



和悦 2023 年度第二期供应链 资产支持票据信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232614P-02

声明

- 本次评级为委托人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与委托人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与委托人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对保利发展控股集团股份有限公司提供了绿色债券服务、绿色债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对委托人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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的存续期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的定期报告及相关信息，以及基础资产的信用状况。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 8 月 7 日

评级对象 和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据

信用等级 优先级 AAA_{sf}

交易要素	基础资产	委托人信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益
	发起机构/委托人/ 资产服务机构/保理商	保利商业保理有限公司
	债务人	保利发展控股集团股份有限公司及保利发展子公司
	发行载体管理机构/ 受托人	华能贵诚信托有限公司
	资金保管机构	兴业银行股份有限公司广州分行
	发行目的	偿还金融机构借款、补充流动资金等

项目负责人: 叶佳莉 jlye@ccxi.com.cn

项目组成员: 应哲远 zhyying@ccxi.com.cn

电话:(021)60330988

传真:(021)60330991

重要提示: 本评级报告是中诚信国际基于 2023 年 8 月 7 日及之前获得的相关信息而出具的。特别地, 截至本评级报告出具日, 相关交易文件尚未签署。在资产支持票据发售后, 中诚信国际可能将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行调整。评级结果并不构成对投资者购买或持有上述票据的建议性意见。

资产支持票据概况

资产支持票据	信用等级	预计发行金额（万元）	占比	预期到期日	偿还方式	频率
优先级	AAA _{sf}	77,600.00	99.99%	2024/8/20	固定偿还	到期还本付息
次级	NR	10.00	0.01%	2024/8/20	--	--
合计	--	77,610.00	100.00%	--	--	--

关键日期

初始起算日	2023 年 8 月 2 日
预计设立日	2023 年 8 月 21 日
法定到期日	2025 年 8 月 21 日

参与机构

发起机构/委托人/ 资产服务机构/保理商	保利商业保理有限公司（以下简称“保利保理”）
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”）及保利发展子公司
原始债务人	保利发展子公司
发行载体管理机构/受托人	华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）
资金保管机构	兴业银行股份有限公司广州分行（以下简称“兴业银行广州分行”）
登记托管机构/支付代理机构	银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上海清算所”）

资产池特征（于初始起算日）

基础资产	委托人信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益
资产池余额	80,067.76 万元
应收账款笔数	411 笔
原始债权人户数	270 户
原始债务人户数	185 户
单笔最低余额	1.30 万元
单笔最高余额	2,677.39 万元
单笔平均余额	194.81 万元
单户原始债务人最低金额	3.60 万元
单户原始债务人最高金额	6,759.32 万元
单户原始债务人平均金额	432.80 万元
应收账款剩余期限	376 天

注：1. NR 表示未予评级；

2. 相关日期由受托人提供；

3. 因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

评级模型

评级方法和模型	中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型 C550600_2019_02
模型结果	优先级 AAA _{sf}

评级观点

中诚信国际给予上述资产支持票据的评级反映的是优先级资产支持票据的预期损失程度及其利息获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，主要基于本交易如下方面的考虑：

基础资产：基础资产对应的原始债务人均均为保利发展子公司；保利发展出具《付款确认书》，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原始债务人尚未偿还的应付账款，同时不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，入池应收账款债权的到期清偿可获得极强的信用保障。

交易结构：中诚信国际认为，本交易中应收账款转让与通知的设置较为完备；基础资产回收款直接支付至信托保管专户，无资金混同风险。

现金流分析：中诚信国际基于基础资产现金流情况及现金流分配机制编写本交易的现金流模型。通过现金流模型分析，正常景况和压力景况下，基础资产预期现金流入均能覆盖优先级资产支持票据应付本息及信托所涉及的相关税费。

主要风险：本交易面临市场风险和房地产行业风险。

重要参与方：保利保理作为本交易的资产服务机构，业务发展稳健，具备履行其职责的能力；受托人、资金保管机构等参与机构亦具备履行其相应职责的能力。

正面

■ **保利发展具有极强的履约能力。**保利发展出具《付款确认书》，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原始债务人尚未偿还的应付账款，同时不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利。保利发展系中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）房地产业务的主要平台，其股东背景雄厚，能够在资金支持、资源获取和品牌共享等方面获得保利集团的支持；同时保利发展行业地位领先，区域布局合理，土地储备充沛，财务政策稳健，融资渠道畅通，整体具备很强的综合实力，其为基础资产项下应收账款的到期偿付提供了极强的保证，从而对优先级资产支持票据本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。

关注

■ **市场风险。**在本交易中，基于我们假设的预期发行利率等基准条件，基础资产回收款可覆盖本信托所涉及的相关税费和优先级资产支持票据本息，但未来可能由于优先级资产支持票据发行利率提高、信托费用提高等因素，导致本信托现金流入对现金流出的覆盖程度有所降低。基于压力测试基准条件，若优先级资产支持票据实际发行利率高于 3.05%，基础资产现金流入则不能保证信托相关税费及优先级资产支持票据的本息支付。

■ **房地产行业风险。**在本交易中，入池应收账款对应债务人均处于房地产行业。2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来较低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对保利发展及其子公司的经营情况及资金平衡能力提出更高要求。

■ **法律意见书未对全部入池资产发表相关法律意见。**北京金诚同达律师事务所仅对抽样基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担、是否满足入池标准的相关要求以及转让行为的合法有效性发表法律意见，未对全部基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担、是否满足入池标准的相关要求以及转让行为的合法有效性发表法律意见。

概况数据

保利保理（合并口径）	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	1.25	1.98	2.39
所有者权益合计（亿元）	1.00	1.04	1.07
总负债（亿元）	0.25	0.94	1.32
总债务（亿元）	0.25	0.90	1.24
营业总收入（亿元）	--	0.07	0.02
净利润（亿元）	0.00	0.04	0.01
EBITDA（亿元）	--	0.07	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.20	-0.64	0.17
营业毛利率(%)	--	74.44	66.03
总债务/EBITDA(X)	--	13.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	4.24	--

注：1. 中诚信国际根据保利保理提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为当期审计报告期末数；
2. 本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。
3. 相关指标调整说明详见本报告附五。

保利发展（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	12,514.41	13,999.33	14,704.64	14,480.25
所有者权益合计（亿元）	2,666.99	3,029.14	3,221.92	3,206.87
负债合计（亿元）	9,847.42	10,970.19	11,482.73	11,273.38
总债务（亿元）	3,117.50	3,517.54	3,870.80	3,752.74
营业总收入（亿元）	2,432.22	2,850.24	2,811.08	399.89
净利润（亿元）	400.49	371.89	270.11	39.66
EBITDA（亿元）	583.05	566.35	418.32	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	151.56	105.51	74.22	-141.62
营业毛利率(%)	32.56	26.78	21.99	21.87
净负债率(%)	62.41	59.92	65.69	69.68
总债务/EBITDA(X)	5.35	6.21	9.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.65	3.15	2.61	--

注：1. 中诚信国际根据保利发展提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年财务报表期初数，2022 年财务数据为当期财务报表期末数；
2. 相关指标调整说明详见本报告附六。

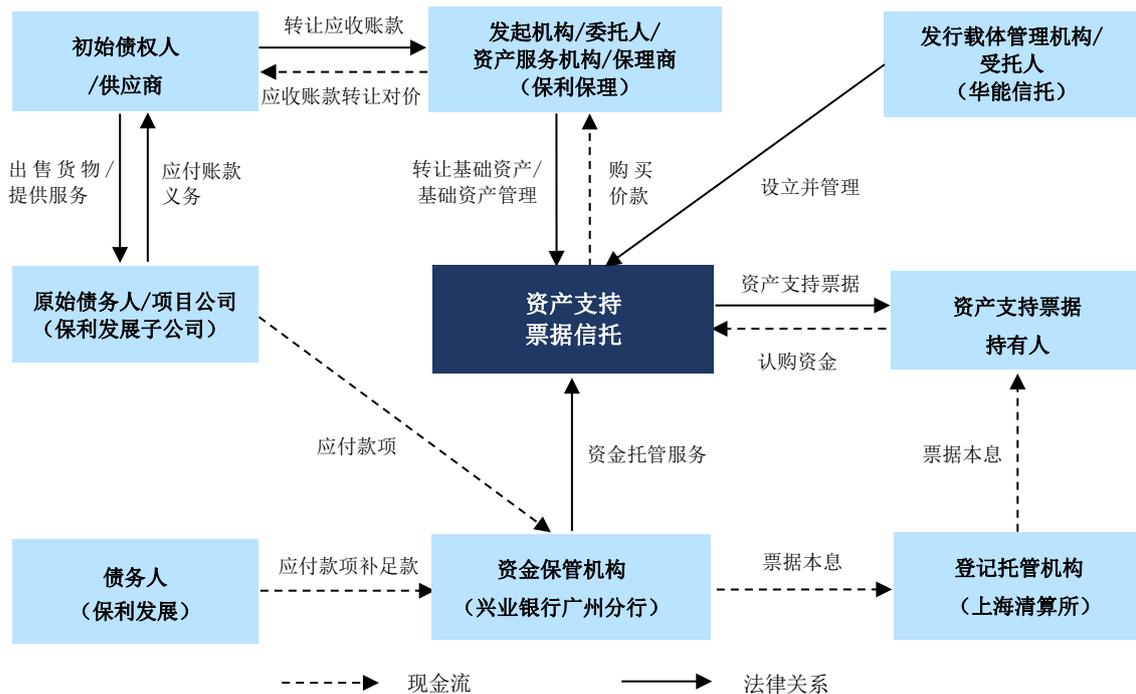
交易结构分析

基本结构及主要参与方

首先，原始债权人与保理商签署《应收账款转让合同》，将其基于基础交易合同¹对原始债务人享有的应收账款债权转让至保理商，以获得相应保理服务。同时，原始债权人将该笔应收账款债权转让予保理商的事宜向原始债务人发出《应收账款债权转让通知书》（适用于供应商通知）。

根据《和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据信托之信托合同》（以下简称“《信托合同》”）的约定，委托人保理商将其合法所有的基础资产信托予华能信托，由华能信托设立“和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据信托”（以下简称“资产支持票据信托”或“信托计划”或“本信托”），并采用固定利率方式在银行间债券市场以簿记建档方式向机构投资者发行资产支持票据。保理商就其因向原始债权人提供保理服务而受让的基础资产继而信托予受托人设立信托的事宜，向债务人发出《应收账款转让通知书》（适用于保理商通知）。

图 1：交易结构图



资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

就信托财产中的每一笔应收账款债权而言，原始债务人向原始债权人、保理商和受托人一并出具《买方确认函》，表示知晓所列应收账款债权由供应商转让予保理商并将由保理商最终交付予受托人拟设立的资产支持票据信托的事实，同时确认其对应收账款负有付款义务，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，且不得以任何理由抗辩。此外，保利发展向保理商和受托人出具《付款确认书》，表示已知悉所列应收账款债权由原始债权人转让予保理商，并

¹ 基础交易合同：就每一笔入池应收账款债权而言，系指原始债权人与原始债务人签订的保理合同项下的标的合同，原始债权人基于该合同对原始债务人享有的应收账款，并将其转让予保理商获取保理融资，包括但不限于施工合同、材料购销合同、工程设计合同、设备买卖合同等合同及/或其补充协议等。

将由保理商最终交付予受托人拟设立的资产支持票据信托的事实，其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，且不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利。

本交易中，保利保理作为资产服务机构，负责基础资产管理，提供资产文件保管、资产池监控催收等资产管理服务；兴业银行广州分行作为资金保管银行，负责对信托资金进行保管；上海清算所为本交易项下资产支持票据提供登记托管和本息兑付服务。

资产支持票据概况

本信托是基于以上交易结构设立的，设置优先级资产支持票据和次级资产支持票据。基于资产池，各档资产支持票据的目标募集规模和预期到期日如表 1 所示。

表 1：资产支持票据概况（万元）

资产支持票据	目标募集规模	利率类型	本金偿还方式	偿付频率	预期到期日
优先级资产支持票据	77,600.00	固定	固定偿还	到期还本付息	2024/8/20
次级资产支持票据	10.00	--	--	--	2024/8/20
合计	77,610.00	--	--	--	--

资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

分配方面，本信托优先级资产支持票据到期一次性还本付息，剩余资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。具体现金流分配机制详见本报告附二。

账户设置及资金归集

账户设置：本交易设置了信托保管专户和发行收入缴款账户。

资金归集：原始债务人应在原始债务人还款日（应收账款到期日当日 12:00 前）向信托保管专户足额划付应收账款的未偿价款余额；如原始债务人未能在上述时间足额清偿该笔应收账款债权，则保利发展将在保利发展还款日（应收账款到期日当日 16:00 前）向信托保管专户足额偿付原始债务人尚未偿还的应付账款。

具体资金归集流程如下图所示。

图 2：资金归集流程



资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

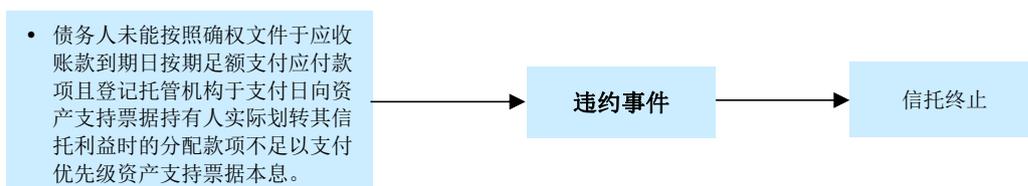
信用触发机制及相关安排

本信托设有违约事件等信用触发机制。

若债务人未能按照确权文件²于应收账款到期日按期足额支付应付款项且登记托管机构于支付日向资产支持票据持有人实际划转其信托利益时的分配款项不足以支付优先级资产支持票据本息，将触发**违约事件**，信托将终止。

中诚信国际认为，本交易信用触发机制的设置尚可。

图 3：主要信用触发机制设置



注：图示仅为主要信用触发机制设置，相关事件具体定义见本报告附一。

资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

不合格资产³的赎回

在信托期限内，如委托人、资产服务机构或受托人发现不合格资产，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知前述其他方。如发生不合格资产的情形无法被纠正或在通知后 15 日内不能被纠正的，受托人有权通知委托人且委托人有义务对不合格资产予以赎回。此外，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有权作出决议，要求受托人通知委托人且委托人有义务对不合格资产予以赎回。

如受托人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，委托人应于相应的回购起算日⁴最终确定每笔不合格资产的赎回价格并由受托人书面确认，委托人应于受托人确认赎回价格后的 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。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。

信用支持

保利发展的信用支持

保利发展出具《付款确认书》，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原始债务人尚未偿还的应付账款，同时不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利。保利发展系保利集团房地产业务的主要平台，其股东背景雄厚，能够在资金支持、资源获取和品牌共享等方面获得保利集团的支持；同时保利发展近年来销售规模稳健

² 确权文件：就每一笔应收账款债权而言，系指债务人向委托人和受托人出具的确认其负有按约定清偿应付账款义务的书面文件，即保利发展子公司向委托人和受托人出具的《买方确认函》和保利发展向委托人和受托人出具的《付款确认书》统称为确权文件。

³ 不合格资产：系指在初始起算日或信托生效日不符合资产保证的资产。

⁴ 回购起算日系指受托人提出赎回相应不合格资产要求之日后第 2 个工作日。

增长，行业地位领先，区域布局合理，土地储备充沛，财务政策稳健，融资渠道畅通，整体具备很强的综合实力，其为基础资产项下应收账款的到期偿付提供了极强的保证，从而对优先级资产支持票据本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。

风险关注

市场风险

*在本交易中，基于我们假设的预期发行利率等基准条件，基础资产回收款可覆盖信托所涉及的相关税费和优先级资产支持票据本息，但未来可能由于优先级资产支持票据发行利率提高、信托费用提高等因素，导致本信托现金流入对现金流出的覆盖程度有所降低。*基于压力测试基准条件，若优先级资产支持票据实际发行利率高于 3.05%，本信托基础资产现金流入则不能保证相关税费及优先级资产支持票据的本息支付。中诚信国际将对优先级资产支持票据的实际发行利率保持关注。

房地产行业风险

*在本交易中，入池应收账款对应债务人均处于房地产行业。*2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来较低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对保利发展及其子公司的经营情况及资金平衡能力提出更高要求。

法律意见书未对全部入池资产发表相关法律意见

北京金诚同达律师事务所（以下简称“金诚律所”）仅对抽样基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担、是否满足入池标准的相关要求以及转让行为的合法有效性发表法律意见，未对全部基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担、是否满足入池标准的相关要求以及转让行为的合法有效性发表法律意见。

交易的法律情况

金诚律所就本信托出具了《北京金诚同达律师事务所关于和悦 2023 年度第一期供应链资产支持票据之法律意见书》和《北京金诚同达律师事务所关于保利商业保理有限公司和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据之法律意见书》，相关法律意见主要包括：

主要当事方资格：发起机构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。发起机构已依法定程序作出相应决策，相关内容符合法律法规及其公司章程的规定，发起机构就本项目已获得必要的内部授权和批准，合法有效。

交易文件的合规性：《和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据募集说明书》的内容完整，符合《非金融企业资产支持票据指引》（以下简称“《资产支持票据指引》”）、《注册表格体系》等

相关规定；《信托合同》、《和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据主定义表》（以下简称“《主定义表》”）、《和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据服务合同》（以下简称“《服务合同》”）的内容亦符合法律法规及规则指引的规定。保利发展出具《付款确认书》的决策流程符合《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）、《担保制度解释》、《中华人民共和国公司法》及相关法律法规的规定，《付款确认书》的内容合法、有效。

基础资产的真实性和合法性、有效性、权利归属和权利负担：金诚律所共抽取了 55 笔样本（以下简称“抽样基础资产”）进行尽职调查，抽样资产的应收账款债权金额占拟入池基础资产应收账款债权总额的 49.85%。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。

基础资产转让的合法性、有效性：基础资产的转让安排合法有效。发起机构根据保理合同的约定形成符合标准的基础资产后，《信托合同》一经发起机构与受托人合法有效地签署、交付并履行后，将构成对签署方合法有效并具有约束力的文件，自信托生效日委托人向受托人交付信托财产后，基础资产的转让即在发起机构与发行载体之间发生法律效力，发行载体可以取得基础资产。基础资产转让通知安排符合《民法典》第五百四十六条的规定，在适用法律项下合法、有效。

基础资产风险隔离的合法性、有效性：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。

信用增级安排的合法性、有效性：本信托设置了优先级/次级分层的信用增进措施，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。

■ 基础资产池概况

基本情况

本信托基础资产为《应收账款债权清单》所列的，由发起机构根据《信托合同》的约定于信托财产交付日委托给受托人设立资产支持票据信托的目标应收账款债权。为免疑义，该等基础资产系债权人根据保理合同约定转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属权益。

入池标准

就每一笔资产而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：

- (a)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；
- (b)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；
- (c)同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；
- (d)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）；
- (e)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；
- (f)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且转让对价公允；
- (g)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；
- (h)该笔应收账款债权不存在属于预付款或质保金的情形；
- (i)原始债务人在基础合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）；
- (j)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；
- (k)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；
- (l)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；
- (m)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；
- (n)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；
- (o)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；

- (p) 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；
- (q) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (r) 基础资产对应的应收账款包括 10 个以上相互之间不存在关联关系的原始债权人；
- (s) 基础资产转让予保理商之事项已在中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统办理完毕应收账款转让登记手续；
- (t) 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）。

基础资产概况

截至 2023 年 8 月 2 日，本信托基础资产相关统计信息如下表所示：

表 2：资产池概况

资产池余额（万元）	80,067.76
应收账款笔数（笔）	411
原始债权人户数（户）	270
原始债务人户数（户）	185
单笔最低余额（万元）	1.30
单笔最高余额（万元）	2,677.39
单笔平均余额（万元）	194.81
单户原始债务人最低金额（万元）	3.60
单户原始债务人最高金额（万元）	6,759.32
单户原始债务人平均金额（万元）	432.80
应收账款剩余期限（天）	376

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

统计特征

应收账款余额分布

应收账款余额分布方面，单笔余额在 0~500 万元（含）之间的应收账款金额和笔数占比均最高，笔数占比为 90.75%，金额占比为 46.23%。入池应收账款单笔平均余额为 194.81 万元；单笔金额最大的应收账款余额占应收账款总额的 3.34%。总体来看，应收账款单笔规模较小，具有一定分散度，具体分布情况如下：

表 3：资产池应收账款余额分布（笔、万元）

单笔应收账款余额	应收账款笔数	应收账款笔数占比	应收账款余额	应收账款余额占比
(0, 500]	373	90.75%	37,018.15	46.23%
(500, 1,000]	21	5.11%	15,528.91	19.39%
(1,000, 1,500]	7	1.70%	8,118.96	10.14%

(1,500, 2,000]	7	1.70%	12,660.57	15.81%
(2,000, 2,500]	2	0.49%	4,063.78	5.08%
(2,500, 3,000]	1	0.24%	2,677.39	3.34%
合计	411	100.00%	80,067.76	100.00%

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

原始债务人行业分布

资产池应收账款对应的原始债务人均为保利发展子公司，所处行业均为房地产行业，行业单一，需关注房地产行业风险。

原始债务人区域分布

从原始债务人所处区域分布来看，基础资产对应的原始债务人主要分布于河南和山西区域等，其中位于河南区域的债务人涉及的入池应收账款金额最高，金额合计 8,177.96 万元，金额占比 10.21%，具体分布情况如下：

表 4：资产池原始债务人区域分布情况（户、万元）

所在区域	原始债务人户数	原始债务人户数占比	应收账款余额	应收账款余额占比
河南区域	7	3.78%	8,177.96	10.21%
山西区域	13	7.03%	7,848.15	9.80%
华南区域	21	11.35%	7,754.98	9.69%
上海区域	5	2.70%	4,983.93	6.22%
大连区域	6	3.24%	4,746.43	5.93%
浙江区域	8	4.32%	4,200.92	5.25%
海西区域	3	1.62%	3,500.78	4.37%
南昌区域	8	4.32%	3,433.33	4.29%
粤中区域	8	4.32%	2,900.77	3.62%
河北区域	6	3.24%	2,771.23	3.46%
广东区域	6	3.24%	2,690.31	3.36%
安徽区域	7	3.78%	2,488.59	3.11%
苏州区域	5	2.70%	2,456.94	3.07%
四川区域	12	6.49%	2,258.26	2.82%
江苏区域	6	3.24%	2,154.44	2.69%
山东区域	6	3.24%	2,007.46	2.51%
浙南区域	4	2.16%	1,999.57	2.50%
北京区域	4	2.16%	1,776.63	2.22%
天津区域	6	3.24%	1,567.30	1.96%
重庆区域	1	0.54%	1,427.25	1.78%
湾区区域	5	2.70%	1,306.16	1.63%
海南区域	5	2.70%	1,298.13	1.62%
辽宁区域	5	2.70%	1,295.42	1.62%
甘肃区域	4	2.16%	1,183.72	1.48%
长春区域	6	3.24%	903.35	1.13%
湖南区域	1	0.54%	834.17	1.04%
陕西区域	4	2.16%	797.97	1.00%

湖北区域	6	3.24%	507.90	0.63%
淮海区域	1	0.54%	374.63	0.47%
福建区域	5	2.70%	276.41	0.35%
云南区域	1	0.54%	144.67	0.18%
合计	185	100.00%	80,067.76	100.00%

注：华南区域包括佛山市、肇庆市、韶关市、清远市、阳江市及湛江市；广东区域包括广州市；湾区区域包括东莞市、惠州市、深圳市、汕头市、汕尾市、揭阳市、河源市、及梅州市；粤中区域包括中山市、珠海市及江门市；浙江区域包括杭州市、宁波市、慈溪市、绍兴市、舟山市及湖州市；浙南区域包括温州市、台州市、金华市、衢州市及丽水市；苏州区域包括无锡市、常州市及南通市；江苏区域包括南京市、盐城市、镇江市及扬州市；辽宁区域包括营口市、通化市、沈阳市及丹东市；大连区域为大连市。

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

原始债务人集中度分布

基础资产共涉及 185 户原始债务人，单户原始债务人涉及的应收账款余额最大为 6,759.32 万元，金额占比为 8.44%；前五大原始债务人涉及的应收账款余额合计为 17,851.02 万元，金额占比合计为 22.29%，具体分布情况如下：

表 5：资产池前五大原始债务人分布情况（笔、万元）

原始债务人	应收账款笔数	应收账款笔数占比	应收账款余额	应收账款余额占比
郑州保利亨业房地产开发有限公司	22	5.35%	6,759.32	8.44%
太原保利房地产开发有限公司	7	1.70%	3,123.18	3.90%
太原保利凰泰房地产开发有限公司	2	0.49%	2,761.40	3.45%
南昌保云置业有限公司	13	3.16%	2,716.10	3.39%
舟山保泓生态文化旅游区开发有限公司	2	0.49%	2,491.01	3.11%
合计	46	11.19%	17,851.02	22.29%

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

原始债权人集中度分布

基础资产共涉及 270 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 28,273.16 万元，金额占比为 35.31%；前五大原始债权人涉及的应收账款余额合计为 39,844.02 万元，金额占比合计为 49.76%，具体分布情况如下：

表 6：资产池前五大原始债权人分布情况（笔、万元）

原始债权人	应收账款笔数	应收账款笔数占比	应收账款余额	应收账款余额占比
富利建设集团有限公司	48	11.68%	28,273.16	35.31%
中国建筑第五工程局有限公司	6	1.46%	4,347.41	5.43%
广东佳利建筑装饰工程有限公司	11	2.68%	3,159.68	3.95%
福建省源昌建设工程有限公司	1	0.24%	2,045.68	2.55%
上海建工一建集团有限公司	1	0.24%	2,018.10	2.52%
合计	67	16.30%	39,844.02	49.76%

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

基础资产业务类型分布

基础资产对应的应收账款债权按照基础交易合同的业务类型主要分为施工类和采购类；其中以施工类为主，对应应收账款共计 283 笔，合计应收账款余额为 70,793.17 万元，金额占比为 88.42%，具体分布情况如下：

表 7：资产池应收账款业务类型分布情况（笔、万元）

基础交易合同类别	应收账款笔数	应收账款笔数占比	应收账款余额	应收账款余额占比
施工类	283	68.86%	70,793.17	88.42%
采购类	94	22.87%	7,739.99	9.67%
设计类	28	6.81%	1,305.26	1.63%
其他	6	1.46%	229.34	0.29%
合计	411	100.00%	80,067.76	100.00%

资料来源：保利保理提供，中诚信国际整理

基础资产剩余期限分布

基础资产对应的应收账款债权到期日均为 2024 年 8 月 12 日，且均为到期一次性回款。以初始起算日 2023 年 8 月 2 日为基准日，每笔基础资产的剩余期限均为 376 天。

基础资产关联交易情况

本信托基础资产中有 66 笔应收账款由关联交易所形成，对应的应收账款余额为 31,762.73 万元，金额占比为 39.67%。

信用分析、现金流模型及压力测试

评级方法概述

基于本交易基础资产的主要风险特征，中诚信国际选用《中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型》对本交易进行信用分析。评级方法在中诚信国际公司网站 (www.ccxi.com.cn) 公开披露。

信用分析

本信托基础资产共涉及 411 笔应收账款债权，单笔应收账款平均规模较小，具有一定分散度。入池资产原始债务人共计 185 户，均为保利发展下属公司。同时，保利发展对每笔入池应收账款出具《付款确认书》，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原始债务人尚未偿还的应付账款。整体来看，保利发展对优先级资产支持票据本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。关于保利发展主体的信用质量分析具体参见“信用增进机构信用质量分析”部分。

现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法**来评估受评票据的信用质量。中诚信国际会编写适用于本交易的现金流模型，在正常景况和压力景况下，分别测算预定的预期到期日基础资产现金流入对优先级资产支持票据应付本息及其之前应付税费的覆盖情况。

本信托的现金流入为基础资产到期回款；现金流出为信托税费以及资产支持票据的本息兑付资金。

表 8：现金流模型基本参数

指标	参数值
----	-----

优先级资产支持票据计划募集金额	77,600.00 万元
次级资产支持票据计划募集金额	10.00 万元
信托预计存续时间	365 天
簿记建档费率	0.008%
登记托管费率+兑付清算费率	0.005%
增值税及附加税率	3.36% ⁵
兑付兑息费率	0.0035%

资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

压力测试条件

在结合目标评级进行压力测试时，中诚信国际主要考虑了预期收益率上升的压力景况。压力测试条件如下表所示：

表 9：压力指标

压力测试条件	正常景况	压力景况
优先级资产支持票据预期收益率	2.80%	+25BP

资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

模型结果

根据资产池预计可用于覆盖的现金流，并基于本交易的现金流分配机制，经测算：正常景况下，基础资产预期现金流入对优先级资产支持票据应付本息及其之前应付税费的覆盖倍数为 1.0025 倍，对资产支持票据应付本息及其之前应付税费的覆盖倍数为 1.0024 倍。压力景况下，在预期收益率上升 25BP 的景况下，基础资产的预期现金流仍可覆盖优先级资产支持票据的本息及税费。

表 10：基础资产现金流对优先级资产支持票据本息及税费的覆盖情况(X)

资产支持票据	正常景况	压力景况
优先级	1.0025	1.0001

资料来源：中诚信国际整理

基于保利发展向本信托承担的到期付款义务，以及压力景况下现金流覆盖情况，**中诚信国际认为，本信托项下优先级资产支持票据的模型结果⁶为AAA_{sf}。**

表 11：模型结果

资产支持票据	压力景况
优先级资产支持票据	AAA _{sf}

发起机构/委托人/资产服务机构信用质量分析

发起机构/委托人/资产服务机构——保利保理

保利保理成立于 2016 年 9 月，初始注册资本为 1.00 亿元，由保利投资控股有限公司（以下简称“保利投资”）出资设立。截至 2023 年 3 月末，保利保理注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，控股股东保利投资持有其 100% 持股，保利保理实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会

⁵ 增值税及附加税率=3%*(1+7%+3%+2%)

⁶ 中诚信国际会依据模型结果，同时结合交易的主要风险及缓释措施、重要参与方信用状况等其他因素综合评价受评票据的信用状况，最终由信用评级委员会评定票据的信用评级结果。

（以下简称“国务院国资委”）。

公司治理

法人治理结构方面，保利保理设有董事会，董事会由 3 名董事组成，由保利投资委派，董事任期 3 年，可经保利投资任命后连任。董事会设董事长 1 人，由董事会全体成员过半数选举产生。董事会主要职责为执行股东做出的决定和制订公司的发展战略和中长期发展规划，并对其实施进行监督。保利保理不设监事会，设监事 1 名，由保利投资委派，任期每届三年，任期届满可以连任。监事主要职责为检查公司财务和对董事、高级管理人员履行公司职务的行为进行监督。整体来看，保利保理组织架构较为简单，经营决策主要依托于保利投资进行统筹。

部门设置方面，保利保理实行董事会领导下的总经理负责制，总经理下设保理业务部、风险管理部、贷后管理部、财务部和综合部。保理业务部负责商业保理业务；风险管理部负责合规管理及项目风险控制。制度建设方面，保利保理对保理业务制定了《保利商业保理有限公司商业保理业务管理办法》、《保利商业保理有限公司合同管理办法》和《保利商业保理有限公司风险控制管理办法》等，制度建设较完善。

业务运营

保利保理于 2021 年 11 月开始正式展业，主要从事应收账款反向保理业务和供应链 ABS 业务。自保利保理成立后，保利融资租赁有限公司⁷（以下简称“保利租赁”）逐步将其商业保理业务转移至保利保理开展，目前已经完成该转移。2022 年来，保利保理围绕保利集团下属企业开展供应链 ABS 业务，目前已与保利发展和保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业”）等核心企业签订了合作协议，并拟拓展保利集团内其他成员企业。保利保理根据资金来源，将其保理业务分为应收账款反向保理业务和供应链 ABS 业务，其中应收账款反向保理业务资金来源为自有资金及其股东借款，供应链 ABS 业务资金来源为保利集团借款。盈利模式方面，保利保理供应链 ABS 业务主要为赚取应收账款转让差价及资产管理服务费。

业务运营方面，保利保理保理业务聚焦保利集团内部，开展的保理业务均为反向保理。2021~2022 年及 2023 年 1~3 月，保利保理当期累计保理业务笔数分别为 3 笔、11 笔和 4 笔，业务规模和笔数均相对较小。2021~2022 年末及 2023 年 3 月末，保利保理期末保理余额分别为 1.18 亿元、1.96 亿元和 2.21 亿元；保理客户数分别为 18 户、7 户和 6 户。

表 12：保利保理业务运营情况（笔、亿元、户）

项目	2021	2022	2023.1~3
当期累计保理业务笔数	3	11	4
当期累计保理金额	1.24	1.87	0.73
期末保理客户数	18	7	6
期末保理余额	1.18	1.96	2.21
其中：有追索权保理余额	1.00	1.26	1.51
前五大客户保理余额	1.18	1.84	2.16
最大客户及其关联方保理余额	0.18	0.70	0.70
一年内应收保理余额	1.18	0.77	0.45

⁷ 保利保理和保利租赁均为保利投资控股子公司，采用“两块牌子、一套班子”。

业务流程

业务流程方面，保利保理建立了较为规范的保理业务操作流程，主要分为 4 个阶段：(1)业务调查：保理业务部负责对买、卖双方开展融资申请调查，并对买、卖双方基本情况、财务状况、现金流量、借款用途以及担保人担保能力等有关情况进行综合分析、评估。(2)业务审批：商业保理业务通过立项会、评审会、终审会、公司审批四级审批进行业务审批。如审批业务为授信储架类业务（包括供应链金融资产证券化业务、授信类保理融资业务等），公司审批通过后，单笔放款或单期发行时，在风险控制条件（放款前提和实质合同条款）不变的情况下，授权公司董事长审批即可。(3)合同签署：业务审批通过后，保理业务部按照公司合同管理的相关规定进行业务合同签署工作。(4)融资发放：保理业务部会同风险管理部办妥合同签署、担保等手续并落实所有放款前提后，发起签署《付款指令》，由公司董事长、总经理及分管保理业务部、风险管理部公司领导及部门负责人签署，办理放款手续，具体的资金支付手续由资产财务部按相关制度规定办理。

风险管理

风险管理工作制度方面，保利保理制定了《保利商业保理有限公司风险控制管理办法》，对办理保理业务中可能出现的信用风险、卖方履约风险、欺诈风险和操作风险等做出相关约定，内容覆盖审查买方的历史履约情况、审查卖方的资信情况、审核买卖双方的关系、保证措施的制定、日常的合规管理和动态风险监控、保理额度的控制和调整等。

整体来看，保利保理处于展业初期，业务规模很小且目前主要聚焦保利集团内部，整体风险控制较好。

财务分析

盈利能力方面，保利保理营业收入全部为保理业务收入，主要系保理业务利差收益。由于保利保理于 2021 年 11 月正式展业，其当年暂未确认收入。2022 年及 2023 年 1~3 月，保利保理营业总收入分别为 687.26 万元和 206.06 万元；营业总支出⁸分别为 175.68 万元和 70.00 万元，主要为集团内部借款利息支出；同期，其综合毛利率⁹分别为 77.44%和 66.03%。期间费用方面，2022 及 2023 年 1~3 月，保利保理期间费用分别为-8.52 万元和 0.23 万元，其中 2022 年期间费用主要系银行存款的利息收入。同期，保利保理分别实现净利润 390.08 万元和 135.72 万元。

资产结构方面，2021~2022 年末，保利保理资产总额分别为 1.25 亿元和 1.98 亿元；同期末，保利保理负债总额分别为 0.25 亿元和 0.94 亿元，资产负债率分别为 19.69%和 47.58%，2022 年以来，随着业务的开展，保利保理债务增长带动资产负债率提升，但仍处于较低水平。另截至 2023 年 3 月末，保利保理资产总额为 2.39 亿元，负债总额为 1.32 亿元，资产负债率为 55.34%，负债水平有所提升。

⁸ 营业总支出=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出。

⁹ 毛利率=(营业总收入-营业总支出)/营业总收入。

资产构成方面，保利保理资产主要由一年内到期的非流动资产构成，2021~2022 年末，保利保理一年内到期的非流动资产分别为 1.24 亿元和 1.96 亿元，占总资产的比重分别为 99.42% 和 99.01%，主要系应收保理款。另截至 2023 年 3 月末，保利保理资产总额增至 2.39 亿元，主要系 2.21 亿元的应收保理款。

负债构成方面，保利保理负债全部为流动负债，主要系短期借款和其他应付款。2021~2022 年末及 2023 年 3 月末，保利保理短期借款分别为 0.21 亿元、0.00 亿元和 0.86 亿元；同期末，保利保理其他应付款分别为 0.04 亿元、0.91 亿元和 0.38 亿元，主要系应付关联方保利租赁的往来款。

偿债能力方面，从 2021~2022 年末以及 2023 年 3 月末，保利保理流动比率分别为 507.83%、210.17% 和 180.70%，整体流动性水平较高。从债务规模来看，2021~2022 年末以及 2023 年 3 月末，保利保理有息负债分别为 0.25 亿元、0.90 亿元和 1.24 亿元，均为短期债务；同期末，一年内应收保理余额分别为 1.18 亿元、0.77 亿元和 0.45 亿元，一年内应收保理余额对有息负债的覆盖倍数分别为 4.80 倍、0.86 倍和 0.36 倍，覆盖程度较差，中诚信国际将对其后续偿债能力情况保持关注。

现金流方面，随着业务的开展，保利保理经营性净现金流由负转正，2021~2022 年及 2023 年 1~3 月，保利保理经营活动净现金流分别为 -1.20 亿元、-0.64 亿元和 0.17 亿元。

授信方面，截至 2023 年 3 月末，保利保理无银行授信。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，保利保理无对外担保，且不存在重大未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

整体来看，保利保理尚处于展业初期，其业务模式清晰，整体流动性风险相对可控；但随着业务规模的扩张，其债务规模上升较快，中诚信国际将对其后续偿债能力情况保持关注。

■ 信用增进机构信用质量分析

债务人——保利发展

保利发展（本节或简称“公司”）的前身为广州保利房地产开发公司，是由保利集团的全资子公司保利南方集团有限公司（原名为“保利科技南方公司”，以下简称“保利南方”）于 1992 年 9 月在广州市注册成立的全民所有制企业。2002 年 8 月，经原国家经济贸易委员会批准，由保利南方作为主发起人，联合华美国际投资集团有限公司和张克强等 16 位自然人共同发起设立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，股票简称“保利地产”。2018 年 10 月，公司名称变更为现名，2021 年 9 月，公司股票简称变更为“保利发展”。此外，公司作为保利集团旗下房地产业务的主要平台和载体之一，于 2018 年 6 月完成对同一集团下另一房地产业务主要平台保利置业（股票代码 0119.HK）母公司保利（香港）控股有限公司 50% 股权的收购交割工作¹⁰。公司主营业务为房地产开发与销售，并以此为基础构建成为涵

¹⁰ 截至 2023 年 3 月末，保利集团和保利发展各持有保利（香港）控股有限公司 50% 股权，保利（香港）控股有限公司持有保利置业 41.45% 股份，保利置业由保利集团并表。

盖物业服务、全域化管理、销售代理、商业管理、不动产金融等在内的多元产业体系。2022 年公司实现营业总收入 2,811.08 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司的控股股东为保利南方，保利南方持有公司 37.69% 的股权；保利集团持有保利南方 100% 股权，并直接及间接通过保利南方共计持有保利发展 40.49% 的股权，公司实际控制人为保利集团，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

业务运营

公司业务以商品住宅开发销售为主，围绕美好生活服务和产业金融服务开展相关业务布局。目前，公司产品已涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心和商贸会展等多业态；其中住宅业态方面，公司坚持普通住宅开发，打造“天-悦-和”三大产品系，具有卓越的品牌影响力。从项目运作情况看，2020~2022 年公司开工面积波动变化，其中 2022 年受市场下行影响，公司坚持“以销定产”原则，新开工面积同比下降 53.93%；2020~2022 年公司竣工规模较为稳定。截至 2023 年 3 月末，公司在建面积 11,285 万平方米，保持了较大的开发规模。

表 13：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新开工面积	4,630	5,155	2,375	198
竣工面积	3,986	4,193	3,975	516

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来凭借卓越的品牌影响力和深耕区域的突出表现，公司建立了稳固的行业领先地位，在房地产行业下行的背景下，公司 2022 年销售金额和销售面积同比分别下降 14.51% 和 17.55%，但行业地位稳步提升，根据克而瑞签约销售金额排行榜，2020~2022 年公司全口径销售排名分别为第五位、第四位和第二位。销售均价方面，随着公司在珠三角及长三角区域的销售贡献度稳步提升，近年其整体销售均价有所提高。结算方面，公司结算金额呈上升趋势，从结算区域分布来看，华南和华东区域对公司的结算贡献占比较大，近年来合计结算金额占比保持在 50% 以上。2023 年以来公司销售表现向好，根据公司披露的 2023 年一季度销售情况简报，2023 年 1~3 月公司销售金额和销售面积分别为 1141.30 亿元和 630.84 万平方米，同比分别增加 25.84% 和 13.90%，克而瑞签约销售金额排行榜位列第一。

表 14：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	3,409	3,333	2,748	631
销售金额（全口径）	5,028	5,349	4,573	1,141
销售均价（全口径）	14,750	16,049	16,642	18,092
结算面积	2,069	2,198	2,044	--
结算金额	2,264	2,608	2,566	--
结算均价	10,941	11,861	12,553	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司核心区域及城市聚焦战略执行效果良好，2022 年公司于 38 个核心城市的销售贡献达到 86%，其中，珠三角及长三角地区合计销售占比达 56%。从单城表现看，2022 年公司在 26 个城市销售排名第一，在 51 个城市销售排名前三，城市深耕效果显著。从销

售回款情况看，公司回款率长期保持行业较高水平，2020~2022 年分别为 93.6%、93.8% 和 93.4%。

土地储备方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略布局，在重点深耕珠三角、长三角、京津冀等城市群的同时，结合国内经济战略走向，逐步延伸至中部、西部、海峡西岸等国家重点发展区域。截至 2022 年末，公司于全国一百余个城市的储备建筑面积¹¹为 16,454.67 万平方米，其中储备建筑面积排名前十的城市分别为广州、佛山、武汉、成都、长沙、茂名、昆明、青岛、北京和东莞，上述城市储备建筑面积合计占比为 36.54%。由于公司保持投资定力，坚持深耕战略，储备项目丰富且成本相对合理，但需对部分城市能级偏低及需求支撑不足城市的项目去化情况保持关注。

公司通过公开市场招拍挂、城市更新、产业拓展、兼并收购等多元化渠道获取项目，项目拓展能力持续提升，新增储备项目平均楼面地价较当年销售均价整体处于较低水平。2020~2022 年，公司新增土地储备金额占当年销售金额的比例分别为 46.80%、34.72% 和 35.27%，土地投资节奏稳健。拿地区域方面，公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，2022 年于 38 个核心城市的拓展金额占比达 98%，随着新获取项目城市能级提升，当年新增土地楼面均价明显增长。2023 年一季度公司新增土地金额和新增土地容积率面积同比分别下降 45.75% 和 52.58%，于 38 个核心城市拓展金额占比为 98%，新增土地楼面均价进一步增长。

表 15：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新拓展项目	146	145	91	8
新增土地容积率面积	3,186	2,722	1,054	92
新增土地总地价	2,353	1,857	1,613	185
新增土地楼面均价	7,388	6,821	15,304	20,109

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

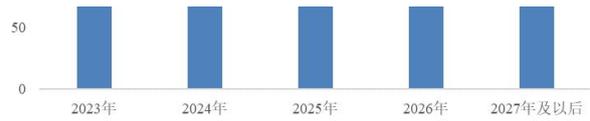
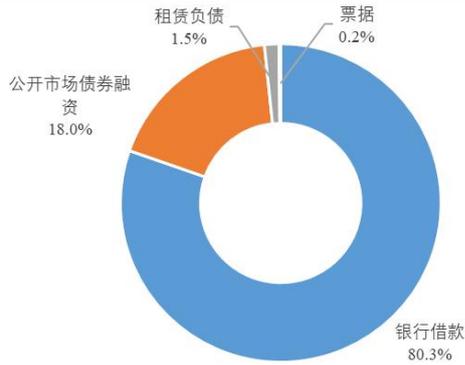
融资渠道方面，公司融资方式以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为其重要融资手段，综合融资成本逐年下降，具备很强的融资成本优势。公司与金融机构保持友好合作关系，在近期市场整体融资环境收紧的背景下，公司保持了通畅的融资渠道，且融资成本较低，可为业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度极高。

图 4：截至 2022 年末公司总债务构成

图 5：截至 2023 年 3 月末公司境内外债券到期/回售分布情况（单位：亿元¹²）

¹¹ 储备建筑面积=总建筑面积-累计签约面积，包含不计容面积及自持物业。

¹² 其中，美元债金额按照 2023 年 4 月 4 日中国人民银行官网汇率中间价 6.8699 折算为人民币金额。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

物业服务方面，该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”，股票代码“06049.HK”）运营。截至 2022 年末，保利物业在管面积达 5.76 亿平方米，合同面积达 7.72 亿平方米，2022 年全年实现营业收入 136.87 亿元。根据中国指数研究院 2022 年的综合实力排名，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第三。商业运营管理板块方面，公司适度持有经营性物业，业态涵盖写字楼、酒店、购物中心、展馆、产业园等，对公司业绩形成一定补充。

表 16：截至 2022 年末公司持有型物业出租情况（个、万平方米、套、亿元）

经营业态	项目数量	总建筑面积	可供出租面积/房间数	2022 年经营收入
酒店	17	81.35	4,477	7.88
写字楼	16	65.45	55.45	10.18
购物中心	20	111.45	69.90	4.93
展馆	1	19.56	14.45	2.18
租赁住房	19	32.22	6,641	0.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司具备极强的规模优势，整体经营稳健度极高，项目储备可对其未来发展提供保障；同时，非房业务可对公司业绩形成一定补充。

财务分析

盈利能力

近年来，公司营业收入呈增长趋势，同时，受全国热点城市限价等调控政策及前期部分项目获取成本偏高的影响，行业整体初始获利空间缩窄，公司房地产销售板块的毛利率持续下滑，未来随着高地价项目的陆续结转，毛利率或将延续承压，但整体仍处于行业较好水平。

期间费用方面，随着业务的不断发展，公司期间费用呈上升趋势，细分来看，随着销售代理费用增长，销售费用持续上升；由于咨询费等支出减少，公司 2022 年管理费用（含研发费用，下同）同比下降 12.91%。财务费用方面，由于公司将部分借款费用资本化，且财务成本维持在较低的水平，公司费用化利息支出规模相对较小，整体期间费用率水平较低，费用控制能力保持在较好水平。盈利表现方面，随着公司高地价项目结转规模增长，公司经营性业务利润呈下降趋势；此外，近年公司合作项目产生的投资收益持续为其利润产生贡献，但 2022 年受行业下行影响，规模贡献小幅降低；同时，2019 年公司对于位于合肥和厦门的项目计提跌价准备，并根据

市场销售情况于 2020 年和 2021 年转回部分存货跌价准备；2022 年资产减值损失中存货跌价损失 8.86 亿元、长期股权投资减值准备 2.73 亿元，其中存货跌价损失系对位于济南、珠海、天津的项目计提跌价准备。受毛利率下行的影响，公司盈利指标呈下滑趋势，但对比同行业，公司盈利能力仍处于业内较好水平。另 2023 年一季度公司经营性业务利润同比增长 3.45%，非经常性损益对利润的影响较小。

表 17：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	2,263.80	33.48	2,607.67	27.13	2,565.78	21.19
其他业务	167.29	20.16	241.66	22.95	244.39	24.04
合计	2,431.09	32.56	2,849.33	26.78	2,810.17	21.99

注：其他收入系物业管理、建筑、装饰、酒店、展览、设计费、租赁等收入

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率	32.56	26.78	21.99	21.87
期间费用率	6.42	6.19	6.12	6.27
经营性业务利润	453.03	432.55	317.99	51.57
投资收益	61.41	62.11	42.01	-1.04
资产减值损失	-8.49	-0.95	11.56	0.00
信用减值损失	0.71	1.53	1.22	-0.74
EBITDA	583.05	566.35	418.32	51.25
利润总额	525.39	500.35	353.01	53.82
净利润率	16.47	13.05	9.61	9.92

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

整体来看，公司初始获利空间持续缩窄，盈利指标亦呈现下滑趋势，考虑到当前行业下行背景，公司整体盈利能力仍处于同行业较好水平。

资产质量

公司具有规模优势，从资产结构来看，存货、货币资金、其他应收款和长期股权投资是其主要构成，近年合计占比保持在 89% 左右。具体来看，随着公司补充项目资源及开发投入，公司存货规模呈稳步上升态势，开发产品占比亦持续上升；受益于业务扩张以及稳中有升的销售回款率，公司货币资金逐年增加；近年来随着联营合营企业投资逐步增加，公司其他应收款保持较大规模，在当前房地产行业波动背景下，对公司合作项目的经营及资金管理能力提出更高挑战；由于合作开发项目规模增长，公司对联营、合营企业投资的不断增加，公司长期股权投资持续增长。另截至 2023 年 3 月末，公司总资产规模较期初略有下降，其中，受往来款支出增加、偿还债本息增长的影响，公司货币资金较期初下降 14.01%。

负债方面，合同负债（含预收款项，下同）、其他应付款项和债务是公司负债的最主要构成。其中合同负债余额较大，截至 2022 年末，公司合同负债为当年房地产销售收入的 1.61 倍，可对未来收入结转形成支撑。公司其他应付款主要由应付房地产合作方往来款、联营合营企业及其他

关联方往来款和保证金押金构成。近年来公司融资需求随经营规模拓展而增长，债务规模呈稳步上升趋势，短期债务占比保持在合理水平，债务期限结构合理。另截至 2023 年 3 月末，公司负债总额较期初小幅下降，其中债务规模较期初下降 3.05%。

所有者权益构成方面，得益于公司利润不断积累，自有资本得以夯实；受合作开发项目增多的影响，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益亦有所提升；此外，近年来，公司永续债保持一定规模，2022 年末账面价值为 90.10 亿元。财务杠杆方面，近年来公司在保持规模扩张的同时净负债率整体控制在稳定水平，财务结构稳健。

表 19：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,460.19	1,713.84	1,765.37	1,518.04
其他应收款	1,532.46	1,578.49	1,574.09	1,526.63
存货	7,414.75	8,096.56	8,778.93	8,772.52
开发产品/存货	9.10	12.47	19.06	--
存货周转率	0.25	0.27	0.26	--
长期股权投资	725.50	950.89	1,062.50	1,079.40
流动资产占比	90.79	89.10	88.43	88.05
总资产	12,514.41	13,999.33	14,704.64	14,480.25
其他应付款	1,405.25	1,474.14	1,352.35	1,167.57
预收款项（含合同负债）	3,664.99	4,168.69	4,129.13	4,410.18
总债务	3,117.50	3,517.54	3,870.80	3,752.74
短期债务/总债务	25.50	21.08	21.13	18.54
净负债率	62.41	59.92	65.69	69.68*
少数股东权益	864.07	1,073.54	1,259.27	1,226.28
所有者权益	2,666.99	3,029.14	3,221.92	3,206.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

整体来看，公司具有规模优势，资产构成中其他应收款保持较大规模，对公司管理能力提出较高要求；债务规模持续上升，债务期限结构良好，财务结构稳健。

现金流及偿债能力

近年来，公司经营活动净现金流始终为净流入状态，2022 年由于销售下滑，回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 21.57%，对总债务的覆盖度有所降低；投资活动净现金流受对非并表公司的投资支出规模影响而变动，2022 年公司对非并表公司的投资支出减少，投资活动现金流呈净流入态势；公司融资渠道畅通，但 2022 年由于合作方投入减少、赎回永续债增加，公司筹资活动现金流呈净流出态势。

近年来公司总债务规模持续上升，同时，其盈利指标亦出现下滑，EBITDA 对债务本息覆盖程度有所降低。此外，由于销售回款规模减少，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金可对债务的覆盖程度下降。近年来公司非受限货币资金规模稳步增长，可对短期债务形成覆盖。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	151.56	105.51	74.22	-141.62

销售商品、提供劳务收到的现金	3,229.86	3,789.25	2,971.71	764.42
投资活动净现金流	-69.27	-199.87	6.37	-8.69
筹资活动净现金流	-18.78	344.58	-30.15	-95.07
非受限货币资金/短期债务	1.83	2.30	2.14	--
总债务/EBITDA	5.35	6.21	9.25	--
EBITDA 利息保障倍数	3.65	3.15	2.61	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.97	0.93	1.30	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 1,741.72 亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为 10.95 亿元、1,603.22 亿元和 101.28 亿元，受限资产占当期末总资产的 11.84%。此外，截至 2022 年末，公司受监管的预售房款为 479 亿元。

授信方面，截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 5,390.00 亿元，其中未使用额度为 2,530.00 亿元，备用流动性充足；同时，公司资本市场融资渠道非常通畅，财务弹性很好。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保（不含子公司）余额为人民币 171.21 亿元，占净资产的比重为 5.31%，主要系对合作开发项目的联合营公司按股权比例提供担保。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

整体来看，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖程度良好；经营获现有所减弱，其对债务的覆盖程度以及 EBITDA 对债务本息覆盖程度均有所下降。

外部支持

公司实际控制人保利集团是直属于国务院国资委的大型央企，也是十六家以房地产为主业的央企之一，具有经国家批准的军品进出口贸易资质，目前已形成国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及相关业务为主业的多元发展格局，业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市，具有极强的综合实力。保利集团旗下控股 6 家上市公司，分别是保利发展（600048.SH）、保利联合（002037.SZ）、中国海诚（002116.SZ）、保利置业（00119.HK）、保利文化（03636.HK）、保利物业（06049.HK）。截至 2023 年 3 月末，保利集团总资产为 18,126.48 亿元，所有者权益合计 3,991.87 亿元，资产负债率为 77.98%；2022 年保利集团营业总收入为 4,553.75 亿元，净利润为 291.27 亿元；2023 年 1~3 月保利集团营业总收入为 720.62 亿元，净利润为 41.08 亿元。

资金支持方面，保利集团通过财务公司借贷等方式给予公司资金支持；品牌共享方面，借助保利集团的品牌和社会影响力有利于公司快速扩张；此外，由于保利集团有较高的信誉度，可在项目合作方面促进公司房地产业务的发展。

整体来看，房地产开发是保利集团的主业之一，保利发展系保利集团房地产业务的主要平台和载体，在资金支持、资源获取和品牌共享等方面都可获得保利集团的支持。

重要参与方履约能力分析

受托人——华能信托

华能贵诚信托（本节或简称为“公司”）于 2008 年由中国华能集团公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原贵州省黔隆国际信托投资有限责任公司基础上增资扩股重组而成。2009 年 1 月正式更名为华能贵诚信托有限公司；2009 年 2 月经中国银监会批准，公司换发新的《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。公司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 年末，公司注册资本为 61.95 亿元，净资产 255.12 亿元。华能贵诚信托股东由 8 家单位组成，华能资本服务有限公司是华能贵诚信托的第一大股东，出资比例为 67.92%。

业务范围上，华能贵诚信托的业务范围包括资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、其他财产或财产权信托、作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务、经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务、受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务、办理居间、咨询、资信调查等业务、代保管及保管箱业务、以存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资方式运用固有财产、以固有财产为他人提供担保、从事同业拆借、特定目的信托受托机构、受托境外理财业务、以固有财产从事股权投资业务、股指期货交易（基础类）业务（非以投机为目的）等。

业务规模及监管指标方面，截至 2022 年末，自营资产方面，华能贵诚信托总资产 296.16 亿元，所有者权益 265.84 亿元，当年实现营业收入 39.26 亿元，净利润 24.54 亿元；信托资产方面，截至 2022 年末，公司信托资产规模 6,213.61 亿元，当年信托项目营业收入 396.42 亿元。监管指标方面，截至 2022 年末公司净资本 239.81 亿元，各项业务风险资产之和 75.06 亿元，净资本/各项业务风险资产之和为 319.51%，净资本/净资产为 90.33%，各项指标均符合监管要求。

资产证券化方面，华能贵诚信托发行了国内首单以信托公司作为管理人的企业资产证券化产品；华能贵诚信托也是首批获得银行间市场非金融企业债务融资工具承销商资格的六家信托公司之一。风险控制方面，公司建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线：由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险的责任者，对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对风险业务进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展公司日常风险管理工作，对公司业务风险进行全过程监控；审计稽核部对公司风险管理的有效性实施独立监督和评价。在实施方面，公司针对不同类型的风险分类施策。针对信用风险、市场风险等可量化风险，严格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，加强员工风险意识，实施岗位和流程控制。

综上所述，我们认为华能信托作为本交易的受托机构，能够提供本交易要求的信托资产管理和信托事务处理的服务。

资金保管银行——兴业银行广州分行

兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）成立于 1988 年 8 月，是经国务院和中国人民银

行批准组建的股份制商业银行之一。2007 年，兴业银行在上海证券交易所上市（股票代码：601166）。截至 2023 年 3 月末，兴业银行注册资本为 207.74 亿元，前五大股东分别为福建省金融投资有限责任公司、中国烟草总公司、中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品、中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红和香港中央结算有限公司，持股比例分别为 16.91%、5.34%、4.56%、3.86%和 3.38%。

截至 2022 年末，兴业银行资产总计 92,666.71 亿元，同比增长 7.71%，其中本外币各项贷款余额 49,828.87 亿元，同比增长 12.53%；负债合计 85,093.73 亿元，同比增长 7.59%，其中本外币各项存款余额 47,369.82 亿元，同比增长 9.88%。2022 年兴业银行实现营业收入 2,223.74 亿元，同比增长 0.51%，其中利息净收入 1,452.73 亿元，同比减少 0.28%，手续费及佣金净收入 450.41 亿元，同比增长 5.53%；全年实现净利润 924.14 亿元，同比增长 10.26%，其中归属于母公司股东的净利润为 913.77 亿元，同比增长 10.52%，整体经营情况良好。截至 2023 年 3 月末，兴业银行资产总计 98,270.29 亿元，其中本外币各项贷款余额 51,404.16 亿元；负债合计 90,434.03 亿元，其中本外币各项存款余额 48,974.89 亿元。2023 年 1~3 月兴业银行实现营业收入 554.10 亿元，其中利息净收入 354.39 亿元，手续费及佣金净收入 76.51 亿元。同期实现净利润 253.47 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 251.15 亿元。

资本充足性方面，截至 2023 年 3 月末，兴业银行资本充足率为 14.07%，一级资本充足率为 10.86%，核心一级资本充足率为 9.66%，整体资本充足水平良好。资产质量方面，截至 2023 年 3 月末，兴业银行不良贷款余额 558.78 亿元，较上年末增加 13.90 亿元；不良贷款率 1.09%，较上年末持平；拨贷比为 2.53%，拨备覆盖率为 232.81%。

资产托管业务方面，兴业银行于 2005 年 2 月成立资产托管部，截至 2022 年末其在线托管产品 36,806 只，资产托管业务规模 15.26 万亿元，较上年末增长 8.13%，其中证券投资基金托管业务规模 2.25 万亿元，位列全行业第三位。

风险管理方面，兴业银行建立了以风险资产管理为核心的事前、事中、事后风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，落实授信业务经营责任，建立信用业务岗位人员风险基金，强化风险约束；将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，不断完善全资及控股子公司风险管理机制；进一步明确了董事会、监事会、高级管理层、操作执行层在风险管理上的具体职责，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成职责明确的风险管理“三道防线”，各司其职，共同致力于风险管理目标的实现。其中，业务经营单位和条线管理部门为风险管理第一道防线，经营单位负责管理本业务单元所有业务和操作环节的风险，履行事前预防控制的重要职责；条线管理部门负责制订本条线风险管控措施，定期评估本条线风险管理情况，针对风险薄弱环节采取必要的纠正补救措施。各级风险管理职能部门为第二道防线，负责制订风险管理基本制度和政策，分析整体风险管理状况，加强对各部门和各级机构风险管理规范性和有效性的检查评估和监控，履行全面风险报告职责，提高风险管理独立性。审计部门为第三道防线，负责开展全过程审计，对各业务环节进行独立、有重点、前瞻式的持续审计监督。

中诚信国际认为，兴业银行具备雄厚的财务实力及丰富的金融产品托管和监督经验，且风控体系较完善，符合作为本信托对资金保管机构的要求。

■ 结论

中诚信国际基于基础资产特征和预期回款分布，结合交易结构的安排，如现金流回款路径、资产支持票据的偿付机制、保利发展作为债务人等因素对信用支持水平的影响，在此基础上，对优先级资产支持票据本息的偿还进行现金流测试。参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，我们授予本信托项下优先级资产支持票据的信用等级为 **AAA_{sf}**。

附一：重要定义

账户名称	定义
信托保管专户	受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户，该账户名称为华能贵诚信托有限公司。
发行收入缴款账户	发行载体管理机构指定的用于接收资产支持票据募集资金的银行账户，即每期资产支持票据信托的信托保管专户，该信托账户将在每期资产支持票据信托的《信托合同》中进行约定。在本资产支持票据信托中，发行收入缴款账户与信托保管专户为同一账户。
事件名称	定义
违约事件	系指债务人未能按照确权文件于应收账款到期日按期足额支付应付款项且登记托管机构于支付日向资产支持票据持有人实际划转其信托利益时的分配款项不足以支付优先级资产支持票据本息。
丧失清偿能力事件	<p>就委托人、受托人、资产服务机构、替代资产服务机构及资金保管机构而言，系指以下任一事件：</p> <p>(a)经相关监管机构同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或相关监管机构向人民法院提出对上述机构进行重整或破产清算的申请；</p> <p>(b)其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在 120 个工作日内被驳回或撤诉；</p> <p>(c)上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向相关监管机构申请解散；</p> <p>(d)相关监管机构根据有关法律规规定责令上述机构解散；</p> <p>(e)相关监管机构公告将上述机构接管；</p> <p>(f)上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的法律被视为不能按期偿付债务；</p> <p>(g)上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务或可能对信托利益构成重大影响的业务。</p>
资产服务机构解任事件	<p>系指与资产服务机构相关的以下任一事件：</p> <p>(a)资产服务机构停止或明确表示将停止其全部或实质部分的保理业务；</p> <p>(b)发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件；</p> <p>(c)资产服务机构未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需的资格（特别是从事与资产有关的保理业务的资格）、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；</p> <p>(d)资产服务机构未能于服务机构报告日当日或之前交付相关报告期间的资产服务机构报告（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使资产服务机构提供资产服务机构报告的日期延后），且经受托人书面通知要求提交报告后超过 5 个工作日内仍未提交；</p> <p>(e)资产服务机构严重违反：(i)除提供报告义务以外的其他义务；(ii)资产服务机构在交易文件中所做的任何陈述和保证，且在资产服务机构实际得知（不管是否收到受托人的通知）该等违约行为后，该行为仍持续超过 15 个工作日，以致对资产池的回收产生重大不利影响；</p> <p>(f)资产支持票据持有人会议有充分依据认为已经发生与资产服务机构有关的重大不利变化；</p> <p>(g)仅在委托人为资产服务机构时，资产服务机构未能落实《服务合同》的规定，在信托生效后 90 日内，未能按照受托人的要求，对《服务合同》指明的所有资产文件以及与上述资产文件相关的所有文件按《服务合同》的约定进行保管。</p>
受托人解任事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)受托人违反信托目的处分信托财产或者管理、处分信托财产有重大过失的，违背其在《信托合同》项下的职责，资产支持票据持有人会议决议解任受托人的；</p> <p>(b)受托人未能实质性遵守或履行《信托合同》或其他交易文件中规定的有关受托人的承诺或义务；</p> <p>(c)受托人实质性地违反其在《信托合同》或其他交易文件中所作的任何陈述和保证；</p> <p>(d)受托人不再符合受托人合格标准；</p> <p>(e)受托人发生任何丧失清偿能力事件；</p> <p>(f)因欺诈、违约、故意不当行为或疏忽被资产支持票据持有人会议解任。</p>
资金保管机构解任事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)资金保管机构被依法取消了资金保管机构的资格；</p> <p>(b)除《和悦 2023 年度第二期供应链资产支持票据资金保管合同》（以下简称“《资金保管合同》”）另有规定以外，资金保管机构没有根据《资金保管合同》的规定，按照受托人的指令转付信托保管专户中的资金，且经受托人书面通知后 5 个工作日内，仍未纠正的；</p> <p>(c)资金保管机构实质性地违反了其在《资金保管合同》项下除资金拨付之外的任何其他义务，且该等违约行为自发生之日起持续超过 15 个工作日；</p> <p>(d)资金保管机构在《资金保管合同》或其提交的其他文件中所作的任何陈述、证明或保证，被证明在做出时在任何重要方面是虚假或错误的；</p> <p>(e)资金保管机构主体信用评级低于 AA 级；</p> <p>(f)发生与资金保管机构有关的丧失清偿能力事件。</p>

资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

附二：现金流支付机制安排

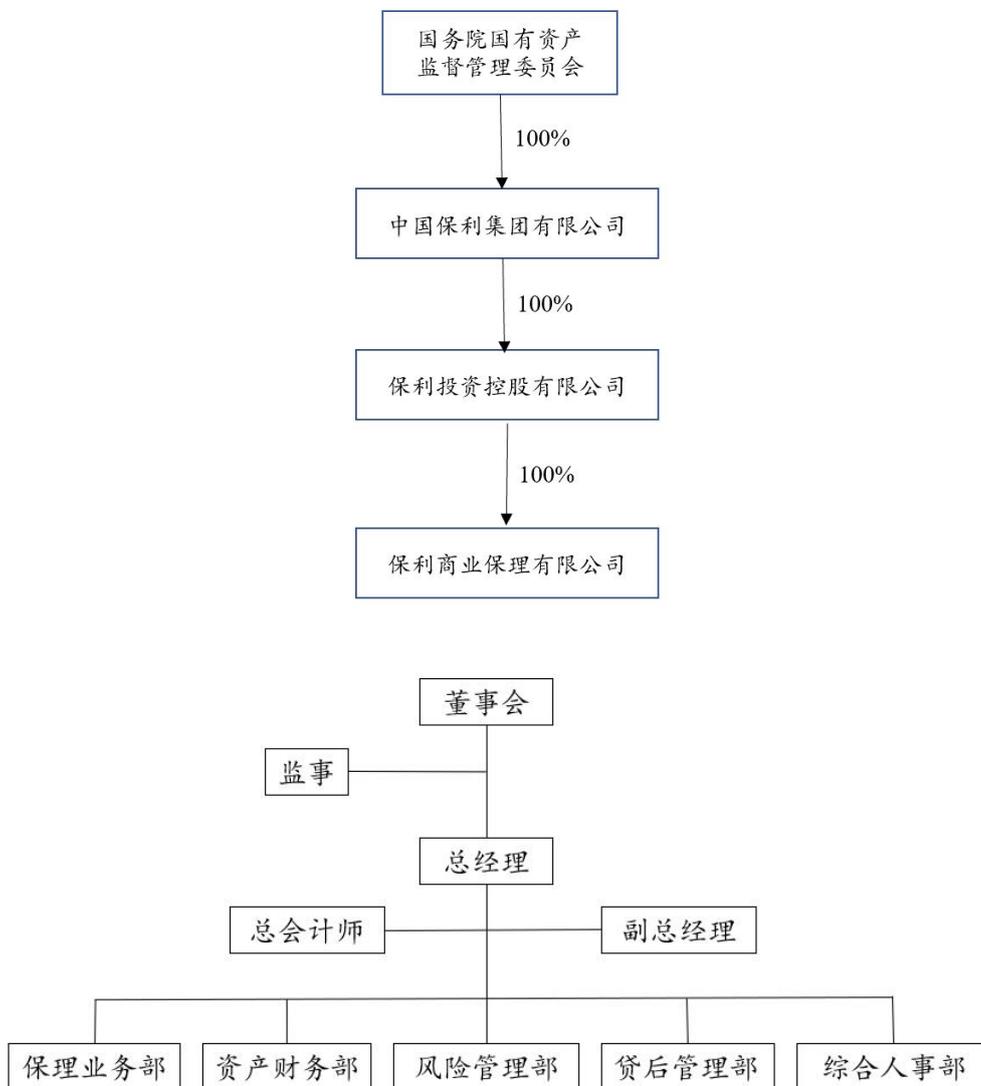
分配顺序	信托终止前	信托终止后
1	向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费（如有）；	向受托人支付依据所适用的中国法律及交易文件约定受托人因管理信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应当由信托承担的税收和规费（如有）；
2	同顺序按比例支付受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出（包括以往各期末付金额，如有）及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（包括以往各期末付金额，如有）；	支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；
3	同顺序按比例支付(1)替代资产服务机构（如有）的报酬；(2)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）；	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）；
4	支付资产服务机构的服务报酬（如有）；	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）；
5	支付优先级资产支持票据的当期利息；	支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬（如有）；
6	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；	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）；
7	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；	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；
8	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。	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。

分配流程

日期	分配流程
提示付款日（每个应收账款到期日前 30、10、5 个工作日）	资产服务机构或资产服务机构委托的第三方向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间；
原始债务人还款日（每个应收账款到期日当日 12:00 之前）	原始债务人应向信托保管专户足额支付各笔应收账款的未偿价款余额；
保利发展还款日（每个应收账款到期日当日 16:00 前）	保利发展应向信托保管专户足额支付保利发展子公司作为债务人的各笔应收账款的未偿价款余额；
分配公告日（T-5 日）	受托人通过指定信息披露平台兑付公告；
支付日（T 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。

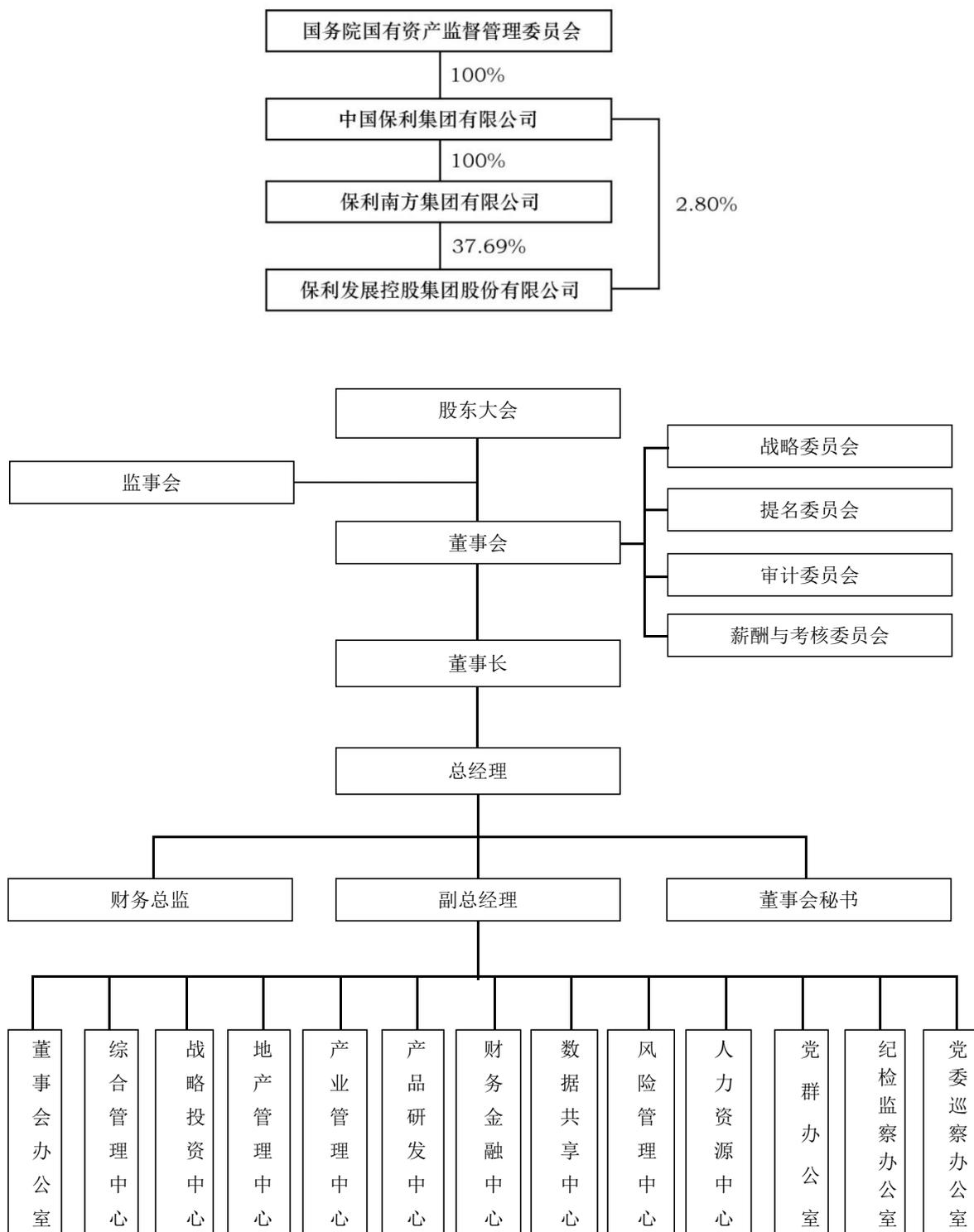
资料来源：华能信托提供，中诚信国际整理

附三：保利商业保理有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：保利保理提供

附四：保利发展控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：保利发展提供

附五：保利商业保理有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（万元）	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	72.60	196.83	1,806.51
应收账款净额	0.00	0.00	22,109.44
其他应收款	0.00	0.00	0.00
总资产	12,452.93	19,822.49	23,915.95
其他应付款	352.19	9,121.67	3,777.19
短期债务	2,452.19	8,960.90	12,385.90
长期债务	0.00	0.00	0.00
总债务	2,452.19	8,960.90	12,385.90
总负债	2,452.21	9,431.68	13,234.91
费用化利息支出	0.00	160.68	70.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	10,000.73	10,390.81	10,681.04
营业总收入	--	687.26	206.06
经营性业务利润	0.74	520.10	135.72
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.00	0.00	0.00
净利润	0.73	390.08	135.72
EBIT	--	680.78	--
EBITDA	--	680.78	--
经营活动产生现金净流量	-12,027.40	-6,384.48	1,679.71
投资活动产生现金净流量	0.00	0.00	0.00
筹资活动产生现金净流量	12,100.00	6,508.71	-70.00
财务指标	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	--	77.44	66.03
期间费用率(%)	--	-1.24	0.11
总资产收益率(%)	--	0.15	--
流动比率(X)	5.08	2.10	1.81
速动比率(X)	5.08	2.10	1.81
资产负债率(%)	19.69	47.58	55.34
总资本化比率(%)	19.69	46.31	53.70
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-4.90	-0.71	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-4.90	-0.71	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	-39.73	--
总债务/EBITDA(X)	--	13.16	--
EBITDA/短期债务(X)	--	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.03	0.02	0.15
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	4.24	--

注：营业总支出=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出；毛利率=（营业总收入-营业总支出）/营业总收入。

附六：保利发展控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	14,601,854.57	17,138,445.60	17,653,707.92	15,180,390.86
其他应收款	15,324,555.09	15,784,867.31	15,740,900.08	15,266,294.93
存货	74,147,538.37	80,965,646.27	87,789,319.33	87,725,243.57
长期投资	7,521,082.34	9,826,699.84	10,835,019.73	11,004,632.96
固定资产	766,195.58	1,127,520.68	1,014,675.61	1,005,760.98
在建工程	54,646.25	57,106.37	57,106.37	57,670.80
无形资产	42,976.68	40,416.42	37,096.76	36,052.74
投资性房地产	2,128,150.44	2,729,465.95	3,078,487.84	3,064,326.70
资产总计	125,144,099.39	139,993,305.29	147,046,440.85	144,802,473.23
预收款项	36,649,928.39	41,686,862.00	41,291,312.10	44,101,790.07
其他应付款	14,052,458.35	14,741,385.21	13,523,515.39	11,675,656.18
短期债务	7,949,514.74	7,414,431.89	8,180,118.50	6,955,766.61
长期债务	23,225,498.40	27,760,955.51	30,527,855.37	30,571,598.82
总债务	31,175,013.13	35,175,387.40	38,707,973.87	37,527,365.43
净债务	16,645,939.23	18,149,357.51	21,163,749.20	22,346,974.57
负债合计	98,474,154.30	109,701,859.14	114,827,290.07	112,733,823.12
所有者权益合计	26,669,945.10	30,291,446.14	32,219,150.78	32,068,650.11
利息支出	1,595,334.24	1,799,510.10	1,604,367.52	--
营业总收入	24,322,247.61	28,502,410.42	28,110,823.83	3,998,867.36
经营性业务利润	4,530,315.87	4,325,494.44	3,179,858.12	515,724.15
投资收益	614,142.14	621,115.34	420,100.84	-10,400.95
净利润	4,004,928.72	3,718,947.58	2,701,109.53	396,551.18
EBIT	5,700,616.68	5,452,989.38	3,953,381.12	--
EBITDA	5,830,542.25	5,663,536.25	4,183,226.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金	32,298,598.21	37,892,450.93	29,717,061.43	7,644,236.73
经营活动产生的现金流量净额	1,515,589.53	1,055,121.72	742,237.71	-1,416,241.24
投资活动产生的现金流量净额	-692,744.90	-1,998,658.27	63,732.05	-86,877.22
筹资活动产生的现金流量净额	-187,793.71	3,445,777.99	-301,540.75	-950,675.56
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	32.56	26.78	21.99	21.87
期间费用率(%)	6.42	6.19	6.12	6.27
EBITDA 利润率(%)	23.98	19.88	14.89	--
净利润率(%)	16.47	13.05	9.61	9.92
净资产收益率(%)	16.14	13.06	8.64	4.93*
存货周转率(X)	0.25	0.27	0.26	--
资产负债率(%)	78.69	78.36	78.09	77.85
总资本化比率(%)	53.89	53.73	54.57	53.92
净负债率(%)	62.41	59.92	65.69	69.68
短期债务/总债务(%)	25.50	21.08	21.13	18.54
非受限货币资金/短期债务(X)	1.83	2.30	2.14	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.00	-0.02	-0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.01	-0.10	-0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.95	0.59	0.46	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.97	0.93	1.30	--
总债务/EBITDA(X)	5.35	6.21	9.25	--
EBITDA/短期债务(X)	0.73	0.76	0.51	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.65	3.15	2.61	--

注：1、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用；2、短期债务中包含一年内到期的租赁负债，长期债务中包含租赁负债；3、2023 年 3 月末净负债率为未剔除受限货币资金口径。4、带*指标经过年化处理。

附七：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资	
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	净利润/营业收入	
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附八：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC _{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C _{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级及以下等级外，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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn