构履职状况进行了持续的关注。

跟踪期内，基础资产状况较首评无重大变

化；联合资信评定债务人保利发展的主体长期信用等级仍为AAA，评级展望为稳定，作为债务人，其不可撤销地确认有义务足额支付债务人尚未偿还的应付账款，有效保障了基础资产信用质量，从而对“22悦汇ABN002优先”的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信也关注到保利发展项目城市分布较为集中且易受到政策调控影响及毛利率等盈利指标下降等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据“22悦汇ABN002优先”的信用等级为AAA_{sf}，该评级结果反映了“22悦汇ABN002优先”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 保利发展控股集团股份有限公司信用分析

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。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 2023 年 3 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。

公司主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等。

截至 2022 年底，公司本部内设战略投资中心、地产管理中心、产业管理中心、财务金融中心和风险管理中心等职能部门。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 14704.64 亿元，所有者权益 3221.92 亿元（含少数股东权益 1259.27 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 2811.08 亿元，利润总额 353.01 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 14480.25 亿元，所有者权益 3206.87 亿元（含少数股东权益 1226.28 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 399.89 亿元，利润总额 53.82 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

2022 年，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速⁴（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基

⁴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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸

易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数 (CPI) 上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政

策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年 (3.90 万亿元) 显著

扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022 年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降 10.00%至 13.29 万亿元，降幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70%和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65%和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，受部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；成交规划建筑面积 62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年同期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三

名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

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、%）

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2022 年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动

性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022 年调控政策逐步松绑转向宽松。2022 年 4 月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住

房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建

立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见表3。

表3 2022年以来中央层次房地产行业总基调政策

时间	政策来源	主要内容
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了《改善优

质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善针对30家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表4 2022年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022年2月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022年4月	央行、外汇局	出台23条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放

2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

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；2020—2022 年，公司营业总收入波动增长；受结转项目地价相对较高致使盈利空间缩减等因素影响，公司房地产业务毛利率逐年下降。

作为央企下属的大型房地产开发企业，公司现已形成“不动产投资开发为主，综合服务与不动产金融为翼”的业务板块布局。公司经营稳健，长期保持行业领先地位，目前公司产品已涵盖住宅、写字楼、酒店以及购物中心等多种业态，其中住宅产品聚焦刚性需求与改善性需求。

项目获取方面，公司根据市场环境、销售回笼和资源储备等方面情况动态补充土地资源。区域布局上则采取以核心城市及重点城市群为主的土地布局策略，重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝和海西等国家重点

发展区域，拿地方式以公开市场招拍挂方式为主，同时通过旧城改造、合作开发、产业拓展以及兼并收购等灵活的拓展方式以低成本获取项目资源，具备较强的多元化资源拓展能力。

从经营情况看，2020—2022 年，公司营业总收入（含利息收入等）波动增长，年均复合增长 7.51%，其中 2022 年因竣工下降，公司营业总收入小幅下降。

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 90%以上。具体来看，2020—2022 年，公司房地产销售收入波动增长，年均复合增长率为 6.46%，其中 2022 年小幅下降。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，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，公司其他业务收入逐年增长，对收入的贡献持续提升。

毛利率方面，2020—2022 年，公司房地产

开发板块毛利率持续下降，主要系结转项目土地成本增长致使盈利空间缩减所致；公司其他业务毛利率持续增长。综上，2020年以来，公司主营业务毛利率持续下降，与行业利润率下行趋势一致。

2023年1—3月，公司实现营业总收入399.89亿元，同比增长19.17%；综合毛利率21.93%，同比下降6.00个百分点，但与2022年全年水平基本持平。

表5 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022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	2263.76	93.62	33.48	2607.67	91.87	27.13	2565.78	91.61	21.79
其他	154.32	6.38	14.33	230.89	8.13	19.91	235.03	8.39	21.74
合计	2418.08	100.00	32.25	2838.56	100.00	26.55	2800.80	100.00	21.79

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

公司坚持“中心城市+核心城市群”的战略布局，通过多元化方式获取土地，项目资源储备丰富，土储质量较好。2020年以来，公司拿地规模持续下降，但向高能级城市聚集，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，2020—2022年，公司拿地支出金额持续下降，但保持一定拓展力度，

拿地支出占当年签约销售金额比重已连续两年保持在35%左右；公司新增土储楼面均价有所波动，2022年公司拿地进一步向高能级城市聚焦，全年38个核心城市拓展金额占比达98%，新增土储项目楼面均价大幅提升。

2023年一季度，公司拿地支出185亿元，较上年同期下降45.75%；公司主要在广州、西安及南京获取土地，楼面价较上年全年楼面均价继续提升。

表6 公司获取土地情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
新增土储项目个数(个)	146	145	91	/
新增土储项目计容面积(万平方米)	3186	2722	1054	92
拿地支出(亿元)	2353	1857	1613	185
新增土储项目楼面均价(元/平方米)	7388	6822	15394	20109
拿地支出占当年(期)签约销售金额比例	46.80%	34.72%	35.27%	16.21%

注：1.上表统计口径为全口径；2.“/”表示数据未获取
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2022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7451.78万平方米，约为公司2022年签约销售面积的2.62倍，公司可售规模充裕。

(2) 项目建设

2020—2022年，受行业调整影响，公司新开工面积及竣工面积呈现波动下降状态；2023年一季度公司新开工面积继续同比大幅下降。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。

2020—2022年，因拿地力度下降，公司新开工面积波动增下降，年均复合下降28.48%；公司竣工面积较为稳定，仅小幅波动。2023年一季度，公司新开工面积同比下降67.38%，竣工面积同比增长9.55%。具体情况如下表所示。

表7 公司房地产开发情况

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	4630	5155	2375	198
竣工面积（万平方米）	3986	4193	3975	516

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2023年3月底，公司在建和拟建国内项目合计674个，在建面积11285万平方米，待开发面积6398万平方米。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。此外，公司合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

（3）项目销售

2020—2022年，公司签约销售金额波动下降，但销售排名有所提升，销售回款率保持稳定。

具体销售情况方面，2020—2022 年，公司

签约销售金额波动下降，其中 2022 年同比下降 14.51%，公司签约销售金额下降规模远小于行业平均水平，2022 年全口径及权益口径克而瑞销售排名提升至第二名。2023 年一季度，公司签约销售金额同比增长 25.80%，克而瑞全口径及权益口径销售排名提升至行业第一。

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以及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。2020—2022 年，公司销售回款率维持在 93%左右，2023 年一季度略有下降。

表8 公司房地产销售情况

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
协议销售面积（万平方米）	3409	3333	2748	631
协议销售金额（亿元）	5028	5349	4573	1141
协议销售均价（万元/平方米）	1.48	1.60	1.66	1.81
销售回款率（%）	93.6	93.8	93.4	90.5
结转面积（万平方米）	2069	3013	2870	/

注：1.上表销售数据统计口径为全口径，结转面积数据为并表口径；2. “/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 经营效率

公司各经营效率指标波动幅度不大。

表9 公司经营效率指标

	2020 年	2021 年	2022 年
流动资产周转次数	0.23	0.24	0.22
存货周转次数	0.25	0.27	0.26
总资产周转次数	0.21	0.22	0.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022 年，公司各经营效率指标波动幅度不大。

表10 2022 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	0.40	0.33	0.27

招商蛇口	0.36	0.28	0.21
华润置地	0.34	0.32	0.21
中国海外发展	0.30	0.27	0.20
保利发展	0.26	0.22	0.20

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind，与报告中联合信信的计算数值或有偏差

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 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”的政策引领下，公司将继续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。

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，提升商管、公寓、会展等板块的运营能力与市场化程度，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，持续提升房地产基金管理规模和市场化程度，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

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020—2022 年财务报告进行了审计，并均

出具了标准无保留意见的审计结论。2023 年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 14704.64 亿元，所有者权益 3221.92 亿元（含少数股东权益 1259.27 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 2811.08 亿元，利润总额 353.01 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 14480.25 亿元，所有者权益 3206.87 亿元（含少数股东权益 1226.28 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 399.89 亿元，利润总额 53.82 亿元。

2. 资产质量

2020—2022 年，公司资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例较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。

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.40%，主要系流动资产增长所致。截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.04%，以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	11362.26	90.80	12473.42	89.10	13004.01	88.43	12749.78	88.05
货币资金	1460.08	11.67	1713.84	12.24	1765.37	12.01	1518.04	10.48
其他应收款	1529.69	12.22	1576.87	11.26	1574.09	10.70	1526.63	10.54
存货	7414.75	59.25	8096.56	57.84	8778.93	59.70	8772.52	60.58
非流动资产	1151.49	9.20	1525.91	10.90	1700.64	11.57	1730.46	11.95
长期股权投资	725.50	5.80	950.89	6.79	1062.50	7.23	1079.40	7.45
资产总额	12513.75	100.00	13999.33	100.00	14704.64	12513.75	14480.25	100.00

注：占比指该科目在资产总额中的占比

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2020—2022 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.98%，主要系货币资金和存货增长所致。

2020—2022 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 9.96%，2021 年房地产业务销售回款规模及融资规模增长，2022 年公司对非并表公司的投资支出减少。公司货币资金中有 10.95

亿元受限，主要为履约保证金存款，受限比例为0.62%，此外，有479亿元为预售监管资金。

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。2020—2022年末，公司其他应收款小幅波动。截至2022年底，公司其他应收款从

账龄看，1年以内占37.60%，1~2年占22.94%，2~3年占17.26%，3年以上占22.20%。公司其他应收款累计计提坏账准备8.17亿元。按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款集中度较低，具体情况如下表所示，其中西藏信昇股权投资合伙企业(有限合伙)的股东多为金融机构。

表12 截至2022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
广州福兴房地产开发有限公司	项目开发资金投入	69.19	1年以内、1至2年、2至3年、3年以上	4.37
上海华轶实业有限公司	项目开发资金投入	44.32	1年以内、1至2年、2至3年、3年以上	2.80
西藏信昇股权投资合伙企业(有限合伙)	与子公司合作方股东的往来款	25.02	1年以内、1至2年、2至3年、3年以上	1.58
北京望和润致置业有限公司	项目开发资金投入	22.25	1年以内	1.41
广东葛洲坝房地产开发有限公司	与子公司合作方股东的往来款	18.27	3年以上	1.15
合计	--	182.37	--	11.31

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022年末，公司存货持续增长，年均复合增长8.81%，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2022年底，公司存货8778.93亿元，从构成看，存货主要由房地产开发成本(占80.87%)和房地产开发产品(占19.06%)构成，开发产品占比较上年底上升6.59个百分点。因可变现净值低于开发成本账面金额，累计计提跌价准备21.33亿元。

(2) 非流动资产

2020—2022年末，公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，规模持续增长，年均复合增长21.53%，主要系长期股权投资增长所致。

公司长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资。2020—2022年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长21.02%，主要系对联营企业的投资增加以及联合营企业结转利润增加所致。截至2022年底，公司长期股权投资中对合营企业投资占31.29%、对联营企业投资占68.71%。

截至2022年底，公司资产受限比例较低。

表13 截至2022年底公司受限资产情况

(单位:亿元)

受限资产	金额	占总资产比重
货币资金	10.95	0.07%
存货	1603.22	10.90%
固定资产	26.27	0.18%
投资性房地产	101.28	0.69%
合计	1741.72	11.84%

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年3月底，公司资产规模及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。

2020—2022年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长9.92%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2022年底，公司所有者权益3221.92亿元，较上年底增长6.36%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占3.72%、5.47%、47.04%和39.08%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020—2022 年，公司负债规模及有息债务规模均逐年增长，但公司债务结构以长期债务为主，融资成本较低且融资能力很强。

2020—2022 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.98%。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 4.67%，以流动负债为主。

表 14 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	7517.58	76.34	8188.17	74.64	8422.80	73.35	8196.63	72.71
应付账款	1365.64	13.87	1301.27	11.86	1620.47	14.11	1415.76	17.27
其他应付款	1389.85	14.11	1457.82	13.29	1319.12	11.49	1167.57	14.24
合同负债	3656.31	37.13	4160.17	37.92	4120.19	35.88	4401.14	53.69
一年内到期的非流动负债	597.99	6.07	605.75	5.52	799.47	6.96	683.74	8.34
非流动负债	2329.79	23.66	2782.01	25.36	3059.92	26.65	3076.75	27.29
长期借款	2071.60	21.04	2319.04	21.14	2424.82	21.12	2426.83	28.88
应付债券	250.66	2.55	416.20	3.79	577.16	5.03	583.38	18.96
负债总额	9847.37	100.00	10970.19	100.00	11482.73	100.00	11273.38	100.00

注：占比指该科目在负债总额中的占比

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 5.85%，主要系合同负债增长所致。

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。2020—2022 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.93%。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 24.53%，主要系应付工程款增长所致。

2020—2022 年末，随着签约销售金额波动增长，公司合同负债随之增长，年均复合增长 6.15%。因行业下行销售受阻，且公司保持稳定的交付力度，公司 2022 年末合同负债较上年底下降 0.96%。

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。2020—2022 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 2.58%，主要系合作方往来款减少所致。截至 2022 年底，公司其他应付款主要由房地产合作方往来款（占 40.29%）和合联营企业及其他关联方往来款（占 40.97%）构成。

2020—2022 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 15.63%，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 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 799.47 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 84.14%）构成。

2020—2022 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 14.60%，主要系长期借款增长所致。

2020—2022 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 8.19%。截至 2022 年底，公司长期借款主要由保证借款（占 50.58%）、抵押借款（占 25.35%）、信用借款（占 14.06%）和质押借款（占 10.01%）构成，利率区间为 1.20%~5.98%。

2020—2022 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 51.74%。2022 年公司加大直接融资力度，以较低利率发行大量公司债和中票，年内发行合计金额 263.00 亿元。应付债券余额中公司债、中票和美元债分别占 43.24%、50.74%和 6.02%。

2020—2022 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.70%，主要系公司保持一定拿地规模和货币资金规模使得融资需求随之增加所致。截至 2022 年底，公司全部债务 3820.00 亿

元（不含租赁负债），较上年底增长 9.88%，其中长期债务占 78.59%。如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，公司全部债务增至 3910.01 亿元，长期债务 3092.00 亿元（占 79.08%）；从债

务指标看，截至 2022 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较调整前分别上升 0.61 个百分点、1.28 个百分点和 1.45 个百分点。

表 15 公司主要债务指标情况（单位：%）

指标	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债
资产负债率	78.69	80.31	78.36	79.70	78.09	78.70	77.85	78.41
调整后资产负债率	69.87	72.15	69.19	71.09	69.53	70.39	68.15	68.96
全部债务资本化比率	53.90	57.39	53.44	56.31	54.25	55.52	53.61	54.78
长期债务资本化比率	46.55	50.60	47.45	50.69	48.23	49.68	48.42	49.72
净负债率	61.96	75.22	58.15	68.54	63.72	68.43	68.18	72.54

注：净负债率=（全部债务-现金类资产）/所有者权益
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务指标来看，2020—2022 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率持续增长。截至 2022 年底，公司加权平均融资成本为 3.92%，较上年底下降 0.54

个百分点，其中直接融资成本 2.88%，融资成本优势较为明显。公司债务负担适中且融资成本较低。公司债务期限结构分布均匀，短期偿债压力不大。

表 16 截至 2022 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	占比
1 年以内	11.97	799.47	--	--	811.45	21.28%
1~2 年	--	--	930.44	114.16	1044.60	27.39%
2~3 年	--	--	832.76	167.00	999.76	26.22%
3 年以上	--	--	661.63	296.00	957.63	25.11%
合计	11.97	799.47	2424.82	577.16	3813.43	100.00%

注：上表中未包含应付票据、交易性金融负债及永续债
资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司负债、债务规模较上年底略有下降，结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入呈波动增长态势；由于毛利率逐年压缩叠加投资收益波动下降，公司利润总额和盈利指标持续下降，盈利指标在行业内处于一般水平。

公司营业总收入、成本等情况分析详见经营概况。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 4.96%。2022 年，公司费用总额为 171.99 亿元，同比下降 2.50%，主要系公司加强各项费用管控，管理费用减少所致。

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。2020—2022 年，公司投资收益波动下降，年均复合下降 17.29%，主要系结转的合作项目毛利低所致。2022 年，投资收益占营业利润比重为 12.11%。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。

表 17 公司盈利指标情况

盈利指标	2020 年	2021 年	2022 年
营业利润率	24.98%	21.30%	17.35%
总资产收益率	7.94%	6.57%	4.62%
净资产收益率	15.02%	12.28%	8.38%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降，与行业利润下行的整体形势趋同。与国内主要房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于一般水平。

表 18 2022 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	19.55	9.45	2.96
招商蛇口	19.25	3.76	1.96
华润置地	26.22	11.94	5.47
中国海外发展	21.29	6.67	3.90
保利发展	21.99	9.36	2.62

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

表 19 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	4105.13	5086.96	4489.98	939.32
经营活动现金流出小计	3953.63	4981.45	4415.75	1080.95
经营活动现金流量净额	151.50	105.51	74.22	-141.62
投资活动现金流入小计	65.72	40.35	93.15	9.74
投资活动现金流出小计	135.00	240.22	86.78	18.43
投资活动现金流量净额	-69.27	-199.87	6.37	-8.69
筹资活动前现金流量净额	82.23	-94.35	80.60	-150.31
筹资活动现金流入小计	1592.70	1994.86	1708.16	335.58
筹资活动现金流出小计	1611.48	1650.29	1738.31	430.65
筹资活动现金流量净额	-18.78	344.58	-30.15	-95.07

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 4.58%，2022 年出现下降主要系销售回款下降所致。同期经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 5.68%，主要系项目投资规模和支付的往来款规模增加所致，2022 年受拿地及建设支出下降影响，相关流出有所减少。受上述因素影响，公司经营活动现金净额为净流入，但净流入规模持续下降，年均复合下降 30.01%。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 19.05%，总体规模小；投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 19.82%，主要系合作项目对外投资规模减少所致。其中 2021 年公司对外投资规模大

2023 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 19.17%；利润总额 53.82 亿元，同比增长 4.81%；营业利润率为 19.07%，同比下降 4.54 个百分点。

5. 现金流

2020—2022 年公司经营活动净现金流入持续下降，其中 2021 年不能覆盖投资活动净现金流出。2021 年由于公司加大融资力度，且并表项目合作方投入有一定增长，公司筹资活动净现金流转为大额净流入；2022 年由于偿还较多永续债、新增借款减少叠加合作方对子公司投入减少，筹资活动净现金流再次净流出。

幅增长，经营活动净现金流入无法继续覆盖投资活动需求。2022 年投资活动现金流转为净流入，公司减少对非并表项目的投资支出。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 3.56%；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 3.86%。2021 年，公司加大融资力度，且并表项目合作方投入也有一定增长，导致 2021 年筹资现金大额净流入。2022 年，公司赎回永续债规模增加，合作方对子公司投入减少，叠加新增借款减少，公司筹资现金转为净流出。

2023 年一季度，受销售回款同比增长及拿地支出同比下降影响，公司经营活动现金净流出规模同比下降 64.49%；投资活动现金净流出规

模同比下降 65.17%；公司筹资活动净流出 95.07 亿元，债务规模有所下降。

6. 偿债指标

公司短期与长期偿债指标均表现良好。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月底
短期偿债指标	流动比率 (%)	151.14	152.33	154.39	155.55
	速动比率 (%)	52.51	53.45	50.16	48.52
	经营现金流动负债比 (%)	2.02	1.29	0.88	--
	现金类资产 / 短期债务 (倍)	1.84	2.31	2.16	2.18
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	597.03	577.24	431.06	--
	全部债务 / EBITDA (倍)	5.22	6.02	8.86	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.74	3.21	2.69	--

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，2020—2022 年末，公司流动比率持续增长，速动比率波动下降，现金短期债务比波动增长。2023 年 3 月末各短期偿债指标较上年底变化不大。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长，但 EBITDA 对利息和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 2023 年 3 月底，公司银行贷款授信总额 5383 亿元，剩余未使用额度为 2500 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司及子公司保利物业服务股份有限公司分别为上海证券交易所和香港证券交易所上市公司，其直接融资渠道畅通。作为国有控股的大型房地产上市企业，公司构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等

为辅的多元化融资体系，具备在不同市场环境下，快速、充分获取资金的能力。

截至 2022 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2022 年底，公司对外担保余额 171.21 亿元，主要为对合联营企业的担保，占期末净资产的比例为 5.31%，对购房者累计担保余额 1853.74 亿元，公司或有负债风险小。

8. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9144010741884392G），截至 2023 年 2 月 22 日，公司所有借款均按期偿还本息，未出现延期支付本金和利息的情况。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 4 月 28 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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，可在资金等方面得到保利集团的大力支持。

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。2020—2022 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 150.19 亿元、179.33 亿元和 168.16 亿元。

七、结论

基于对公司经营风险、财务风险和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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1465.16	1715.23	1766.97	1519.36
资产总额 (亿元)	12513.75	13999.33	14704.64	14480.25
所有者权益 (亿元)	2666.38	3029.14	3221.92	3206.87
短期债务 (亿元)	794.95	741.44	818.01	695.58
长期债务 (亿元)	2322.27	2735.23	3001.99	3010.21
全部债务 (亿元)	3117.22	3476.67	3820.00	3705.79
营业总收入 (亿元)	2432.08	2850.24	2811.08	399.89
利润总额 (亿元)	525.38	500.35	353.01	53.82
EBITDA (亿元)	597.03	577.24	431.06	--
经营性净现金流 (亿元)	151.50	105.51	74.22	-141.62
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	113.20	100.97	77.57	--
存货周转次数 (次)	0.25	0.27	0.26	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.22	0.20	--
现金收入比 (%)	132.80	132.94	105.71	191.16
营业利润率 (%)	24.98	21.30	17.35	19.07
总资本收益率 (%)	7.94	6.57	4.62	--
净资产收益率 (%)	15.02	12.28	8.38	--
长期债务资本化比率 (%)	46.55	47.45	48.23	48.42
全部债务资本化比率 (%)	53.90	53.44	54.25	53.61
资产负债率 (%)	78.69	78.36	78.09	77.85
调整后资产负债率 (%)	69.87	69.19	69.53	68.15
流动比率 (%)	151.14	152.33	154.39	155.55
速动比率 (%)	52.51	53.45	50.16	48.52
经营现金流动负债比 (%)	2.02	1.29	0.88	--
现金短期债务比 (倍)	1.84	2.31	2.16	2.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.74	3.21	2.69	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.22	6.02	8.86	--

注：1. 尾数差异由四舍五入造成；2. 租赁负债未调整入全部债务；3. 保利发展 2023 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；4. “--” 代表计算无意义的数

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+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含义

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。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务