



中信建投-熙悦 1 号资产支持专项计划 资产支持证券 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 3822 号

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。
- 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站 (www.ccxi.com.cn) 公开披露。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023年9月22日

评级对象 中信建投-熙悦 1 号资产支持专项计划资产支持证券**本次跟踪
信用等级** 熙悦 1 优 AAA_{sf}

交易要素	基础资产	原始权益人出售予专项计划并交割完成的应收账款债权
	原始权益人/ 资产服务机构/保理商	中诺商业保理（深圳）有限公司
	债务人	保利发展控股集团股份有限公司及其子公司
	计划管理人/管理人	中信建投证券股份有限公司
	托管人	中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行

项目负责人：叶佳莉 jlye@ccxi.com.cn

项目组成员：应哲远 zhying@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

资产支持证券概况

资产支持证券	发行金额 (万元)	期末余额 (万元)	预期收益率	首次评级结果	跟踪评级结果	预期到期日
熙悦1优	44,200.00	44,200.00	3.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}	2024/3/27
合计	44,200.00	44,200.00	--	--	--	--

关键日期

设立日	2023年3月28日
资产池/证券跟踪计算日	2023年8月31日
跟踪期	2023年3月28日~2023年8月31日

参与机构

原始权益人/资产服务机构/保理商	中诺商业保理(深圳)有限公司(以下简称“中诺保理”)
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/项目公司	保利发展子公司
计划管理人/管理人	中信建投证券股份有限公司(以下简称“中信建投”)
托管人	中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行(以下简称“邮储银行广东省分行”)
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司(以下简称“中证登上海分公司”)

资产池特征(于资产池跟踪计算日)

基础资产	原始权益人出售予专项计划并交割完成的应收账款债权
资产池余额	45,678.21 万元
应收账款笔数	358 笔
原始债权人户数	252 户
原始债务人户数	156 户
单笔最低余额	3.60 万元
单笔最高余额	1,954.65 万元
单笔平均余额	127.59 万元
单户债务人最低金额	6.93 万元
单户债务人最高金额	2,397.26 万元
单户债务人平均金额	292.81 万元
应收账款剩余期限	202 天

注: 1. NR 表示未予评级;

2. 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	熙悦1优 AAA _{sf}

评级历史关键信息

历史评级	评级时间	项目组	评级方法和模型
熙悦1优 AAA _{sf}	2023/3/20	叶佳莉、杨均益	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

● 评级观点

中诚信国际基于跟踪期内获得的信息，维持“中信建投-熙悦 1 号资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券“熙悦 1 优”的信用等级为 **AAA_{sf}**。

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

增信方信用质量：保利发展仍保持极强的信用质量；

重要参与方：重要参与方履约能力稳定。

正面

- **债务人保利发展运营情况稳定。**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，仍可为本专项计划入池应收账款的到期回收提供极强的保证。
- **重要参与方履约能力稳定。**跟踪期内，计划管理人中信建投和托管人邮储银行广东省分行经营稳定、财务状况良好，仍能为本专项计划的顺利执行提供较好的保障。

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。

概况数据

保利发展（合并口径）	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
资产总计（亿元）	12,514.41	13,999.33	14,704.64	14,318.39
所有者权益合计（亿元）	2,666.99	3,029.14	3,221.92	3,294.99
负债合计（亿元）	9,847.42	10,970.19	11,482.73	11,023.40
总债务（亿元）	3,117.50	3,517.54	3,870.80	3,567.38
营业总收入（亿元）	2,432.22	2,850.24	2,811.08	1,370.27
净利润（亿元）	400.49	371.89	270.11	150.67
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	71.46
营业毛利率(%)	32.56	26.78	21.99	21.26
净负债率(%)	62.41	59.92	65.69	63.17
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 年半年度财务报表整理。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一。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在专项计划正式设立后第六个月对资产支持证券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

专项计划概要

交易结构

本专项计划基础资产指原始权益人出售予专项计划并交割完成的应收账款债权，即对债务人享有的自封包日起（含封包日）对于债务人履行相应的付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益（如有）。

基础资产层面，就每一笔目标应收账款债权而言，原始债务人向原始债权人、原始权益人和管理人（代表专项计划）一并出具《买方确认函》，确认知晓应收账款债权由供应商转让予保理商并将由保理商最终转让予专项计划的事实，并同意按照约定向专项计划履行相应应收账款债权项下的付款义务。此外，保利发展向原始权益人及管理人出具《付款确认书》，同意无条件对入池应收账款承担足额付款义务，且不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩或扣减该等款项，直至前述应收账款获得全部清偿。

此外，中诺保理作为资产服务机构为专项计划提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。邮储银行广东省分行作为托管人为本专项计划提供资金托管和资金支付服务；中证登上海分公司作为登记托管机构负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

中信建投作为计划管理人于 2023 年 3 月 28 日设立了本专项计划，并于 2023 年 3 月 27 日办理了应收账款转让登记。本专项计划发行规模为 44,200.00 万元，设置一档资产支持证券——熙悦 1 优（证券代码：199356.SH），具体产品结构如下表所示。

表 1：专项计划产品结构（万元）

资产支持证券	发行金额	预期收益率	预期到期日
熙悦 1 优	44,200.00	3.00%	2024/3/27
合计	44,200.00	--	-

资料来源：中信建投提供，中诚信国际整理

本专项计划优先级资产支持证券到期一次性还本付息。专项计划资金在向优先级资产支持证券投资者分配完其收益及本金后仍有剩余的，剩余专项计划资金全部以资产服务费的方式分配给资产服务机构。

资产支持证券兑付

截至证券跟踪计算日 2023 年 8 月 31 日，本专项计划兑付日尚未届至，故未发生资产支持证券本息的兑付，优先级资产支持证券本金余额仍分别为 4.42 亿元。

基础资产跟踪分析

资产池分析

截至封包日 2023 年 3 月 15 日，专项计划入池应收账款总额为 45,678.21 万元，共包括 358 笔应收账款，涉及 252 个债权人、以及保利发展下属公司共 156 个原始债务人；入池应收账款债权到期日均为 2024 年 3 月 20 日，均为到期一次性付款。

跟踪期内，应收账款债权均尚未到期，且债务人未发生提前偿付。截至资产池跟踪计算日 2023 年 8 月 31 日，资产池对应的应收账款总额仍为 45,678.21 万元，应收账款剩余期限为 202 天，除剩余期限外，入池应收账款其他特征均保持不变，具体信息如下：

表 2：资产池概况

指标	2023.3.15	2023.8.31
资产池余额（万元）	45,678.21	45,678.21
应收账款笔数（笔）	358	358
债权人户数（户）	252	252
原始债务人户数（户）	156	156
单笔最低余额（万元）	3.60	3.60
单笔最高余额（万元）	1,954.65	1,954.65
单笔平均余额（万元）	127.59	127.59
单户债务人最低金额（万元）	6.93	6.93
单户债务人最高金额（万元）	2,397.26	2,397.26
单户债务人平均金额（万元）	292.81	292.81
应收账款剩余期限（天）	371	202

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

■ 现金流模型

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法**来评估受评证券的信用质量。中诚信国际会编写适用于本交易的现金流模型，测算预期到期日的基础资产现金流入对优先级资产支持证券本息偿付完毕之前所有现金流出的覆盖情况。

本专项计划的现金流入为基础资产回款；现金流出为专项计划税费以及资产支持证券的本息兑付资金。我们对专项计划现金流的预测分析基于：(1)熙悦1优预期收益率为 3.00%；(2)原始权益人和计划管理人提供的专项计划设立日至证券跟踪计算日的相关专项计划资料。

跟踪期内，基础资产未产生任何现金流入；专项计划亦未发生资产支持证券本息兑付。截至 2023 年 8 月 31 日，专项计划账户余额为 0.00 元。经测算：预期到期日基础资产现金流对专项计划税费和优先级资产支持证券预期收益及本金之和的覆盖倍数为 1.0021 倍。

表 3：优先级资产支持证券本息及税费覆盖倍数(X)

资产支持证券	预期收益率	覆盖倍数
熙悦1优	3.00%	1.0021

资料来源：中诚信国际整理

整体来看，根据现金流覆盖分析，正常情况下，专项计划现金流入可对专项计划税费及优先级资

产支持证券本息形成充分覆盖；同时，考虑到保利发展提供的增信支持，优先级资产支持证券预期收益和本金的兑付仍可获得极强的保障。

■ 原始权益人/资产服务机构信用质量分析

原始权益人/资产服务机构/保理商——中诺保理

跟踪期内，中诺保理控股股东北京中诺链捷数字科技有限公司（以下简称“中诺数科”）于2023年8月对中诺保理增资2.00亿元。截至2023年8月31日，中诺保理注册资本增至3.00亿元，中诺数科持有其100%的股权，中诺保理实际控制人为自然人陈锦青。

业务运营

中诺保理主要围绕各行业核心企业开展应收账款保理业务和供应链abs业务。在资产端，中诺保理核心企业客户定位于央企、大型国企以及优质上市公司，目前已经与中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国供销集团、河钢集团、本溪钢铁等三十多家企业签订了合作协议或建立了业务联系。在资金端，中诺保理正在积极开展与银行、信托、券商、基金子公司以及私募机构等资金方的合作，目前已经与平安银行、招商银行、邮储银行、民生银行等多家银行建立了长期战略合作。盈利模式方面，中诺保理应收账款保理业务主要收取管理费收入和利息收入，供应链abs业务主要为赚取应收账款转让差价。2021年以来中诺保理加大推进供应链反向保理业务，带动业务规模大幅增长，当期新增投放规模151.71亿元。2022年以来中诺保理新增安徽、江西等十余个区域业务拓展事业部，业务规模进一步增大。截至2023年6月末，中诺保理作为原始权益人及资产服务机构已参与25单资产证券化产品，发行规模合计164.01亿元。

表4：近年来中诺保理保理业务开展情况（笔、亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.6
当期新增保理业务笔数	78	1,468	9,839	5,668
当期新增保理业务金额	68.58	151.71	228.99	147.71
期末保理余额	7.89	7.75	9.90	9.41

注：中诺保理新增保理业务笔数和金额包括表内应收账款保理业务和表外供应链abs业务，期末保理余额全部系表内一年内的应收保理款。

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

资产质量方面，中诺保理自展业以来未出现资产逾期、违约或损失情况。

中诚信国际认为，中诺保理业务模式较为清晰，自成立以来业务开拓情况较好，与核心企业合作不断深入，业务规模发展较快，积累了一定的资产证券化运作经验。

财务分析

下列财务分析基于中诺保理提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020~2022年度审计报告及未经审计2023年半年度财务报表。各期财务数据均为该期财务报表期末数。

盈利能力方面，近年来中诺保理营业收入波动较大。2021年受供应链abs业务资产折扣率下降影

响，中诺保理营业收入大幅下滑 51.67%至 3.66 亿元。2022 年随着业务规模的进一步拓展，中诺保理营业收入同比大幅增长 67.84%至 6.14 亿元。另 2023 年 1~6 月，中诺保理实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 34.34%。

表 5：近年来中诺保理营业收入构成情况（万元）

收入	2020	2021	2022	2023.1~6
管理费	1,151.67	2,914.41	1,953.56	2,712.56
利息收入	878.76	-	9,928.47	1,081.10
应收账款转让差价收入	73,643.01	32,950.74	49,456.41	20,998.89
资产服务费收入	-	710.77	49.14	--
合计	75,673.45	36,575.92	61,387.58	24,792.55

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

毛利率情况来看，受营业成本波动影响，近年来中诺保理毛利率波动较大。中诺保理期间费用主要为管理费用，近年来期间费用呈波动下降趋势；2022 年随着中诺保理收入的增长以及期间费用的减少，其期间费用率大幅下降。中诺保理利润总额全部为经营性业务利润，近年来随着业务规模的增长以及成本和费用的控制，中诺保理利润总额呈逐年增长的态势。2023 年 1~6 月，中诺保理实现利润总额 1,589.27 万元，实现净利润 1,191.95 万元，同比增长 79.25%。

表 6：近年来中诺保理盈利能力相关指标（万元）

科目/指标	2020	2021	2022	2023.1~6
毛利率	3.03%	9.34%	7.37%	6.97%
期间费用	581.92	667.48	471.32	239.94
期间费用率	0.77%	1.82%	0.77%	0.97%
利润总额	1,686.86	2,712.66	4,021.50	1,589.27
净利润	1,265.14	2,034.50	3,016.12	1,191.95

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

资产方面，中诺保理资产以应收保理款为主，应收保理款占总资产比重保持在 74%以上，总资产规模随期末应收保理款余额变动而变动。2020~2022 年末，中诺保理总资产复合增长率为 18.80%，截至 2022 年末其总资产规模为 11.22 亿元，其中应收保理款 9.90 亿元，对应前五大债务人分别为宿州宿马建设发展有限公司、申港新希望供应链金融 2 期资产支持专项计划（1 期）项目¹、广东烽悦贸易有限公司、广州阿心电子商务有限公司以及申港新希望供应链金融 2 期资产支持专项计划（2 期）项目，对应金额分别为 5.00 亿元、3.78 亿元、0.54 亿元、0.46 亿元和 0.11 亿元。2023 年 6 月末，中诺保理总资产为 12.59 亿元，其中应收保理款 9.41 亿元。

负债方面，中诺保理负债主要由其他应付款和合同负债构成，总负债规模随期末业务资金需求变动而变动。2020~2022 年末，中诺保理总负债复合增长率为 18.77%。2022 年末其他应付款主要系应付再保理融资款及往来款，合同负债主要系预收应收账款转让差价及保理管理费。

随着未分配利润的留存，中诺保理近年来所有者权益逐年增长。财务杠杆水平方面，近年来中诺保理财务杠杆水平始终较高，需关注财务杠杆水平改善情况。

¹ 中诺保理在该项目承做阶段提前受让保理资产，但后续未实际发行，故产生应收保理款余额，下同。

表 7：近年来中诺保理资产负债表主要情况（万元）

科目/指标	2020	2021	2022	2023.6
应收保理款	78,908.99	77,538.02	98,973.22	94,064.15
货币资金	504.54	1,178.52	3,983.12	16,313.89
总资产	79,464.67	80,632.43	112,156.29	125,887.26
其他应付款	67,016.22	64,423.69	80,151.59	92,979.56
合同负债	0.00	1,635.51	14,201.51	0.00
总负债	67,306.47	66,439.74	94,947.47	107,486.49
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
未分配利润	1,153.29	2,998.05	5,498.21	6,739.25
所有者权益	12,158.20	14,192.70	17,208.82	18,400.77
资产负债率	84.70%	82.40%	84.66%	85.38%

注：将预收款项计入合同负债统计。

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

现金流方面，随着业务拓展，中诺保理经营性净现金流近年来呈增长态势；业务扩张的同时，其对投放资金的需求亦不断增长，受偿还融资利息增加影响，筹资活动现金流均呈净流出状态。

有息负债方面，截至 2023 年 6 月末，中诺保理总债务为 45,000.00 万元，全部系应付再保理融资款，均为短期债务；同期末，中诺保理一年内应收保理款总额对总债务的覆盖倍数为 2.09 倍，覆盖程度较好。2020~2022 年末及 2023 年 6 月末，中诺保理流动比率均在 1.17 倍以上，整体流动性水平尚可。

表 8：近年来中诺保理现金流和偿债指标情况（万元）

科目/指标	2020	2021	2022	2023.1~6/2023.6
经营活动净现金流	333.74	1,793.82	3,788.00	13,007.90
投资活动净现金流	-18.28	-4.53	-0.16	0.00
筹资活动净现金流	-357.42	-1,115.31	-983.23	-677.13
总债务	60,000.00	62,600.00	50,000.00	45,000.00
一年内应收保理款总额/总债务	1.20	1.24	1.98	2.09
流动比率(X)	1.18	1.21	1.18	1.17

资料来源：中诺保理提供，中诚信国际整理

授信方面，截至 2023 年 6 月末，中诺保理获得银行授信总额 34 亿元，均未提用。

或有负债方面，截至 2023 年 6 月末，中诺保理无对外担保或其他或有负债情况。

中诚信国际认为，中诺保理业务模式清晰，盈利能力稳步提升，具备一定的偿债能力，整体流动性风险相对可控，其能够履行本专项计划要求的原始权益人/资产服务机构服务职责。

信用增进机构信用质量分析

债务人——保利发展

跟踪期内，保利发展（本小节或简称“公司”）注册资本和股权结构无变化。截至 2023 年 6 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（以下简称“国务院国资委”）。

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，竣工规模较为稳定。其中 2022 年以来受市场下行影响，公司坚持“以销定产”原则，新开工面积同比大幅下滑。截至 2023 年 6 月末，公司在建面积 11,135 万平方米，保持了较大的开发规模。

表 9：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~6
新开工面积	4,630	5,155	2,375	626
竣工面积	3,986	4,193	3,975	1,586

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 年半年度报告，2023 年 1~6 月公司销售金额和销售面积分别为 2,368.21 亿元和 1,383.09 万平方米，同比分别增加 12.7%和 5.8%，克而瑞签约销售金额排行榜位列第一。

表 10：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	2023.1~6
销售面积（全口径）	3,409	3,333	2,748	1,383
销售金额（全口径）	5,028	5,349	4,573	2,368
销售均价（全口径）	14,750	16,049	16,642	17,123
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%。另 2023

年上半年，公司于38个核心城市的销售贡献达87%；从单城表现看，公司在25个城市销售排名第一，在46个城市排名前三。

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²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年上半年公司新增土地金额同比增加17%，新增土地容积率面积同比下降7%，于38个核心城市拓展金额占比为99%，新增土地楼面均价进一步增长。

表 11：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	2023.1~6
新拓展项目	146	145	91	41
新增土地容积率面积	3,186	2,722	1,054	385
新增土地总地价	2,353	1,857	1,613	709
新增土地楼面均价	7,388	6,821	15,304	18,416

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。

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2023年6月末，保利物业在管面积达6.50亿平方米，合同面积达8.42亿平方米，2022年及2023年上半年分别实现营业收入136.87亿元和71.41亿元。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 12：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

² 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。

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，非房地产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波动下滑，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年半年度公司经营性业务利润为180.88亿元，非经常性损益对利润的影响较小。

表 13：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~6	
	收入	毛利率	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	1,255.28	21.40
其他业务	167.29	20.16	241.66	22.95	244.39	24.04	114.51	19.71
合计	2,431.09	32.56	2,849.33	26.78	2,810.17	21.99	1,369.78	21.26

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 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~6
营业毛利率	32.56	26.78	21.99	21.26
期间费用率	6.42	6.19	6.12	5.18
经营性业务利润	453.03	432.55	317.99	180.88
投资收益	61.41	62.11	42.01	10.27
资产减值损失	-8.49	-0.95	11.56	0.05
信用减值损失	0.71	1.53	1.22	0.26

EBITDA	583.05	566.35	418.32	227.99
利润总额	525.39	500.35	353.01	197.59
净利润率	16.47	13.05	9.61	11.00

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，2020~2022 年，公司存货规模逐年增长，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 6 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 15.84%；存货规模较期初下降 2.65%。

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，2020~2022 年债务规模逐年上升，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 6 月末，公司负债总额较期初有所下降，其中债务规模较期初下降 7.84%。

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，近年来随着永续债的逐步赎回，公司其他权益工具规模逐年下降，2023 年 6 月末账面价值为 51.01 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 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.6
货币资金	1,460.19	1,713.84	1,765.37	1,485.81
其他应收款	1,532.46	1,578.49	1,574.09	1,537.04
存货	7,414.75	8,096.56	8,778.93	8,546.33
开发产品/存货	9.10	12.47	19.06	14.50
存货周转率	0.25	0.27	0.26	0.25*
长期股权投资	725.50	950.89	1,062.50	1,095.53
流动资产占比	90.79	89.10	88.43	88.07
总资产	12,514.41	13,999.33	14,704.64	14,318.39
其他应付款	1,405.25	1,474.14	1,352.35	1,095.46
预收款项（含合同负债）	3,664.99	4,168.69	4,129.13	4,427.08
总债务	3,117.50	3,517.54	3,870.80	3,567.38

负债合计	9,847.42	10,970.19	11,482.73	11,023.40
短期债务/总债务	25.50	21.08	21.13	17.35
净负债率	62.41	59.92	65.69	63.17
少数股东权益	864.07	1,073.54	1,259.27	1,300.96
所有者权益	2,666.99	3,029.14	3,221.92	3,294.99

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%；2023年上半年，得益于销售回笼增加，其当期销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长37.33%。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年以来，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年以来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。

2020~2022年，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。2023年上半年，随着债务规模的下降，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力有所增强；同期，受益于销售回款规模同比大幅增长，其销售商品、提供劳务收到的现金对债务的覆盖程度亦有所提升。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.6
经营活动净现金流	151.56	105.51	74.22	71.46
销售商品、提供劳务收到的现金	3,229.86	3,789.25	2,971.71	1,824.76
投资活动净现金流	-69.27	-199.87	6.37	21.73
筹资活动净现金流	-18.78	344.58	-30.15	-372.31
非受限货币资金/短期债务	1.83	2.30	2.14	2.38
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	0.98*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至2023年6月末，公司受限资产合计1,609.48亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为10.14亿元、1,464.99亿元和108.61亿元，受限资产占当期末总资产的11.24%。此外，截至2023年6月末，公司受监管的预售房款为559亿元。

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2023年6月末，公司对外担保（不含子公司）余额为人民币185.42亿元，

占净资产的比重为 5.63%，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 2023 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

整体来看，2023 年以来，公司经营获现能力有所增强，其对债务的覆盖程度有所提升；同时随着债务规模的下降，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力亦有所增强。

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 6 月末，保利集团总资产为 18,036.57 亿元，所有者权益合计 4,112.25 亿元，资产负债率为 77.20%；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 1~6 月保利集团营业总收入为 2,217.88 亿元，净利润为 173.09 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

跟踪期内，本专项计划未发生相关参与方变更的情况，计划管理人中信建投和托管人邮储银行广东分行经营和财务状况良好，履约和尽职能力保持稳定，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

结论

基于跟踪期内获得的入池基础资产数据、信息，同时考虑交易结构的安排和债务人保利发展的信用情况，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，根据我们的测算结果，熙悦 1 优的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“中信建投-熙悦 1 号资产支持专项计划”项下“熙悦 1 优”的信用等级为 **AAA_{sf}**

附一：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	2023.6/2023.1~6
货币资金	14,601,854.57	17,138,445.60	17,653,707.92	14,858,139.04
其他应收款	15,324,555.09	15,784,867.31	15,740,900.08	15,370,395.83
存货	74,147,538.37	80,965,646.27	87,789,319.33	85,463,299.90
长期投资	7,521,082.34	9,826,699.84	10,835,019.73	11,165,666.67
固定资产	766,195.58	1,127,520.68	1,014,675.61	877,692.06
在建工程	54,646.25	57,106.37	57,106.37	57,394.25
无形资产	42,976.68	40,416.42	37,096.76	36,698.07
投资性房地产	2,128,150.44	2,729,465.95	3,078,487.84	3,072,732.46
资产总计	125,144,099.39	139,993,305.29	147,046,440.85	143,183,903.90
预收款项	36,649,928.39	41,686,862.00	41,291,312.10	44,270,822.53
其他应付款	14,052,458.35	14,741,385.21	13,523,515.39	10,954,642.85
短期债务	7,949,514.74	7,414,431.89	8,180,118.50	6,188,725.08
长期债务	23,225,498.40	27,760,955.51	30,527,855.37	29,485,116.73
总债务	31,175,013.13	35,175,387.40	38,707,973.87	35,673,841.81
净债务	16,645,939.23	18,149,357.51	21,163,749.20	20,815,702.77
负债合计	98,474,154.30	109,701,859.14	114,827,290.07	110,234,009.60
所有者权益合计	26,669,945.10	30,291,446.14	32,219,150.78	32,949,894.30
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	13,702,670.79
经营性业务利润	4,530,315.87	4,325,494.44	3,179,858.12	1,808,766.00
投资收益	614,142.14	621,115.34	420,100.84	102,667.38
净利润	4,004,928.72	3,718,947.58	2,701,109.53	1,506,728.54
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	18,247,643.48
经营活动产生的现金流量净额	1,515,589.53	1,055,121.72	742,237.71	714,597.08
投资活动产生的现金流量净额	-692,744.90	-1,998,658.27	63,732.05	217,274.13
筹资活动产生的现金流量净额	-187,793.71	3,445,777.99	-301,540.75	-3,723,095.96
财务指标	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
营业毛利率(%)	32.56	26.78	21.99	21.26
期间费用率(%)	6.42	6.19	6.12	5.18
EBITDA 利润率(%)	23.98	19.88	14.89	--
净利润率(%)	16.47	13.05	9.61	11.00
净资产收益率(%)	16.14	13.06	8.64	9.25*
存货周转率(X)	0.25	0.27	0.26	0.25*
资产负债率(%)	78.69	78.36	78.09	76.99
总资本化比率(%)	53.89	53.73	54.57	51.98
净负债率(%)	62.41	59.92	65.69	63.17
短期债务/总债务(%)	25.50	21.08	21.13	17.35
非受限货币资金/短期债务(X)	1.83	2.30	2.14	2.38
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	0.98*
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6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。

附二：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
经营效率	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
	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
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，影响报表使用者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。

附三：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