

信用评级公告

联合〔2022〕9632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年度第四期悦汇资产支持票据”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2022年度第四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

二〇二二年十一月七日

明珠商业保理有限公司2022年度第四期悦汇 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	49390.00	99.98%	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10.00	0.02%	NR
合计	49400.00	100.00%	--

注：1.本报告的评级结论为联合资信基于2022年11月7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/保理商/资产服务机构：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

保利发展子公司/原始债务人：保利发展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

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：华能贵诚信托有限公司

资金保管机构：中国工商银行股份有限公司广州分行

牵头主承销商/簿记管理人/兴业银行：兴业银行股份有限公司

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

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11月17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11月7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“明珠商业保理有限公司2022年度第四期悦汇资产支持票据”（以下简称“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。

本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，入池基础资产包含182笔应收账款债权，债务人为保利发展及/或保利发展子公司。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，保利发展出具《付款确认书》，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保利发展毛利率下降等因素可能给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，在优先级资产支持票据发行利率不超过2.90%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2.90%的情形。

综合上述因素，联合资信确定本交易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严格。本交易制定了较为严格的基础资产合格标

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	1394.92	1465.16	1715.23	1304.84
资产总额（亿元）	10332.09	12513.75	13999.33	14480.60
所有者权益（亿元）	2295.22	2666.38	3029.14	3198.23
短期债务（亿元）	742.87	794.95	741.44	683.29
长期债务（亿元）	2035.90	2322.27	2735.23	2966.32
全部债务（亿元）	2778.77	3117.22	3476.67	3649.61
营业总收入（亿元）	2359.81	2432.08	2850.24	1564.37
利润总额（亿元）	505.31	525.38	500.35	244.92
EBITDA（亿元）	563.94	597.03	577.24	--
经营性净现金流（亿元）	391.55	151.50	105.51	-298.57
营业利润率（%）	25.72	24.98	21.30	20.50
净资产收益率（%）	16.36	15.02	12.28	--
资产负债率（%）	77.79	78.69	78.36	77.91
调整后资产负债率（%）	67.42	69.87	69.19	67.70
全部债务资本化比率（%）	54.76	53.90	53.44	53.30
流动比率（%）	156.23	151.14	152.33	156.20
经营现金流流动负债比（%）	6.53	2.02	1.29	--
现金短期债务比（倍）	1.88	1.84	2.31	1.91
EBITDA 利息倍数（倍）	3.87	3.74	3.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.93	5.22	6.02	--

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，系四舍五入造成；2. 租赁负债未计入全部债务；3. 2022 年 1-9 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字

资料来源：联合资信根据保利发展财务报告整理

分析师：

高北辰 王劲蒙

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

准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利，并且放弃一切抗辩权利（包括但不限于商业纠纷抗辩权）。

2. **保利发展信用水平极高。**保利发展作为中央国有控股的大型房地产上市企业，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。保利发展项目储备充足且质量较好；2019—2021 年保利发展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。保利发展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，对资产支持计划受益凭证本息偿付起到了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 2.90%，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. **需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。2019 年以来，保利发展毛利率逐年下降；保利发展主要布局城市竞争激烈，部分城市存在限价情况，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、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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、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

1. 交易结构

“明珠商业保理有限公司 2022 年度第四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/资产服务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 年度第四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 年度第四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。

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。

图 1 交易安排



资料来源：发起机构提供

¹ 附属权益：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. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为 49400.00 万元。其中，优先级资产支持票据发行规模为 49390.00 万元，次级资产支持票据发行规模为 10.00 万元，全部由发起机构认购，且信托存续期间不得转让。优先级资产支持票据采用固定

利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预期到期日为 2023 年 11 月 17 日，还本付息方式为到期一次性还本付息；次级资产支持票据不设票面利率，享有最终剩余收益。本信托法定到期日为自信托生效日起 24 个月届满之日。

表 1 资产支持票据概要（单位：万元）

票据名称	募集金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级资产支持票据	49390.00	99.98%	2023 年 11 月 17 日	到期一次性还本付息
次级资产支持票据	10.00	0.02%	2023 年 11 月 17 日	到期享有剩余收益
合计	49400.00	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

本交易制定了明确、较为严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产系指委托人为设立本信托而根据《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。《信托合同》约定华能贵诚信托应在信托生效后 5 个工作日内就基础资产项下应收账款债权信托予受托人（代表信托）事宜在中登网办理完毕相应转让登记手续；并就应收账款债权项下的质押担保（如有）在中登网办理完毕以受托人为唯一质权人的相应变更登记手续，原始权益人应当积极配合。

根据本交易约定，入池基础资产在初始起算日³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）原始债权人与原始债务人之间的交易

具有真实的交易背景，原始债权人与原始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原始债务人发出《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，并且放弃一切抗辩权利（包括但不限于商业纠纷抗辩权）。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

³ 初始起算日：资产池的封池日，即从该日起（含该日）资产池产生的全部回

收款应归入信托财产，即 2022 年 11 月 3 日

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⁴，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保利发展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，如原始债权人不是保利发展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资产支持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⁵最终确定每笔不合格资产的赎回价格⁶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后的 2 个工作日 (含该日) 或支付日⁷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⁸下午三点前向债务人提示付款并确认原始债务人和/或保利发展拟付款情况。

自信托生效日 (含该日) 起，原始债务人应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于应

⁴ 预期到期日：受托人在《信托合同》中说明的信托及/或各类别资产支持票据的既定存续期，预期到期日为 2023 年 11 月 17 日。

⁵ 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。

⁶ 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)。

⁷ 支付日：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，即每个应收账款到期日后的第 4 个工作日

⁸ 提示付款日：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提示各笔应收账款债权的到期付款时间之日。

收账款到期日⁹12:00 之前支付至信托保管专户；如在应收账款到期日当日 12:00 前原始债务人未足额清偿应收账款的，保利发展应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于应收账款到期日 16:00 支付至信托保管专户。

在信托期限内，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¹⁰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）；

（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）支付优先级资产支持票据的当期利息；

（f）支付优先级资产支持票据的本金，直至优先级资产支持票据的本金清偿完毕；

（g）支付次级资产支持票据的本金，直至次级资产支持票据的本金清偿完毕；

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

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）支付优先级资产支持票据的利息（包括以往各期应付未付的优先级资产支持票据利息，如有）；

（g）支付优先级资产支持票据的本金，直至优先级资产支持票据的本金清偿完毕；

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

⁹ 应收账款到期日：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。

¹⁰ 信托利益核算日：每个支付日前的第 3 个工作日。

二、交易结构分析

1. 到期支付义务

保利发展整体偿债能力极强,其对入池应收账款承担的到期支付义务对优先级资产支持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保利发展出具的《付款确认书》,如在应收账款到期日当日12:00前原始债务人未足额清偿应收账款的,保利发展不可撤销地确认有义务在应收账款到期日当日16:00前向信托保管专户足额支付债务人尚未偿还的应付账款。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质量,从而对优先级资产支持

票据的本息偿付起到主要的信用支撑作用。

2. 利率风险

本交易通过折价购买来保障基础资产现金流对优先级资产支持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优先级资产支持票据募集总额的103.13%,通过应收账款的折价购买来保障优先级资产支持票据预期收益的支付。假设优先级资产支持票据存续期为365天,根据基础资产回收现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖测算,在发行时确认的优先级资产支持票据利率不超过2.90%、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资产支持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,联合资信对该基础资产池进行了分析。

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子公司在日常经营活动中形成的应收账款,共计182笔,应收账款余额共计50934.70万元,共涉及109户原始债务人,103户原始债权人¹¹。本期入池基础资产中涉及关联交易,详见“6.关联资产分布”。

表2 基础资产池概况

应收账款笔数(笔)	182
应收账款余额总计(万元)	50934.70

原始债务人户数(户)	109
原始债权人户数(户)	103
单笔应收账款最小余额(万元)	30.53
单笔应收账款最大余额(万元)	1968.75
平均应收账款债权余额(万元)	279.81

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

基础资产池涉及的应收账款的类型主要为工程施工类。

从应收账款类型来看,入池的应收账款主要为工程施工类(占86.75%)。

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	153	44186.52	86.75%
材料设备采购类	29	6748.18	13.25%
合计	182	50934.70	100.00%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

¹¹ 富利建设集团有限公司、富利建设集团有限公司中山分公司和富利建设集团

团有限公司成都分公司统称为富利建设集团有限公司,下同。

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产池涉及的应收账款整体集中度一般。

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 68.61%,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
小于 500	164	34948.34	68.61%
[500,1000)	14	9961.86	19.56%
[1000,1500)	3	4055.74	7.96%
[1500,2000)	1	1968.75	3.87%
合计	182	50934.70	100.00%

注:[,)为左闭右开区间,例如[500,1000)表示大于等于 500 且小于 1000,其余同

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

4. 原始债务人集中度分布

基础资产池涉及的原始债务人均均为保利发展子公司,原始债务人集中度较低。

从原始债务人分布情况来看,基础资产池共涉及 109 户保利发展子公司作为原始债务人,单户原始债务人涉及的应收账款余额最大为 2427.40 万元,占比 4.77%;前五大原始债务人涉及的应收账款余额共计 10095.81 万元,占比 19.82%,原始债务人集中度较低。具体情况如下。

表 5 基础资产池前五大原始债务人(单位:笔、万元)

原始债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
保利(重庆)投资实业有限公司	7	2427.40	4.77%
长春和悦房地产开发有限公司	8	2272.37	4.46%
成都航逸置业有限公司	1	1968.75	3.87%
莆田中玺投资有限公司	2	1921.53	3.77%

大连保润房地产开发有限公司	2	1505.76	2.96%
合计	20	10095.81	19.82%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

5. 原始债权人集中度分布

基础资产池涉及的原始债权人集中度一般,单户原始债权人集中度尚可。

从原始债权人集中度分布情况来看,基础资产池共涉及 103 户原始债权人,单户原始债权人涉及的应收账款余额最大为 17529.67 万元,占比 34.42%,集中度尚可;前五大原始债权人涉及的应收账款余额共计 22910.01 万元,占比 44.98%,原始债权人集中度一般,具体情况如下。

表 6 基础资产池前五大原始债权人(单位:笔、万元)

原始债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
富利建设集团有限公司	43	17529.67	34.42%
广州普邦园林股份有限公司	7	2041.54	4.01%
凯辉集团(福建)有限公司	1	1311.72	2.58%
南通天恒园林景观工程有限公司	3	1067.13	2.10%
广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司	3	959.95	1.88%
合计	57	22910.01	44.98%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

6. 关联资产分布

基础资产池关联交易额占比满足合格标准。

基础资产池中,原始债权人富利建设集团有限公司、深圳市卓宝科技股份有限公司和保利国际生态环境治理(北京)有限公司与原始债务人具有关联关系,涉及入池的应收账款余额 18156.66 万元,占入池应收账款总额的比例为 35.65%,基础资产池关联交易额占比满足合格标准。

四、定量分析

保利发展主体信用水平极高,其对本交易入池应收账款承担的到期支付义务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,费率设定不超过测算参数,基础资产现金流能够足额覆盖优先级资产支持票据预期支出。联合资信会对优先级资产支持票据未来的

发行利率保持关注。

本交易涉及的直接还款来源为应收账款债权。根据交易结构的安排,本交易每笔应收账款均取得由债务人出具的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。

保利发展对本次基础资产池入池应收账款承担到期支付义务，且保利发展信用等级与优先级资产支持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资产支持票据预期本息的支付。

联合资信测算了在优先级资产支持票据发行利率不超过 2.90%、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合计为优先级资产支持票据兑付本息的 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资产支持票据到期预期支出的保障程度。假设优先级资产支持票据信托生效日为 2022 年 11 月 17 日，预期存续期间为 365 天，假定优先级资产支持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资产支持票据预期支出的覆盖倍数如下表

所示。

表 7 不同预期收益率下优先级资产支持票据的保障倍数
(单位: 万元、倍)

优先级资产支持票据 预期收益率	预期支出	保障倍数
2.60%	50730.69	1.0040
2.70%	50780.08	1.0030
2.80%	50829.47	1.0021
2.90%	50878.87	1.0011

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，上述保障倍数或存在偏差

资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级资产支持票据发行时确认的发行利率不高于 2.90%，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资产支持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 倍以上，基础资产回收现金流能够足额覆盖优先级资产支持票据预期支出。联合资信会对优先级资产支持票据未来的发行利率保持关注。

五、保利发展主体信用分析（具体分析详见附件 1-1）

本交易的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主要的信用支撑作用。

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，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，名称变更为现名。

截至 2022 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，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。

保利发展主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等。

截至 2021 年底，保利发展合并资产总额 13999.33 亿元，所有者权益 3029.14 亿元（含少数股东权益 1073.54 亿元）；2021 年，保利发展实现营业总收入 2850.24 亿元，利润总额 500.35 亿元。

截至 2022 年 9 月底，保利发展合并资产总额 14480.60 亿元，所有者权益 3198.23 亿元（含少数股东权益 1184.76 亿元）；2022 年 1—9 月，保利发展实现营业总收入 1564.37 亿元，利润总额 244.92 亿元。

保利发展注册地址：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。

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；2019—2021 年保利发展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保利发展毛利率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。
- 2.2019—2021 年，保利发展销售规模快速增长，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，销售排名稳居行业前五。2021 年，保利发展实现营业总收入 2850.24 亿元，利润总额 500.35 亿元。
- 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 2021 年底，全部债务资本化比率降至 53.44%，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 2021 年底，保利发展平均融资成本为 4.46%，较上年底下降 0.31 个百分点。

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城市集中风险。**2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善，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。
- 2.2019 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。**2019 年以来，保利发展毛利率逐年下降；2019—2021 年保利发展新增土储楼面均价波动增长，2022 年 1—9 月大幅提高，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。

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，明珠保理尚处于业务发展初期，2021 年业绩扭亏为盈，联合资信将对其履职能力保持关注。

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，中汇明珠集团有限公司（曾用名“中铁明珠投资集团有限公司”）（以下简称“中汇明珠”）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。2018 年 12 月 4 日，云众信

已将持有上述明珠保理 30% 的股权全部转让给中汇明珠，退出明珠保理。但由于深圳保理公司监管政策原因，上述股权转让尚未办理完毕工商变更登记。截至 2022 年 9 月底，明珠保理注册资本人民币 5000.00 万元，实缴注册资本 5000.00 万元，中汇明珠持有其 70.00% 的股权，深圳信盈泰供应链管理有限公司持有其 30.00% 的股权，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，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 2022 年 6 月底，明珠保理业务团队参与管理的存续期项目超 100 亿，累计项目发行规模约 230 亿元，储备项目 35 亿元。

截至 2021 年底，明珠保理资产总额为 13033.82 万元，负债总额为 7073.75 万元，所有者权益总额为 5960.07 万元。2021 年，明珠保理实现营业收入 26042.29 万元，净利润 561.84 万元。2021 年底，明珠保理资产负债率为 54.27%，较年初增长 18.58 个百分点，资产负债率有所提升但整体负债率尚可。

截至 2022 年 9 月底，明珠保理资产总额及负债总额分别为 14045.36 万元和 6439.26 万元。2022 年 1—9 月，明珠保理实现营业收入 44608.17 万元，净利润 1646.03 万元。

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个大类。

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

本交易中，根据《明珠商业保理有限公司 2022 年度第四期悦汇资产支持票据服务合同》

（以下简称“《服务合同》”）的约定，明珠保理有权将资产文件保管、资产池监控催收等资产管理服务转委托给第三方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。明珠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，明珠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 年底，盈佳信联注册资本为 5000.00 万元，实缴资本为 1000.00 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、供应链管理服务等，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

中国工商银行股份有限公司经营良好，财务状况稳定，托管经验丰富，其作为托管银行能够很好地履行其职责与义务。

本交易的资金保管机构为中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）广州分行。

中国工商银行股份有限公司成立于1984年1月，是中央管理的大型国有银行，也是中国四大银行之一，总行设在北京。2005年10月，工商银行整体改制为股份有限公司。2006年10月27日，工商银行成功在上海证券交易所和香港联合交易所有限公司同日挂牌上市（股票代码：601398）。截至2021年底，工商银行股本总额3564.007亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为34.71%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为31.14%。

截至2021年底，工商银行总资产351713.83亿元，比上年末增加18263.25亿元，增长5.50%；总负债318961.25亿元，比上年末增加14605.82亿元，增长4.80%。2021年工商银行全年实现净利润3502.16亿元，比上年增长325.31亿元，增长10.20%。平均总资产回报率为1.02%，加权平均权益回报率为12.15%，核心一级资本充足率13.31%，一级资本充足率14.94%，资本充足率18.02%。2021年，工商银行实现营业收入9427.62亿元，增长6.80%，其中，利息净收入6906.80亿元，增长6.80%；成本收入比23.97%。

截至2022年9月底，工商银行总资产395506.61亿元，比上年末增长10.73%；总负债361612.56亿元，比上年末增长12.06%。2022年1—9月，工商银行实现营业收入7113.92亿元，同比降低0.10%；实现净利润2665.10亿元，同比增长5.20%。

截至2021年底，工商银行托管资产规模22.1万亿元，较年初增长2.4万亿元，托管客户超过5000家。

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

险监控体系和企业级反欺诈平台，持续推进风险计量模型优化与成果应用。

3. 受托人

本交易的受托人华能贵诚信托建立了较为成熟的资产证券化业务模式，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2022年6月底，华能贵诚信托注册资本为61.95亿元，实缴资本为61.95亿元，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2021年底，自营资产方面，华能贵诚信托总资产285.27亿元，所有者权益255.12亿元，分别较年初增长3.90%和10.81%；2021年，华能贵诚信托实现营业收入60.40亿元，利润总额50.20亿元，净利润38.03亿元；信托资产方面，截至2021年底，华能贵诚信托信托资产规模8068.51亿元，较上年末降低5.12%。

截至2022年6月底，华能贵诚信托资产总计298.98亿元，负债合计33.28亿元，所有者权益265.60亿元。2022年1—6月，华能贵诚信托实现营业收入18.09亿元，实现净利润10.57亿元。

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中与事中环节，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，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（以下简称“金诚同达”）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 2022 年度第四期悦汇资产支持票据之法律意见书》（以下简称“法律意见书”）表明：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。发起机构关于本交易的股东会决议的内容合法有效，尚需取得交易商协会的注册同意后发行资产支持票据。《募集说明书》的内容完整，符合《资产支持票据指引》《注册表格体系》等相关规定；其他相关法律文件的内容亦符合法律法规及规则指引的规定。发行载体合法合规，参与机构具备相关资质，除资产服务机构由发起机构担任以外，其他参与机构与发起机构不存在关联关系。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。本交易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；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，金诚同达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 50.02%。金诚同达认为，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。

本交易基础资产包含 182 笔应收账款债权，债务人为保利发展及/或保利发展子公司。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，保利发展出具《付款确认书》，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土地成本增加等因素可能给保利发展信用水平带来的不利影响。

综合上述因素，联合资信评定本交易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，违约概率极低。

附件1-1 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。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2022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。

公司主要经营活动为房地产开发和经营、物业管理等。

截至2021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2021年底,公司合并资产总额13999.33亿元,所有者权益3029.14亿元(含少数股东权益1073.54亿元);2021年,公司实现营业总收入2850.24亿元,利润总额500.35亿元。

截至2022年9月底,公司合并资产总额14480.60亿元,所有者权益3198.23亿元(含少数股东权益1184.76亿元);2022年1—9月,公司实现营业总收入1564.37亿元,利润总额

244.92亿元。

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年上半年,我国经济下行压力持续加大,党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度,及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来,对经济运行面临的一些突出矛盾和问题,党中央、国务院坚持稳中求进总基调,在落实好稳经济一揽子政策同时,再实施19项稳经济接续政策,同时多措并举稳外资、稳外贸,提振房地产市场信心。

经初步核算,2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元,按不变价计算,同比增长3.00%,较上半年回升0.50个百分点。其中,受疫情冲击,二季度GDP当季同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)明显下滑;三季度稳经济政策效果显现,GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端:农业生产形势较好,工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度,第一产业增加值同比增长4.20%,农业生产形势较好;第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%,较上年同期两年平均增速¹²(分别为5.59%、4.80%)回落幅度较大,受二季度疫情拖累明显。三季度,工业生产快速回升,而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距,呈现出工业恢复快于服务业的特点。

需求端:消费市场受到疫情冲击较大,固定资产投资相对平稳,出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面,2022年前三季度社会消费品零售总额32.03万亿元,同比增长0.70%。

¹²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。

其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回

落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 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、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速（%）	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速（%）	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速（%）	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速（%）	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速（%）	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率（%）	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021 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

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022年二季度城镇调查失业率均值上升至5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022年前三季度，全国居民人均可支配收入2.77万元，实际同比增长3.20%；全国居民人均消费支出1.79万元，实际同比增长1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022年9月28日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2022年上半年，房地产市场仍延续2021年下半年以来的低迷状态，新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

2022年上半年，受宏观经济下行、部分地区疫情封控、调控政策的持续以及出险房企不断增加，全国房地产市场仍延续2021年下半年以来的低迷状态。房企面临较大销售压力，同时新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

房地产开发投资方面，2022年上半年，全国房地产开发投资同比下降5.4%，增速较2021年上半年下降20.4个百分点。其中住宅投资5.18万亿元，同比下降4.5%，仍为负增长；办公楼投资0.26万亿元，同比下降10.1%；商业营业用房投资0.55万亿元，同比下降8.7%。

施工方面，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年上半年新开工面积同比下降34.4%。从施工面积看，2022年上半年全国房屋施工面积达84.88亿平方米，同比下降2.8%。同期全国房屋竣工面积2.86亿平方米，同比下降21.5%。

商品房销售均价方面，2022年上半年全国商品房销售均价为9586元/平方米，同比下降8.6%。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。2022年上半年商品房销售面积同比下降22.2%，但较2022年1—5月降幅有所收窄。其中住宅销售面积5.81亿平方米，同比下降26.6%；一方面系3月以来上海及周边等地疫情封控阻碍销售，另一方面系房企风险事件不断，购房者因担心房屋不能如期交付从而产生观望情绪。随着疫情得以控制、调控政策有所缓和以及房企加大推盘力度，2022年6月单月全国商品房销售面积与金额环比分别增长66%和68%。

2. 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，量价齐跌；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；房地产开发到位资金同比继续回落。

土地市场方面，2022 年 1—6 月，土地购置面积 0.36 亿平方米，同比下降 48.30%，较前五个月降幅有所扩大。2022 年上半年，受部分地区疫情封控、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。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。城市间土拍热度有所分化，具体来看，杭州、北京和上海包揽 22 城集中供地城市土地成交金额前三名。其中杭州及其他热点长三角城市经济发展较快、人口持续净流入且完成了两次集中供地，土拍成交

金额维持高位；北京适度放松集中供地规则，市场热度较高；上海因疫情影响上半年只完成第一批集中供地，但房企积极性较高。而天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度相对较差。2022 年以来，受土地供应力度下降及房企投资力度下降的影响，土地流拍情况仍较多，但较去年下半年有所好转。土地成交价款同比下降 46.30%，各能级城市土地成交价均呈下降趋势，其中三四线城市成交金额大幅下降。

2022 年 1—6 月，受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 7.68 万亿元，同比下降 25.30%，降速较前五个月小幅收窄。从房地产开发到位资金来源看，房地产行业融资环境未明显改善，房企资金压力较大，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，其中自筹资金占比上升较快，房地产开发企业仍面临较大销售压力，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	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	9806.00	13.28
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	55.00	0.07
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	27224.00	36.87
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	39762.00	49.78
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	24601.00	33.31
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	12158.00	16.46
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	76847.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，但 2021 年下半年以来预售资金监管收紧，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响。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，调控政策有所宽松，房企合理融资需求的恢复有待观察。

中央始终坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市

场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，其中 2022 年 3 月国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向；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。2021 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 2021 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
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
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
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，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，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2—3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
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 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 6 月	央行货币政策委员会	维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环
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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关

政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。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，融资政策有所回暖，房企合理融资需求的恢复有待观察。

表 4 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务

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	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，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。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 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 8 月	央行	人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利操作和 20 亿元公开市场逆回购操作；中期借贷便利操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点

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；2019—2021年，公司营业收入逐年增长；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逐年下降。

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。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，2019—2021 年，公司营业总收入（含利息收入等）持续增长，年均复合

增长 9.90%，主要系房地产销售收入增多所致；利润总额波动下降，年均复合下降 0.49%，其中 2021 年同比下降 4.76%主要系毛利降低所致。

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 90%以上。具体来看，2019—2021 年，公司房地产销售收入持续增长，年均复合增长率为 7.96%，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，2019—2021 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，公司其他业务收入逐年增长，对收入的贡献持续提升。

毛利率方面，2019—2021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所致；公司其他业务毛利率有所波动。综上，2019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，但仍处于行业较高水平。

2022年1—9月，公司实现营业总收入1564.37亿元，同比增长12.98%；综合毛利率为24.51%，同比下降5.31个百分点；利润总额244.92亿元，同比变化不大。

表 5 2019—2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 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	2237.31	95.19	35.38	2263.76	93.62	33.48	2607.67	91.87	27.13

其他	113.06	4.81	22.53	154.32	6.38	14.33	230.89	8.13	19.91
合计	2350.38	100.00	34.76	2418.08	100.00	32.25	2838.56	100.00	26.55

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。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，2019—2021年，公司拿地支出金额波动增长，保持一定拓展力度。2021年，22个城市实行集中供地，公司在土地市场波动的情况下，拿地力度有所下降但维持在合理规模，公司当期新增土储的权益占比为72%；新增土储楼面均价有所降低，主要系未在

首批集中供地中追高，并在热度下降后的第二、第三批集中供地中加大投资力度所致；新增土储中，珠三角、长三角区域占比合计为54%，较上年提高7个百分点。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，其楼面均价波动上升。

2022年1—9月，公司土地投资金额同比下降6.01%，保持投资力度，其中38个核心城市拓展金额占比为90%，上海、厦门、广州合计占比超过45%，故公司新增土地楼面均价大幅上升。

表6 2019—2021年及2022年1—9月公司获取土地情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
新增土储项目个数（个）	127	146	145	70
新增土储项目计容面积（万平方米）	2680	3186	2722	771
拿地支出（亿元）	1555	2353	1857	1235
新增土储项目楼面均价（元/平方米）	5802	7388	6822	16018
拿地支出占当年（期）签约销售金额比例	33.68%	46.80%	34.72%	38.58%

1.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2022年6月底，公司房地产项目全口径剩余可售面积（计容面积部分）为8214.20万平方米，约为公司2021年签约销售面积的2.46倍，公司可售规模充裕。

(2) 项目建设

2019—2021年，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；2022年1—9月，公司新开工面积同比下降幅度较大。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。

2019—2021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1.71%，竣工面积持续增长，年均复合增长18.76%。受2021年以来，公司新增土地储备面积下降影响，2022年1—9月公司新开工面积同比下降52.30%。具体情况如下表所示。

表7 2019—2021年及2022年1—9月公司房地产开发情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
新开工面积（万平方米）	4983	4630	5155	1746
竣工面积（万平方米）	2973	3986	4193	2316

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2022年9月底，公司在建和拟建项目合计795个，在建面积13926万平方米，待开发面积6605万平方米。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

2019—2021年，公司签约销售金额逐年增长，区域布局以一二线城市及部分重点城市群的强三线城市为主，销售回款率维持高位，其城市深耕效果显著，但存在一定城市集中风险。**2022年1—9月，受行业景气度下降影响，公司销售有所下滑。**

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，公司近三年销售金额亦持续增长，区域结构保持稳定，布局以一二线城市及部分重点城市群的强三线城市为主。2021年尽管受到市

场波动影响公司签约销售金额增速放缓，但销售规模仍位列行业第四、央企房地产企业第一。分区域来看，公司在珠三角和长三角地区合计签约销售超过2800亿元，合计销售占比达53%，其中广州、佛山合计销售规模超920亿元，杭州超300亿元，南京、北京均超200亿元，东莞、上海、郑州、武汉均超100亿元。整体看，公司核心区域及城市深耕效果显著。但销售集中度较高，且重点布局城市中热点一二线城市较多，或将受到较大调控政策影响。

2022年1—9月，受行业下行影响，公司签约销售金额及签约销售面积同比分别下降21.97%及24.50%。

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。2019年以来，公司销售回款率保持在行业较高水平。

表8 2019—2021年及2022年1—9月公司房地产销售情况

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
协议销售面积（万平方米）	3123	3409	3333	1920.51
协议销售金额（亿元）	4618	5028	5349	3201.00
协议销售均价（万元/平方米）	1.48	1.48	1.60	1.67
销售回款率（%）	93	94	94	92
结转面积（万平方米）	1766	2069	3013	/

注：1.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；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

结转方面，2019—2021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，2019—2021年，华南

区域保持较大的结算金额，除东北和海外区域贡献较低外，其他各区域发展较为均衡，具体情况如下表所示。

表9 2019—2021年公司房地产业务结算收入区域分布情况（单位：亿元）

区域	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
华南区域	708.11	31.65	666.86	29.46	898.06	34.44
华东区域	514.42	22.99	466.74	20.62	453.04	17.37
西部区域	415.74	18.58	420.81	18.59	324.94	12.46
中部区域	291.21	13.02	317.63	14.03	412.12	15.80
华北区域	195.06	8.72	263.02	11.62	372.30	14.28
东北区域	109.44	4.89	122.99	5.43	141.32	5.42

海外区域	3.33	0.15	5.71	0.25	5.88	0.23
合计	2237.31	100.00	2263.76	100.00	2607.66	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。2021年,保利物业实现营业收入107.83亿元,同比增长34.16%;除税前溢利11.62亿元,同比增长24.28%。截至2022年6月底,保利物业在管项目总面积约5.23亿平方米,合同管理项目总面积约7.32亿平方米。从行业排名来看,保利物业在中国指数研究院2021年物业服务企业上市公司十强中排名第八位。

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。截至2022年6月底,公司已开业购物中心34个,在营及筹建项目分布于广州、上海和武汉等38个城市,开业面积231万平方米;已开业酒店、会议中心22个,客房数近5700间;公寓板块开业及筹开项目49个,覆盖上海、广州、杭州以及成都等核心城市。

在不动产金融业务方面,截至2021年底,公司在管基金管理规模近1700亿元,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。

2019—2021年,公司流动资产周转次数分别为0.28次、0.23次和0.24次;存货周转率分别为0.29次、0.25次和0.27次;总资产周转率分别为0.25次、0.21次和0.22次,均波动不大。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 2021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	0.34	0.29	0.24
金地集团	0.41	0.29	0.23
招商蛇口	0.31	0.26	0.20
华润置地	0.40	0.36	0.24
中国海外发展	0.41	0.38	0.29
保利发展	0.27	0.24	0.21

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. 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。

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，建立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 2019—2021 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 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，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2020—2021 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。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司 2022 年 1—9 月财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 13999.33 亿元，所有者权益 3029.14 亿元（含少数股东权益 1073.54 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 2850.24 亿元，利润总额 500.35 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 14480.60 亿元，所有者权益 3198.23 亿元（含少数股东权益 1184.76 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 1564.37 亿元，利润总额 244.92 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年，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。

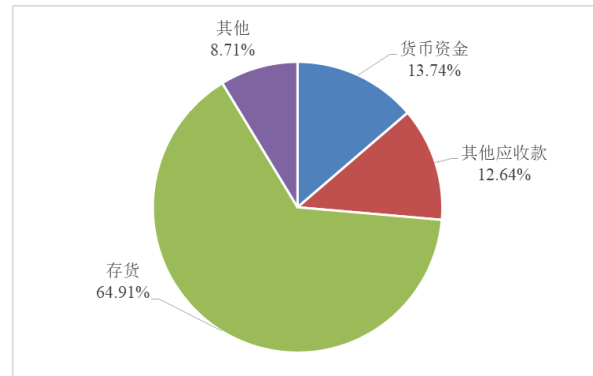
2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 16.40%，主要系流动资产增长所致。截至 2021 年底，公司合并资产总额 13999.33 亿元，较上年底增长 11.87%，其中，流动资产占

89.10%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 15.38%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2021 年底，流动资产 12473.42 亿元，较上年底增长 9.78%，主要系存货增长所致；流动资产构成如下图所示。

图 1 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 10.87%，主要系房地产业务销售回款规模及融资规模增长所致。截至 2021 年底，公司货币资金 1713.84 亿元，较上年底增长 17.38%。公司货币资金中有 11.24 亿元受限，主要为履约保证金存款，受限比例为 0.66%，此外，有 447 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。2019—2021 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 8.97%，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 2021 年底，公司其他应收款 1576.87 亿元，较上年底增长 3.08%。从账龄看，1 年以内占 45.40%，1~2 年占 21.99%，2~3 年占 10.64%，3 年以上占 21.97%。公司其他应收款累计计提坏账准备 7.36 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。

表 11 截至 2021 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	57.30	1 年以内、1 至 2 年、3 年以上	3.62
上海华轶实业有限公司	项目开发资金投入	45.34	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	2.86
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	31.74	1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上	2.00
广州黄埔区大塍更新改造投资有限公司	项目开发资金投入	29.72	1 年以内	1.88
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	--	11.51

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 17.75%，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 2021 年底，公司存货 8096.56 亿元，较上年底增长 9.20%，从构成看，存货主要由房地产开发成本（占 87.46%）和房地产开发产品（占 12.47%）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 17.86 亿元。考虑到公司存货主要集中于核心城市群，质量较好，未来跌价风险不大。

（2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 25.89%。截至 2021 年底，公司非流动资产 1525.91 亿元，较上年底增长 32.52%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 62.32%）及投资性房地产（占 17.89%）构成。

公司长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资。2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 26.90%，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。截至 2021 年底，公司长期股权投资 950.89 亿元，较上年底增长 31.07%，其中对合营企业投资占 31.03%、对联营企业投资占 68.97%。

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。2019—2021 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 18.28%，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 年底，公司投资性房地产 272.95 亿元，较上年底增长 28.55%，

除其他科目转入外，企业合并也带来一定增长。

截至 2022 年 6 月底，公司受限资产规模合计 1585.58 亿元，占期末资产总额的 11.07%，受限比例较低。

表 12 截至 2022 年 6 月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	15.28	0.11%
存货	1458.35	10.18%
固定资产	7.42	0.05%
投资性房地产	104.53	0.73%
合计	1585.58	11.07%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 14480.60 亿元，其中货币资金 1303.47 亿元，较上年底下降 23.94%，主要系公司签约销售金额下降的同时，保持土地投资力度所致。

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。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.88%，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 2021 年底，公司所有者权益 3029.14 亿元，较上年底增长 13.61%，其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.56%，少数股东权益占比为 35.44%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.95%、5.88%和 46.56%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 3198.23 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

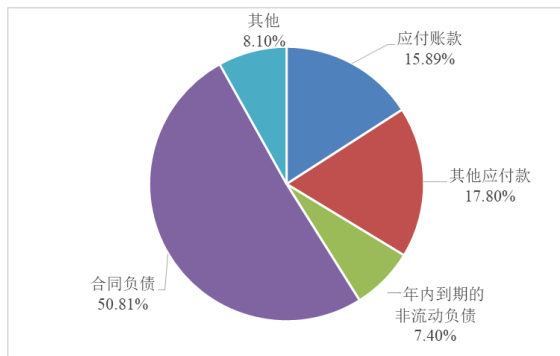
(2) 负债

2019—2021 年，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逐年增长，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。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 16.83%。截至 2021 年底，公司负债总额 10970.19 亿元，较上年底增长 11.40%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 74.64%，以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 16.85%。截至 2021 年底，公司流动负债 8188.17 亿元，较上年底增长 8.92%，主要系合同负债增长所致。公司流动负债构成情况如下图所示。

图 2 截至 2021 年底公司流动负债构成



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。2019—2021 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 11.15%。截至 2021 年底，公司应付账款 1301.27 亿元，较上年底下降 4.71%，主要系预提成本费用减少所致。

2020 年，公司应用新收入准则，预收房款调整至合同负债核算。2019—2021 年末，随着签约销售金额持续增长，公司预收房款随之增长，年均复合增长 6.55%。截至 2021 年底，公司预收房款 4131.70 亿元，较上年底增长 13.53%。

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。2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 21.38%，主要系合作方往来款增长所致。截至 2021 年底，公司其他应付款 1457.82 亿元，较上年底增长 4.89%，主要由房地产合作方往来款（占 46.32%）、合联营企业及其他关联方往来款（占 39.92%）构成。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 2.20%，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 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 605.75 亿元，较上年底增长 1.30%，主要由一年内到期的长期借款（占 96.87%）构成。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 16.78%。截至 2021 年底，公司非流动负债 2782.01 亿元，较上年底增长 19.41%，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 83.36%）和应付债券（占 14.96%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 16.09%。截至 2021 年底，公司长期借款 2319.04 亿元，较上年底增长 11.94%，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 81.20%）、抵押借款（占 10.33%）和信用借款（占 8.47%）构成，利率区间为 1.20%~6.08%。

2019—2021 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 14.91%。截至 2021 年底，公司应付债券 416.20 亿元，较上年底增长 66.04%，主要系发行大量公司债和中票所致，年内发行合计金额 186.90 亿元。应付债券余额中美元债、中票和公司债分别占 22.87%、28.76%和 48.37%。

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额 11282.38 亿元，其中应付债券 532.96 亿元，较上年底增长 28.05%。

2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 11.86%，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 2021 年底，公司全部债务 3476.67

亿元（不含租赁负债），较上年底增长 11.53%，其中长期债务占 78.67%。

截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 3649.61

亿元（不含租赁负债），较上年底增长 4.97%，其中长期债务占 81.28%，债务期限结构良好。受现金类资产大幅下降影响，净负债率增长较多。

表 13 公司主要债务指标情况（单位：%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 9 月	
	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债	不考虑永续债	考虑永续债
资产负债率	77.79	79.30	78.69	80.31	78.19	79.70	77.91	79.20
调整后资产负债率	67.42	69.64	69.87	72.15	69.19	71.09	67.70	69.59
全部债务资本化比率	54.76	57.86	53.90	57.39	53.44	56.31	53.30	56.02
长期债务资本化比率	47.01	50.63	46.55	50.60	47.45	50.69	48.12	51.15
净负债率	60.29	72.05	61.96	75.22	58.15	68.54	73.31	84.07

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，2019—2021 年，公司资产负债率波动增长；全部债务资本化比率持续下降；长期债务资本化比率波动增长。截至 2021 年底，公司加权平均融资成本为 4.46%，较上年底下降

0.31 个百分点。公司主要融资渠道为银行借款。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 14 截至 2021 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	40.94	605.75	--	--	646.68	19.12%
1~2 年	--	--	865.16	104.84	970.00	28.68%
2~3 年	--	--	825.75	111.71	937.46	27.72%
3 年以上	--	--	628.12	199.65	827.77	24.48%
合计	40.94	605.75	2319.04	416.20	3381.92	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

4. 盈利能力

2019—2021 年，受益于房地产项目结转规模增加，公司营业收入呈逐年增长态势，但受毛利率逐年下降并叠加投资收益逐年增长影响，公司净利润波动下降；公司盈利指标持续下降，但整体盈利能力强，在行业内处于中上水平。

2019—2021 年及 2022 年 1—9 月，公司营业收入、成本和利润规模等情况分析详见经营概况。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 14.09%。2021 年，公司费用总额为 176.40 亿元，同比增长 12.99%，主要系管理费用和销售费用增长所致。

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。2019—2021

年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 29.54%，主要系合作项目增多并陆续进入结转期所致。2021 年，投资收益占营业利润比重为 12.50%。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。

盈利指标方面，2019—2021 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，公司盈利能力处于中上水平。

表 15 2021 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	21.82	9.78	2.96

金地集团	21.18	15.62	3.78
招商蛇口	25.47	9.88	3.10
华润置地	26.97	15.07	6.64
中国海外发展	23.54	12.21	7.29
保利发展	26.78	14.58	4.01

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估算数值或有偏差

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

受业务扩张影响，2019—2021 年公司经营活动净现金流入持续下降，2021 年不再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由净流出转为大额净流入。

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 20.04%，主要系销售回款和收到的往来款增长所致；同期经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 25.97%，主要系项目投资规模和支付的往来款规模增加所致。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 48.09%。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 36.93%，总体规模小；投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 37.80%，主要系合作项目对外投资规模增长所致。2019—2021 年，公司投资活动现金净流出波动增长，年均复合增长 37.98%。由于 2021 年公司对外投资规模大幅增长，经营活动净现金流入无法继续覆盖投资活动需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 28.69%；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 15.69%。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额由净流出转为大额净流入。由于业务规模扩大叠加行业融资环境收紧，公司作为央企具有一定融资优势，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 年筹资现金净流入大幅增长。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	3530.52	4105.13	5086.96	2532.62
经营活动现金流出小计	3138.97	3953.63	4981.45	2831.19
经营活动现金流量净额	391.55	151.50	105.51	-298.57
投资活动现金流入小计	21.52	65.72	40.35	56.16
投资活动现金流出小计	126.51	135.00	240.22	132.72
投资活动现金流量净额	-104.98	-69.27	-199.87	-76.56
筹资活动前现金流量净额	286.57	82.23	-94.35	-375.13
筹资活动现金流入小计	1204.60	1592.70	1994.86	1267.69
筹资活动现金流出小计	1232.95	1611.48	1650.29	1308.39
筹资活动现金流量净额	-28.35	-18.78	344.58	-40.71

资料来源：公司财务报告

2022 年 1—9 月，受销售下降致使回款减少且公司保持土地投资力度影响，公司经营活动现金流净额为大额净流出，净流出规模同比增长 59.20%；投资活动现金净流出规模同比下降 62.82%；受取得借款规模减少、偿付债务增加影响，筹资活动转为净流出。

6. 偿债指标

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 17 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	156.23	151.14	152.33	156.20
	速动比率（%）	58.85	52.51	53.45	51.37
	经营现金流量/流动负债比（%）	6.53	2.02	1.29	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.88	1.84	2.31	1.91
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	563.94	597.03	577.24	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.93	5.22	6.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.87	3.74	3.21	--

注：“--”代表计算无意义的数值

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，2019—2021 年末，公司流动比率、速动比率波动下降，现金短期债务比波动增长。截至 2022 年 9 月底，公司现金短债

比下降至 1.91 倍，但现金类资产对短期债务的保障程度仍然较好。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数持续下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度高，公司全部债务/EBITDA 持续增长，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 2021 年底，公司银行贷款授信总额 5390 亿元，剩余未使用额度为 2610 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 2022 年 9 月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2022 年 6 月底，公司对外担保余额 183.23 亿元，主要为对合联营企业的担保，占期末净资产的比例为 5.66%，对购房者累计担保余额 1882.47 亿元，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。

2019—2021 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 12.71%。截至 2021 年底，母公司资产总额 4408.09 亿元，较上年底增长 15.44%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产 4069.74 亿元(占比 92.32%)，非流动资产 338.35 亿元(占比 7.68%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 8.12%）、其他应收款（合计）（占 91.25%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 88.90%）、投资性房地产（占 6.69%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 330.66 亿元。

2019—2021 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 14.09%。截至 2021 年底，母公司负债总额 3837.84 亿元，较上年底增长 19.00%。其中，流动负债 3380.02 亿元（占 88.07%），非流动负债 457.81 亿元（占 11.93%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 97.04%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 29.67%）、应付债券（占 70.12%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 87.06%，较 2020 年提高 2.60 个百分点，债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司全部债务 537.60 亿元。其中，短期债务占 15.02%、长期债务占 84.98%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 48.53%。

2019—2021 年末，母公司所有者权益波动增长，年均复合增长 4.55%。截至 2021 年底，母公司所有者权益为 570.25 亿元，较上年底下降 3.90%，主要系偿还永续债所致。在所有者权益中，实收资本为 119.70 亿元（占 20.99%）、资本公积合计 156.24 亿元（占 27.40%）、未分配利润合计 46.66 亿元（占 8.18%）、盈余公积合计 60.74 亿元（占 10.65%）。母公司股本和资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

2019—2021 年，母公司营业总收入波动增长，年均复合增长 35.94%；利润总额波动增长，年均复合增长 103.64%；投资收益波动增长，年均复合增长 93.96%。2021 年，母公司营业总收入为 16.98 亿元，利润总额为 97.51 亿元。同期，母公司投资收益为 94.09 亿元，利润主要来自投资收益。

2019—2021 年，母公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长 91.89%；投资活动产生的现金流量由净流出转为净流入；筹资活动保持现金净流出状态。2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 188.80 亿元，投资活动现金流净额 4.14 亿元，筹资活动现金流净额-125.13 亿元。

截至 2022 年 9 月底，母公司资产总额 4114.68 亿元，所有者权益为 605.15 亿元，负债总额 3509.54 亿元；母公司资产负债率 85.29%；

全部债务 744.15 亿元，全部债务资本化比率 55.15%。2022 年 1—9 月，母公司总营业收入 9.04 亿元，利润总额 111.28 亿元，投资收益 115.38 亿元。2022 年 1—9 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-548.39 亿元、181.55 亿元、112.11 亿元。

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 2022 年 8 月 29 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 2022 年 10 月 31 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、南京以及成都等 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。2019—2021 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 115.23 亿元、150.19 亿元和 179.33 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 2021 年底，公司连续 12 年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1394.92	1465.16	1715.23	1304.84
资产总额 (亿元)	10332.09	12513.75	13999.33	14480.60
所有者权益 (亿元)	2295.22	2666.38	3029.14	3198.23
短期债务 (亿元)	742.87	794.95	741.44	683.29
长期债务 (亿元)	2035.90	2322.27	2735.23	2966.32
全部债务 (亿元)	2778.77	3117.22	3476.67	3649.61
营业总收入 (亿元)	2359.81	2432.08	2850.24	1564.37
利润总额 (亿元)	505.31	525.38	500.35	244.92
EBITDA (亿元)	563.94	597.03	577.24	--
经营性净现金流 (亿元)	391.55	151.50	105.51	-298.57
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	121.36	113.20	100.97	--
存货周转次数 (次)	0.29	0.25	0.27	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.21	0.22	--
现金收入比 (%)	119.52	132.80	132.94	132.13
营业利润率 (%)	25.72	24.98	21.30	20.50
总资本收益率 (%)	8.31	7.94	6.57	--
净资产收益率 (%)	16.36	15.02	12.28	--
长期债务资本化比率 (%)	47.01	46.55	47.45	48.12
全部债务资本化比率 (%)	54.76	53.90	53.44	53.30
资产负债率 (%)	77.79	78.69	78.36	77.91
调整后资产负债率 (%)	67.42	69.87	69.19	67.70
流动比率 (%)	156.23	151.14	152.33	156.20
速动比率 (%)	58.85	52.51	53.45	51.37
经营现金流动负债比 (%)	6.53	2.02	1.29	--
现金短期债务比 (倍)	1.88	1.84	2.31	1.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.87	3.74	3.21	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.93	5.22	6.02	--

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 2022 年 1—9 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字

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 1-3 主要财务指标计算公式

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) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
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+固定资产折旧+使用权资产折旧+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：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。

级别设置	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

联合资信评估股份有限公司关于 明珠商业保理有限公司 2022 年度第四期悦汇资产支持票 据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人（如有）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人（如有）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本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人（如有）不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。