

预售报告

本评级报告是中诚信国际基于 2020 年 3 月 16 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信国际将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整。

长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划

资产支持证券信用评级报告

项目负责人：马倩伟 qwma@ccxi.com.cn

项目组成员：邬敏军 mjwu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 3 月 16 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。
- 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

评级结果

资产支持证券	信用等级	预计发行金额 (亿元)	占比	预期收益率	预计期限	预期到期日
优先级资产支持 证券	AAA _{sf}	2.86	99.65%	4.00%	12个月	2021年3月18日
次级资产支持 证券	NR	0.01	0.35%	--	12个月	2021年3月18日
合计	--	2.87	100.00%	--	--	--

评级观点：中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）基于截至2020年3月16日获得的相关信息，给予长城证券拟设立的“长城-旭辉-联合保理6号资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”或“专项计划”）优先级资产支持证券上述评级。上述评级反映的是优先级资产支持证券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内足额偿付的可能性，但不构成投资者购买或持有上述证券的建议性意见。

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：

- 交易结构和基础资产入池标准在法律层面的完备性；
- 旭辉集团作为共同债务人在基础资产层面对专项计划的信用支持；
- 交易结构的特点，包括资金归集和分配机制、交易的账户设置、不合格基础资产赎回等；
- 托管人所具备的专业经验。

交易要素

基础资产	系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。
基础资产基准日	2020年2月26日
特定原始权益人/资产服务机构	深圳联合保理有限公司（以下简称“联合保理”）
共同债务人	旭辉集团股份有限公司（以下简称“旭辉集团”）
管理人	长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”）
托管人	招商银行股份有限公司上海分行（以下简称“招商银行上海分行”）
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中证登深圳分公司”）

资产池特征（于基准日）

资产池应收账款余额	30,185.71 万元
应收账款笔数	159 笔
债权人个数	117 个
债务人个数	37 个
单笔应收账款平均余额	189.85 万元
单笔应收账款最高余额	3,000.00 万元
加权平均剩余期限	380 天

概况数据

旭辉集团	2016	2017	2018	2019.9
所有者权益（亿元）	154.83	223.92	390.13	549.23
总资产（亿元）	655.13	1,086.44	1,920.15	2,557.62
总债务（亿元）	145.17	260.34	420.16	525.36
营业总收入（亿元）	190.79	165.97	372.04	214.93
营业毛利率（%）	30.09	35.93	27.55	32.23
EBITDA（亿元）	40.20	47.24	90.15	-
所有者权益收益率（%）	17.59	16.24	18.57	9.60
资产负债率（%）	76.37	79.39	79.68	78.53

正面

■ **旭辉集团作为共同债务人。**旭辉集团作为共同债务人对入池资产每一笔应收账款债权出具《付款确认书》，确认其负有到期无条件清偿应付款的义务。旭辉集团近年业务规模快速扩张，签约销售金额大幅增长，新开工面积保持增长，土地储备充足且质量较好，且货币资金储备充裕，财务结构保持稳健，整体偿债能力极强。

■ **托管人具备较为丰富的托管经验。**

关注

■ **市场风险。**本专项计划中，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专项计划所涉及的相关费用和优先级资产支持证券本息，但未来实际发行可能由于专项计划发行利率和专项计划税费提高等因素，导致届时本专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度有所降低。

■ **不合格基础资产赎回风险。**本专项计划中，联合保理承担不合格基础资产的赎回义务，但其自身尚处于业务运营初期，盈利能力有限，赎回能力有限。

■ **行业风险。**房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对旭辉集团经营战略的实施提出更高要求。

总债务/EBITDA (X)	3.61	5.51	4.66	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.29	2.85	2.51	-

注：1、中诚信国际根据旭辉集团提供的 2016-2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年三季度财务报表整理。

2、旭辉集团总债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+短期融资券+长期借款+应付债券。

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 180600_2019_02
模型结果	优先级 AAA _{sf}

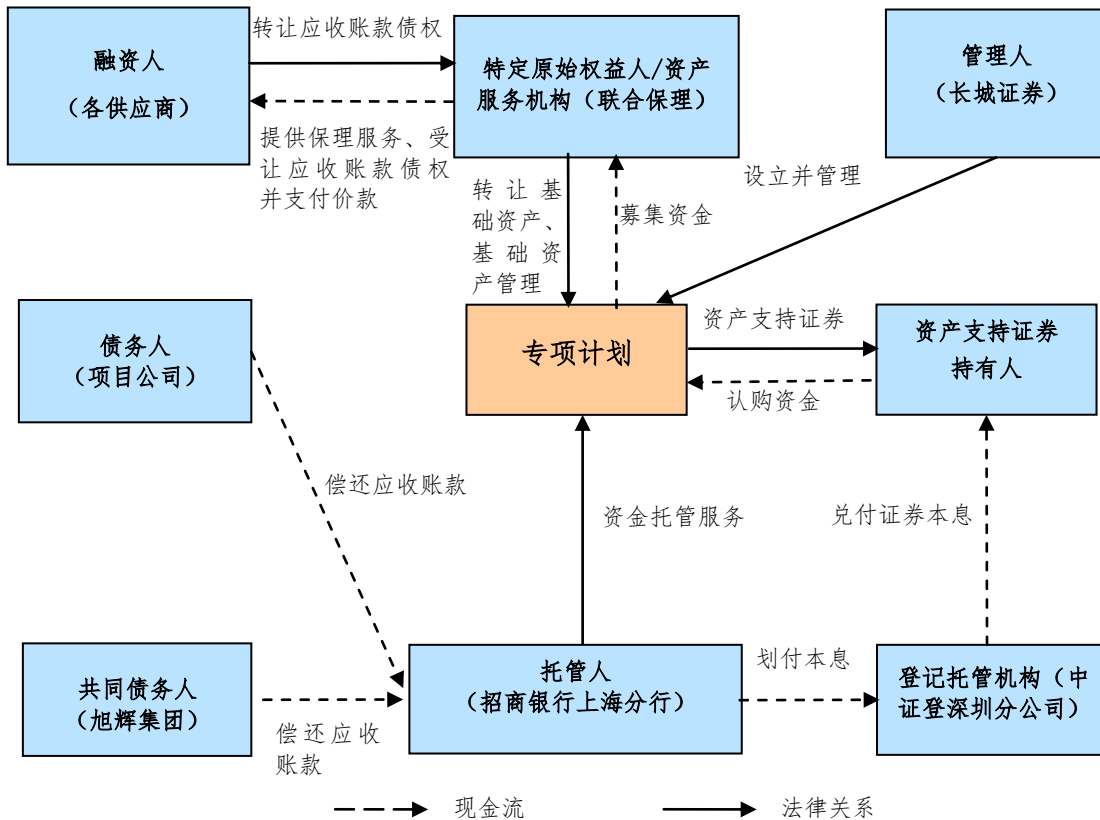
交易结构分析

基本结构及主要参与方

本专项计划是根据《中华人民共和国合同法》（以下简称“《合同法》”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（以下简称“《管理规定》”）、中国证券投资基金业协会《资产支持专项计划备案管理办法》（以下简称“《备案办法》”）、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共

和国证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《中华人民共和国担保法》、《证券公司监督管理条例》以及《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（以下简称“《基础资产负面清单指引》”）等法律、行政法规和中国证券监督管理委员会、中国证券投资基金业协会的有关规定而设立。本专项计划的基本交易结构如图 1 所示。

图 1：交易结构图



资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

在本专项计划中，资产支持证券的投资者通过与管理人长城证券签订《长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划资产支持证券认购协议与风险揭示书》（以下简称“《认购协议》”）认购资产支持证券而成为资产支持证券持有人。融资人¹与原始权

益人签署《无追索权公开型保理合同》（以下简称“保理合同”），将其在基础合同²项下的应收账款³转

¹ 融资人：系指与特定原始权益人签订保理合同并将其在基础合同项下的应收账款转让予特定原始权益人办理保理业务的法人或其他组织。

² 基础合同：系指融资人与债务人签订的保理合同项下的标的合同，融资人基于该合同对债务人享有现有的或未来的应收账款债权，并将其转让予联合保理获取保理融资，包括但不限于《施工合同》、《采购合同》等。

³ 应收账款：系指融资人转让予联合保理的、融资人依据基础合同现有或未来的债权债务关系以及真实、合法的交易的基础上享有的要求债务人支付基础合同项下应付款项的权利。

让予特定原始权益人获取保理融资；管理人代表专项计划与原始权益人签署《长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划基础资产买卖协议》（以下简称“《基础资产买卖协议》”），以资产支持证券持有人的认购资金向特定原始权益人购买基础资产，系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对债务人⁴享有的应收账款债权及其附属担保权益。其中应收账款债权系指特定原始权益人转让予管理人的，特定原始权益人基于保理合同和基础合同而对债务人享有的要求其支付基础合同项下的应收账款，从而获得保理融资款未偿价款余额、逾期管理费及其他应付款项（不包括保理手续费）的权利；附属担保权益系指与应收账款债权有关的、为联合保理的利益而设定的任何担保或其他权益（如有）。其中旭辉集团通过向长城证券出具付款确认书⁵成为本专项计划的共同债务人，旭辉集团不可撤销地向长城证券承诺和确认：（1）《付款确认书》列表所示的应收账款均具备真实、合法、有效且公允的基础贸易关系；（2）旭辉集团同意作为《付款确认书》列表所示的应收账款的共同债务人承担应收账款到期付款义务；（3）旭辉集团在前述付款义务项下不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩；若长城证券解散、清算或破产或受到任何限制或长城证券的法人名称、经营范围、注册资本或股东发生任何的变化，或长城证券发生更换，旭辉集团在《付款确认书》项下的义务均不受上述事项影响；（4）在长城证券合法有效地受让标的应收账款的前提下，长城证券有权于应收账款到期日（以下简称“共同债务人划款日”）⁶向旭辉集团主张支付标的应收账款，旭辉集团应于共同债务人划款日向长城证券支付标的应收账款全部未偿价款余额；（5）如

⁴ 债务人：系指如《长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划标准条款》附件一所列示的，由特定原始权益人不时补充和修改的负有清偿应收账款义务的法人或其他组织。

⁵ 付款确认书：系指由旭辉集团向管理人出具的确认其负有到期清偿应付账款义务的书面文件。

⁶ 应收账款到期日/共同债务人划款日：系指根据保理合同及付款确认书的约定，共同债务人应履行应收账款项下还款义务的最晚日期，即兑付日之前的第 4 个工作日（T-4 日）。

基础交易中存在旭辉集团下属项目公司与关联公司签署的商务合同并依据该合同发生任何关联交易的，旭辉集团承诺该等交易属于旭辉集团日常业务运营过程中发生的正常商业交易行为，且均按照市场化原则公平定价，该等交易未损害旭辉集团利益。旭辉集团承诺按照《付款确认书》的约定，自本付款确认书生效且长城证券合法有效地受让标的应收账款之日起（含该日）向长城证券承担标的应收账款的偿付义务，直至标的应收账款（见《付款确认书》列表所示相关应收账款）的应付未偿价款余额⁷全部清偿完毕。

在本专项计划的交易结构中，长城证券作为管理人负责设立并管理本专项计划；联合保理作为本专项计划的资产服务机构，将根据《长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划服务协议》（以下简称“《服务协议》”）的约定提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务；招商银行上海分行作为托管人为本专项计划提供资金托管服务；中证登深圳分公司作为本专项计划的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。

产品结构和还本付息安排

本专项计划基于以上交易结构设立。本专项计划的资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，其中优先级资产支持证券通过销售机构⁸向合格投资者发行，次级资产支持证券由旭辉集团全额认购。本专项计划优先级资产支持证券为到期一次性还本付息。专项计划将在向优先级资产支持证券投资者分配完其收益及本金后，剩余的专项计划资金（无论货币形式或其他）归次级资产支持证券持有人所有。资产支持证券的预期期限、目标募集规模和兑付安排如下表所示。

⁷ 未偿价款余额：就某一日期相对于每一笔基础资产而言，系指 A-B：A 指其封包日应偿还的所有价款余额；B 指自封包日之后起至该日之前，有关该笔基础资产的所有已经偿还的价款。

⁸ 销售机构：系指长城证券股份有限公司、中山证券有限责任公司和中信证券股份有限公司。

表 1: 资产支持证券产品结构 (万元)

资产支持证券	预期到期日	目标募集规模
优先级资产支持证券	2021 年 3 月 18 日	28,600
次级资产支持证券	2021 年 3 月 18 日	100
合计	-	28,700

资料来源: 长城证券提供, 中诚信国际整理

赎回机制

在专项计划存续期间, 管理人或资产服务机构发现不合格基础资产⁹时, 应由资产服务机构立即书面通知特定原始权益人, 特定原始权益人应按照《基础资产买卖协议》的约定向管理人支付赎回价格价款用以赎回不合格基础资产。

在专项计划存续期间内, 如果管理人提出赎回不合格基础资产的书面要求或特定原始权益人提出赎回并经管理人同意的, 资产服务机构应于相应的赎回起算日日终提出相关不合格基础资产赎回价格由管理人书面确认, 特定原始权益人应于管理人确定赎回价格后的 2 个工作日内将待赎回不合格基础资产的赎回价款总和支付至专项计划账户。其中, 不合格基础资产的赎回价格等于赎回起算日 24:00 时, 该笔不合格基础资产的未偿价款余额。

账户设置及资金归集

本专项计划设置了募集资金专户和专项计划账户。

现金流归集方面, 基础资产项下各债务人于债务人划款日 (T-6 日) 16:00 前将保理合同项下应收账款的未偿价款余额支付至专项计划账户; 若截至任一债务人划款日 16:00, 专项计划账户内资金余额仍低于应收账款全部未偿价款余额的, 则管理人

⁹ 不合格基础资产: 系指于封包日、专项计划设立日不符合合格标准或资产保证的基础资产以及违约基础资产。其中, 违约基础资产: 在无重复计算的情况下, 系指出现以下任何一种情况的基础资产: (a) 该基础资产的任何部分, 在保理合同、付款确认书中规定的还款日前债务人或共同债务人未全额支付; 或 (b) 资产服务机构根据其《服务协议》规定的标准服务程序认定为损失的基础资产; 或 (c) 予以重组、重新确定还款计划或展期的基础资产。基础资产在被认定为违约基础资产后, 即使债务人或共同债务人之后又正常还款或结清该笔基础资产, 该笔基础资产仍应属于违约基础资产。

或其授权的资产服务机构应于提示付款日 (T-6 日) 向旭辉集团发出提示付款通知, 要求其履行付款义务; 共同债务人收到管理人或其授权的资产服务机构发出的提示付款通知的, 应于当个共同债务人划款日 (T-4) 16:00 前将截至应收账款到期日 (T-4) 债务人不足支付的应收账款未偿价款余额直接支付至专项计划账户。

信用触发机制及相关安排

本专项计划设有丧失履约能力事件、提前终止事件、计划管理人解任事件、资产服务机构解任事件和托管人解任事件。相关事件具体定义详见本报告附录一。

在发生与**特定原始权益人、管理人、资产服务机构、替代资产服务机构、共同债务人相关的丧失清偿能力事件**时, 有控制权的资产支持证券持有人大会决定提前终止; **发生与管理人/资产服务机构/托管人有关的丧失清偿能力事件**时, 将触发管理人/资产服务机构/托管人解任。

收益分配机制

专项计划到期分配时, 管理人向优先级资产支持证券持有人均足额分配其本金和预期收益后, 本专项计划资产仍有剩余的, 剩余的专项计划资产按照届时的现状 (无论货币形式或其他) 归次级资产支持证券持有人所有。专项计划终止时, 启动清算分配流程, 具体分配流程见附录二。

信用支持

旭辉集团作为共同债务人

旭辉集团作为共同债务人对每一笔应收账款债权出具《付款确认书》, 向长城证券承诺将承担标的应收账款 (见《付款确认书》列表所示相关应收账款) 的偿付义务, 直至标的应收账款的应付未偿价款余额全部清偿完毕。近年旭辉集团业务快速扩张, 收入规模持续上升, 2018 年旭辉集团实现合同销售金额 1,470.00 亿元, 同比大幅增长 81.93%; 2016~2018 年旭辉集团营业收入年均复合增长率达

39.64%，2019年1~9月营业收入较上年同期增长31.56%；2016~2018年及2019年1~9月营业毛利率分别为30.09%、35.93%、27.55%和32.23%，同期实现净利润分别为27.23亿元、36.37亿元、72.45亿元和39.53亿元，整体盈利能力较强。截至2019年6月末，旭辉集团土地储备合计建筑面积约3,523万平方米，丰富的项目储备为其未来发展提供有力的保障。整体来看，旭辉集团偿债能力极强，其作为共同债务人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证券本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。

风险及缓释措施

1、市场风险

本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率基准条件，基础资产回收款可覆盖专项计划所涉及的相关费用和资产支持证券本息，但未来可能由于专项计划发行利率和专项计划税费提高等因素，导致本专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度降低。

2、不合格基础资产赎回风险

本专项计划中，特定原始权益人联合保理承担不合格基础资产的赎回义务，但其自身尚处于业务运营初期，盈利能力有限，赎回能力有限。

3、行业风险

本专项计划中，应收账款的共同债务人系旭辉集团，债务人系旭辉集团直接/间接控股或参股的项目公司，均属于房地产行业，房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对旭辉集团经营战略的实施提出更高要求。

交易的法律情况

根据《北京市金杜律师事务所关于长城证券股份有限公司申请设立长城-旭辉-联合保理6号资产

支持专项计划之法律意见书》（以下简称“《法律意见书》”），北京市金杜律师事务所认为：

(1) 主要当事方资格：长城证券具备担任专项计划管理人和牵头代理推广机构的主体资格及资质；中山证券和中信证券具备担任专项联席代理推广机构的主体资格及资质；招商银行上海分行具备担任专项计划托管人的主体资格及资质。

(2) 基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担：专项计划基础资产不存在《基础资产负面清单指引》中负面清单所列举的情形，符合专项计划资产管理合同及相关文件规定的合格标准；专项计划基础资产真实、合法、有效，权利归属明确，不存在影响其转让的权利负担，基础资产转让合法、有效；基础资产与特定原始权益人风险隔离措施合法、有效；专项计划信用增级安排合法、有效。

(3) 基础资产转让的合法性：根据专项计划资产管理合同及相关文件规定，特定原始权益人根据《基础资产买卖协议》的约定将基础资产于专项计划设立日转让予管理人合法有效。

(4) 专项计划文件合法性：专项计划各当事人拟签订的《标准条款》、《认购协议》、《基础资产买卖协议》、《托管协议》、《服务协议》等专项计划文件符合《合同法》等法律、法规和《管理规定》的有关规定。

(5) 其他法律瑕疵：无。

中诚信国际对本专项计划法律状况的考虑基于上述法律、规章和律师的法律意见。今后国内资产证券化的相关法律、法规和规章可能会陆续出台，上述规章也有可能被修订或更新，我们将对专项计划的法律状况保持关注。

基础资产（池）概况

基本情况

本专项计划中，基础资产系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。

合格标准

基础资产合格标准，就每一笔基础资产而言，系指在封包日和专项计划设立日：

(a) 基础资产对应的全部保理合同、付款确认书、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；

(b) 同一保理合同项下已批准发放的保理融资款均已全部支付予融资人；

(c) 基础资产均来源于特定原始权益人自行向融资人办理的保理业务，不存在再保理的情形；

(d) 同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；

(e) 基础资产项下共同债务人的付款承诺不会因基础资产转让而被全部或部分免除；

(f) 融资人、债务人、旭辉集团如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续；

(g) 融资人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）；

(h) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(i) 基础资产项下的融资人、债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司，应收账款债权未被列入《资产证券化业务基础资产负面清单指引》；

(j) 基础资产所包含的全部应收账款债权的到期款项已按时足额偿还，无逾期偿还情形，且无其他违约情形；基础资产项下的融资人、债务人在特定原始权益人处均不存在不良保理记录；

(k) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(l) 基础资产未设定任何抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担；

(m) 特定原始权益人已经履行并遵守了基础资产所对应的任一份保理合同；

(n) 基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得融资人、债务人、共同债务人或其他主体的同意；

(o) 基础资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均不晚于专项计划设立日起满 12 个月的对应日；

(p) 基础资产对应的基础合同具备真实、合法、有效且公允的贸易关系，融资人与债务人之间的交易具有真实的贸易背景，融资人与债务人双方订立的基础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，融资人在向特定原始权益人转让其享有的应收账款债权前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；

(q) 基础资产对应债务人均为旭辉集团直接或间接控股或参股的项目公司；

(r) 共同债务人已签署付款确认书；

(s) 联合保理已就融资人将应收账款转让予特定原始权益人的事宜向债务人发出书面通知，并已取得债务人出具的书面回执；

(t) 基础资产对应债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利（法定抵销权除外）；

(u) 融资人已经完全、适当地履行了基础合同项下的合同义务，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；

(v) 在应收账款转让至联合保理前，融资人合法拥有应收账款，应收账款权属明确，基础合同项下的融资人具有订立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）；

(w) 特定原始权益人合法拥有基础资产，基础资产权属明确；

(x) 资产池具备一定的分散度, 应收账款总笔数不低于 50 笔、贸易类应收账款未偿价款余额占比不超过 20%、相互之间不存在关联关系的债权人数量不低于 10 家、单一债权人未偿价款余额占比不超过 15%、单一债权人及其关联方未偿价款余额占比合计不超过 20%、单笔应收账款最高余额占比不超过 15%、关联交易笔数和金额占比均不超过 15%。

基础资产概况

本专项计划资产池对应的应收账款余额为 30,185.71 万元, 共包括 159 笔合同, 涉及 117 个债权人, 以及旭辉集团下属项目公司共 37 个债务人, 同时旭辉集团作为共同债务人, 其相关统计信息如表 2 所示。

表 2: 基础资产池概况

资产池应收账款余额	30,185.71 万元人民币
应收账款笔数	159 笔
债权人个数	117 个
债务人个数	37 个
单笔应收账款平均余额	189.85 万元人民币
单笔应收账款最高余额	3,000.00 万元人民币
应收账款加权平均剩余期限	380 天

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

统计特征

应收账款余额分布

表 3: 基础资产应收账款金额分布

单位: 笔、%

应收账款金额	应收账款笔数	金额占比
小于等于 100 万元	96	14.41
100~200 万元 (含)	18	8.32
200~300 万元 (含)	30	27.90
300~500 万元 (含)	4	4.79
500~1,000 万元 (含)	5	11.02
1,000~2,000 万元 (含)	4	16.42
2,000~3,000 万元 (含)	2	17.14
合计	159	100.00

注: 若表格中数据加总与合计数不同系四舍五入计算所致, 下同。

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

按照应收账款余额占入池资产金额总额计, 单笔合同应收账款余额分布于 500 万元及以下的占比最高, 金额占比为 55.42%, 共有 148 笔, 金额为 16,729.02 万元; 单笔余额分布在 500 万元 (不含)

以上的应收账款共计 11 笔, 合计金额占入池应收账款总额的 44.58%。总体来看, 单笔平均余额为 189.85 万元; 单笔金额最大的应收账款余额占入池应收账款总额的 9.94%。

前五大债务人分布

按入池应收账款金额计, 前五大债务人对对应 36 笔应收账款, 合计应收账款余额为 12,639.87 万元, 占资产池应收账款总额的 41.87%。其中成都昌谦房地产开发有限公司对应的应收账款余额最多, 为 3,937.65 万元, 金额占比为 13.04%。

表 4: 基础资产前五大债务人集中度分布情况

单位: 笔、万元、%

债务人	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
成都昌谦房地产开发有限公司	5	3,937.65	13.04
贵州辉沛企业管理有限公司	6	3,925.36	13.00
东莞盛泰鸿房地产开发有限公司	9	1,929.23	6.39
苏州昌明置业有限公司	9	1,501.99	4.98
南宁盛协房地产开发有限公司	7	1,345.64	4.46
合计	36	12,639.87	41.87

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

前五大债权人集中度分布

基础资产池涉及 117 个债权人, 单个债权人涉及的应收账款余额最大为 4,098.06 万元, 占比 13.58%; 前五大债权人应收账款余额合计 11,760.31 万元, 占入池应收账款总额的 38.96%。

表 5: 基础资产前五大债权人集中度分布情况

单位: 笔、万元、%

债权人	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
福建陆度建设有限公司	3	4,098.06	13.58
福建六建集团有限公司	2	3,570.36	11.83
浙江新东方建设集团有限公司	3	1,685.89	5.59
福建平祥建设工程有限公司福州分公司	1	1,238.00	4.10
徐州益平建筑工程有限公司	1	1,168.00	3.87
合计	10	11,760.31	38.96

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

基础资产按保理业务模式分布

商业保理业务按照是否通知债务人分为明保理（公开型保理）和暗保理（隐蔽型保理），此次入池基础资产对应的保理业务均采用明保理形式，且为无追索权公开型保理，金额占比达100.00%。

基础资产剩余期限分布

本专项计划基础资产对应的预期应收账款债权到期日均为2021年3月12日，以封包日2020年2月26日为计算日，基础资产对应的应收账款剩余期限均为380天。

债务人行业分布情况

从基础资产对应的债务人情况来看，37家债务人的行业均为房地产行业，面临行业集中风险。

债务人区域分布情况

基础资产对应的债务人主要分布于苏南¹⁰、成都、重贵、东北和广州等地区，其中苏南地区应收账款余额占比最多，金额占比达21.05%，共计51笔；其次为成都，应收账款余额占比为20.67%，共计12笔。

表 6：债务人区域分布情况

单位：笔、万元、%

区域	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
苏南	51	6,355.39	21.05
成都	12	6,238.60	20.67
重贵	6	3,925.36	13.00
东北	27	2,331.15	7.72
广州	25	2,263.87	7.50
深圳	11	2,240.60	7.42
山东	15	2,114.88	7.01
福建	3	2,012.21	6.67
南宁	7	1,345.64	4.46
南京	1	1,168.00	3.87
郑州	1	190.00	0.63
总计	159	30,185.71	100.00

数据来源：联合保理提供，中诚信国际整理

基础资产业务类型

本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分为工程类和贸易类，其中主要

¹⁰ 苏南系为江苏省南部地区的简称，主要包括南京、苏州、无锡、常州、镇江等城市。

为工程类合同，共有130笔，应收账款余额为29,109.16万元，金额占比为96.43%。

表 7：基础资产对应基础合同类别分布情况

单位：笔、万元、%

业务类型	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
工程	130	29,109.16	96.43
贸易	29	1,076.54	3.57
总计	159	30,185.71	100.00

数据来源：联合保理提供，中诚信国际整理

关联交易分布

本基础资产对应应收账款债权大部分非债权人和债务人关联交易所产生，其中非关联交易共计有156笔，应收账款余额为29,330.04万元，金额占比为97.17%；关联交易有3笔，应收账款余额为855.66万元，金额占比为2.83%。

表 8：基础资产对应收账款债权关联关系情况

单位：笔、万元、%

业务类型	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
工程	3	855.66	2.83
贸易	156	29,330.04	97.17
总计	159	30,185.71	100.00

数据来源：联合保理提供，中诚信国际整理

现金流分析及压力测试

评级方法概述

本专项计划基础资产为应收账款，中诚信国际依据《中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型 180600_2019_02》对本产品进行信用分析。中诚信国际评级反映的是资产支持证券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。

依据本专项计划基础资产和交易结构的特点，中诚信国际基于基础资产现金流情况及现金流分配机制的设计，计算在预定的每个本息兑付日，资产池现金流入与优先级资产支持证券应付本息及其之前应付税费的覆盖倍数。然后，结合本专项计划的主要风险及缓释措施、信用增进机构及重要参与方信用状况等因素，中诚信国际会综合分析该覆盖倍数是否可以作为优先级资产支持证券提供必要的信用支持，最终由信用评级委员会评定受评产品的信用评级结果。

现金流分析及压力测试

基于本专项计划的账户设置、现金流支付机制以及基础资产信用风险特征等，中诚信国际对本专项计划存续期内现金流状况分别进行了正常景况和压力景况的现金流分析。现金流分析内容包括正常景况下与压力景况下基础资产产生的现金流入对优先级资产支持证券应付本息及其之前应付税费的覆盖情况。压力指标基准条件如下表所示：

表 9：压力指标基准条件

压力指标	基准条件
优先级资产支持证券预期收益率	4.00%
优先级资产支持证券计划募集金额（万元）	28,600
专项计划预计设立日	2020年3月24日
专项计划预期到期日	2021年3月18日
综合费率 ¹¹	0.1%

数据来源：中诚信国际整理

本专项计划预期收益率基准条件设定为

¹¹ 综合费率包括托管费、跟踪评级费及兑付兑息手续费等。

4.00%，具体预期收益率以计划管理人届时所发布的设立公告所载为准，若本专项计划的实际发行利率与其预期收益率不一致，则覆盖倍数也会相应变化。根据《标准条款》的约定和假设条件，优先级资产支持证券的现金流入和现金流出在专项计划到期时的情况如下：专项计划预计收到基础资产回收款 30,185.71 万元；同时支付专项计划税费合计¹² 约 76.69 万元，优先级资产支持证券利息约 1,144.00 万元，优先级资产支持证券本金 28,600.00 万元，剩余资金 364.54 万元。

表 10：专项计划现金流入、流出与覆盖倍数¹³（万元、倍）

现金流入	优先级资产支持证券本息及专项计划费用	覆盖倍数
30,185.71	29,801.89	1.01

资料来源：中诚信国际整理

正常景况下现金流分析

依据本专项计划《标准条款》关于分配顺序的约定，根据资产池现金流入及优先级资产支持证券现金流流出，对专项计划优先级资产支持证券本息偿付和税费支出的覆盖倍数进行测算，正常情况下的覆盖倍数如表 11 所示。

表 11：正常景况下专项计划优先级资产支持证券本息及税费覆盖倍数（倍）

优先级资产支持证券预期收益率	覆盖倍数
4.00%	1.01

资料来源：中诚信国际整理

压力景况下现金流分析

基于压力指标基准条件预期收益率，我们对优先级资产支持证券预期收益率设置相应的压力条件，对优先级资产支持证券的覆盖情况进行分析，不同压力条件下专项计划现金流入对专项计划优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数如表 12

¹² 专项计划税费包含专项计划增值税及附加 48.47 万元和管理人提供的其他费用合计 28.70 万元。其中，增值税=（应收账款债权到期金额-募集规模）*（1+3.00%）*3.00%*（1+7.00%+3.00%+2.00%）。

¹³ 覆盖倍数=（现金流入+留存现金）/现金流出。

所示。

**表 12：压力景况下专项计划优先级资产支持证券本息及
税费覆盖倍数（倍）**

资产支持证券预期发行利率		
不变	上升 50BP	上升 136BP
1.01	1.01	1.00004

数据来源：中诚信国际整理

通过正常景况以及压力景况分析，可以看出专项计划优先级资产支持证券预期收益率不高于 5.36% 时，本专项计划基础资产现金流入仍能够保证专项计划税费的支出和优先级资产支持证券的本息兑付。

原始权益人/资产服务机构信用质量分析

特定原始权益人/资产服务机构——联合保理

联合保理成立于2013年，注册资本5,000万元人民币，2016年增加注册资本至2.00亿元人民币。联合保理为深圳市联合利丰供应链管理有限公司（以下简称“联合利丰”）的全资子公司，2018年10月11日，深圳市正富联合实业有限公司受让了联合保理所有股份，成为联合保理唯一股东。截至2019年6月末，联合保理实际控制人为自然人黄俊武。

公司治理方面，股东大会是联合保理的权力机构，行使决定经营方针和投资计划，选举和更换董事、监事，审议批准董事会、监事会报告，审议批准年度财务预算、决算方案等职权。联合保理设立董事会，成员为三人，由股东会选举产生，董事会是联合保理的决策机构，对股东大会负责，董事会设董事长一人，董事长是联合保理的法定代表人。联合保理不设监事会，设监事1名，由股东委任产生，对股东负责，监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，负责联合保理的日常经营管理，组织实施董事会决议，向董事会报告工作。总经理下设业务中心、运营中心、风险管理部、金融部、产品部、财务部、IT研发部、人力行政部。

制度建设方面，联合保理主要实行《联合保理风险控制管理办法》、《保理业务审批流程规定》、《客户信用等级评审规定》、《联合利丰集团风险管理体系指引》等制度。人力资源方面，截至2018年9月末，联合保理在职员工共89人，包括本科51人、大专29人、硕士9人。

截至2018年末，联合保理资产总额为9.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为2.25亿元，资产负债率为75.90%。2018年，联合保理实现营业收入5.35亿元，取得净利润0.08亿元。

截至2019年9月末，联合保理资产总额为20.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为2.29亿元，资产负债率为88.97%。2019年1~9月，联合

保理实现营业收入10.19亿元，取得净利润0.04亿元，经营活动净现金流-0.11亿元。

业务运营

联合保理利用联合利丰在供应链运营及供应链金融服务方面的行业经验，将应收账款保理业务还原到整个供应链链条中，并辅之以供应链运营支撑平台。联合保理目前已开展的保理业务包括核心企业供应商业务、供应链联动业务、结构化业务，主要目标客户包括制造业龙头企业供应商、全国前30强地产企业供应商、上市公司及国企等。2016年底，联合保理与成都工业投资集团有限公司联合成立了成都工投利丰资产管理有限公司，共同开拓西南片区保理业务市场。

业务运营方面，近年联合保理业务规模迅速增长，2016~2018年以及2019年1~9月开展保理业务分别为696笔、5,450笔、9,359笔和7,818笔，发放保理款分别为15.22亿元、26.75亿元、83.19亿元和176.92亿元。截至2019年9月末，联合保理存量保理业务共计989笔，应收保理款余额20.10亿元。逾期损失方面，2016~2018年，联合保理仅发生1笔逾期资产，金额为150万元，截至2017年末已收回；截至2019年9月末联合保理逾期保理款金额166万元，目前尚未收回。

表13：联合保理业务运营情况

项目	单位：笔、亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
当期累计保理业务笔数	696	5,450	9,359	7,818
当期累计保理金额	15.22	26.75	83.19	176.92
期末保理笔数	118	1,905	326	989
期末保理余额	2.78	1.92	8.13	20.10
当期逾期保理款	-	0.015	-	0.0166
当期逾期保理款损失余额	-	0	-	0.0166
当期逾期保理款回收余额	-	0.015	-	-

资料来源：联合保理提供，中诚信国际整理

联合保理自2014年开始展业，依托股东方的业务资源，立足于联合利丰的存量客户，并积极拓展

新客户，围绕供应链客户的应收账款，以信息技术为支撑，计划打造专业化的客户与各金融及类金融机构资源整合及服务平台。目前，联合保理业务模式主要有三类：

一、制造业核心企业供应商融资。联合保理基于联合利丰在3C、医疗及IDC存储等领域的客户积累，挖掘现有优质客户的上下游保理业务机会，以自主开发的开放式保理系统平台，与核心企业的ERP系统及融资机构系统进行对接，为核心企业全国供应商提供全流程电子化操作的、标准化的便捷融资服务。目前主要客户群体包括以汽车和新能源为主的制造业龙头企业，如比亚迪、冀中能源等以及一体医疗等医疗企业。

二、房地产供应商融资业务。2017年以来，联合保理新增部分通道业务，以供应商为房地产公司提供物资或服务形成的应收账款为基础，与供应商签订公开型无追索权国内保理合同，并以资产证券化形式对此部分资产“打包出售”。目标客户群里为全国前30强地产公司供应商，目前已与华夏幸福、碧桂园地产集团、恒大等开展供应链保理业务。

三、基础设施建设及政府项目。联合保理借助国企股东背景及业务资源，积极拓展各地优质政府基建及PPP项目，通过应收账款保理业务结构，形成应收账款债权或保理合同项下债权的标准资产包，再通过商业银行再保理或资产证券化以及互联网金融渠道进行合作对接。

表14：2018年联合保理主要客户及所属业务板块

单位：万元

客户名称	所属板块	保理业务收入
恒大项目	地产业	25,272.66
龙光项目	地产业	19,411.47
比亚迪项目	制造业	728.11
旭辉项目	地产业	7,353.10
中润诚项目	地产业	308.47
贝壳网项目	电商平台	91.3
一体医疗	医疗业	303.77
合计	-	53,468.88

资料来源：联合保理提供，中诚信国际整理

从保理业务类别来看，2016年联合保理开展的

全部为有追索权的明保理业务；2017年增加了部分无追索权明保理业务，无追索权保理业务占总收入的比重约为43.21%；2018年以来无追索权明保理业务大幅扩张，当年无追索权保理业务占总收入的比重约为97.89%，大部分业务为无追索权保理业务。

表15：联合保理保理业务收入构成情况

单位：亿元

保理业务类别	2016年	2017年	2018年	2019.Q3
有追索权	0.51	0.46	0.11	0.05
无追索权	0.00	0.35	5.23	10.13
合计	0.51	0.81	5.35	10.19
明保理	0.51	0.81	5.35	10.19
暗保理	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.51	0.81	5.35	10.19

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：联合保理提供，中诚信国际整理

风险管理

风险控制方面，联合保理的风控体系主要关注保理业务的核心风险点，即交易背景的真实性、付款人的付款实力和信用、回款锁定等操作流程管控。风控体系按ISO体系要求，搭建从业务筛选和方案设计开始，包括交易结构设计、信息技术应用、以及流程操作的全套制度，进行整体业务风险的把控。风控体系以风险评审委员会为最高决策机构，采用差异化的风控评审制度与流程，重点通过标准化的产品体系、流程化的操作机制、岗位设置以及内控稽核配合机制，搭建完整的风控体系。

联合保理按照《信用管理制度》对每一个客户通过实地走访、第三方了解等方式进行资料核实及信用等级评定。对新客户，使用《客户信用评分表》进行信用评分，根据信用评分表确定客户信用等级及相应的信用政策，不同信用政策对应不同的敞口额度、垫资授信额度及服务费率；授予客户的采购额度¹⁴原则上不可超过客户信用等级对应的授信限额，特殊客户有足额或超额抵押物，经风控评估后可给予超过客户信用等级额度限额以上的信用额

¹⁴ 各信用等级客户对应的采购额度为垫资授信额度/（1-保证金比例）。

度。

财务分析

以下分析基于联合保理提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告，以及未经审计的2019年三季度财务报表。

资产规模方面，截至2018年末联合保理资产总额为9.34亿元，2018年末资产规模同比大幅增加208.18%，主要系业务规模迅速发展，使得应收保理款规模增长较快；同期负债总额为7.09亿元，负债规模亦大幅增加721.84%，主要系其他应付款中应付非关联方占比增加，非关联方上海穆煜商务咨询有限公司（以下简称“上海穆煜”）为资产证券化业务提供过桥资金的提供方。

随着业务迅速扩张，近期联合保理资产和负债规模快速上升。2019年9月末，联合保理资产总额为20.80亿元，负债总额为18.50亿元，所有者权益合计2.29亿元。

资产构成方面，联合保理的资产主要集中于流动资产，截至2018年末联合保理流动资产为9.05亿元，同比增加224.95%，占总资产的96.91%。截至2018年末，联合保理的应收账款金额为8.13亿元，主要为应收保理款，随着业务快速扩张，应收保理款规模较上年同比大幅增长323.53%；当年末应收账款金额占流动资产总额的比例为89.86%。截至2019年9月末，联合保理流动资产为20.70亿元，占总资产的99.55%；其中应收账款金额为20.10亿元，占流动资产总额的97.08%。

负债构成方面，截至2018年末，联合保理的负债全部由流动负债构成，当年末流动负债为6.48亿元，主要系其他应付款（6.38亿元，主要系与上海穆煜的往来款）。2018年联合保理归还所有银行借款，截至当年末，联合保理无短期借款。截至2019年9月末，联合保理负债全部为流动负债，规模为18.50亿元，其中其他应付款金额为18.31亿元，占流动负债总额的98.93%。

盈利能力方面，凭借其股东的业务资源，联

合保理业务规模迅速扩张，2016~2018年及2019年1~9月，联合保理分别实现营业收入0.51亿元、0.81亿元、5.35亿元和10.19亿元，收入规模快速上升；同期，联合保理营业毛利率分别为48.70%、17.81%、4.92%和2.47%，由于2017年以来新增毛利率较低的通道业务规模占比不断扩大，导致整体毛利率水平持续下降。2016~2018年及2019年1~9月，联合保理分别实现利润总额0.12亿元、0.07亿元、0.11亿元和0.06亿元，同期净利润分别为0.09亿元、0.05亿元、0.08亿元和0.04亿元，整体盈利能力欠佳。

偿债能力方面，2016~2017年末，联合保理有息债务总额分别为2.88亿元和0.79亿元，全部为短期借款；2018年末及2019年9月末，联合保理无有息债务。2016~2018年末及2019年9月末，联合保理流动比率分别为121.45%、322.94%、139.68%和111.89%，流动资产对流动负债的保障能力有所弱化。现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，联合保理经营性净现金流分别为1.35亿元、0.52亿元、1.14亿元和-0.11亿元，经营性现金流稳定性不足，对债务偿付的保障能力欠佳。

备用流动性方面，截至2019年9月末，联合保理获得授信总额为19.20亿元，未使用额度为19.20亿元，备用流动性较充足。

对外担保方面，截至2019年9月末，联合保理实际对外担保余额为1.27亿元，担保对象为母公司联合利丰，如担保债务发生违约，或对联合保理造成重大不利影响，中诚信国际将持续关注相关风险。

总体来看，联合保理业务模式清晰，风控体系较为健全，业务规模快速扩张，整体运营情况良好，能够为其履行本专项计划基础资产服务职责提供较强保证；其资信状况符合本专项计划对原始权益人/资产服务机构的要求。

信用增进机构信用质量分析

共同债务人——旭辉集团

旭辉集团的前身旭辉集团有限公司成立于2000年8月15日，成立时名称为上海永升置业有限公司；2004年9月9日更名为旭辉集团有限公司，初始注册资本998万元，股东永升旭日集团房地产开发有限公司和厦门永升实业发展有限公司分别持股90%和10%。2006年12月，旭辉集团整体变更为股份有限公司，改制后注册资本变更为4.77亿元。期间经数次增资及股权转让，截至2019年9月末，旭辉集团注册资本为35亿元，上海旭辉投资咨询有限公司（以下简称“上海旭辉”）和旭凯（上海）投资顾问有限公司（以下简称“上海旭凯”）分别持股81.72%和18.28%；旭辉集团实际控制人林中、林伟和林峰通过Beauty Fountain、卓骏有限公司、Eternally Success和Gentle Beauty控制旭辉控股（集团）股份有限公司（以下简称“旭辉控股”），旭辉控股间接持有公司100%股权。

截至2018年12月末，旭辉集团资产总额1,920.15亿元，所有者权益合计390.13亿元，资产负债率为79.68%；2018年，旭辉集团实现营业收入372.04亿元，净利润72.45亿元，经营活动净现金流25.55亿元。

截至2019年9月末，旭辉集团资产总额2,557.62亿元，所有者权益合计549.23亿元，资产负债率为78.53%；2019年1~9月，旭辉集团实现营业收入214.93亿元，净利润39.53亿元，经营活动净现金流-224.41亿元。

业务情况

2018年以来，在房地产行业政策延续“房住不炒”，落实分类调控的背景下，旭辉集团继续专注在中国的一二线城市开发针对自用的大众住宅物业，同时还涵盖商务办公、商业综合体等其他多种物业种类的投资开发及运营。截至2019年6月末，旭辉集团已实现全国化布局，物业项目分布在国内四大区域的55个以上的城市，包括长三角（上海、苏州、杭州、南京、镇江、嘉兴、合肥、宁波、温

州及无锡等）、环渤海（北京、天津、沈阳、廊坊、青岛、济南、石家庄及大连等）、中西部（重庆、长沙、武汉、西安及成都等）以及华南地区（广州、佛山、三亚、厦门、南宁、东莞及中山等），同时旭辉集团持续提高地区与产品的多元化水平，当年经营业绩实现较快增长。2018年，旭辉集团实现签约销售金额1,470.00亿元，同比大幅增长81.93%；实现签约销售面积916.00万平方米，同比增长97.41%。权益口径下，2018年旭辉集团实现签约销售金额596.00亿元，实现签约销售面积388.00万平方米。同期，受房地产政策限价以及主力销售城市变动影响，销售均价同比减少7.82%至16,052元/平方米。2019年1~6月旭辉集团实现销售金额815亿元，同比增长31.56%。

表16：2016~2018年旭辉集团房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	203.79	464.00	916.00
销售金额	362.77	808.00	1,470.00
销售均价	17,801	17,413	16,052
结算面积	162.60	98.00	225.00
结算金额	175.60	151.00	340.00
结算均价	11,386	15,400	15,111

注：以上数据为全口径

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

从销售的区域分布来看，2018年，旭辉集团在长三角和环渤海的签约销售金额占比分别为47.60%和24.92%。从具体城市来看，2018年，合肥和重庆的销售金额贡献度最高，销售金额占比分别为10.84%和10.71%；其次为北京、温州、苏州、武汉和上海，销售金额占比分别为8.05%、7.44%、6.49%、5.54%和5.36%。

表 17：2018 年旭辉集团签约销售城市分布情况

单位：亿元		
城市	签约销售金额	占比
合肥	159.3	10.84%
重庆	157.4	10.71%
北京	118.4	8.05%
温州	109.4	7.44%
苏州	95.4	6.49%
武汉	81.5	5.54%
上海	78.8	5.36%
宁波	73.2	4.98%
青岛	72.0	4.90%
天津	67.2	4.57%
其他城市	457.4	31.12%
合计	1,470.0	100.00%

注：其他城市包括杭州、沈阳、嘉兴、佛山、成都、西安、临沂、南京、长沙、无锡、徐州、济南、郑州、广州、南宁、南昌、潍坊、三亚、淄博、常州、衢州、贵阳、中山、南通、芜湖、许昌、泉州、金华、东莞、镇江、大连、江门。

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

结算方面，2018 年旭辉集团实现房地产项目结算金额 340.00 亿元，同比增长 125.17%；结算面积 225.00 万平方米，同比增长 129.59%；结算均价为 15,111 元/平方米，同比减少 1.88%。从结算的区域分布来看，旭辉集团房地产业务结算收入主要来源于以苏州、杭州、青岛、天津和南京等地，2018 年以上城市结算金额分别为 65.92 亿元、62.94 亿元、41.58 亿元、32.57 亿元和 27.83 亿元，占旭辉集团总结算金额的比例分别为 19.40%、18.52%、12.24%、9.58% 和 8.19%。

从项目运营来看，2018 年旭辉集团适时加大了项目开发节奏，当年新开工面积 1,559.39 万平方米，同比增长 81.03%；当年竣工面积 567.05 万平方米，同比增长 263.37%。

表 18：2016~2018 年旭辉集团房地产业务发展情况

单位：万平方米			
项目	2016	2017	2018
新开工面积	344.82	851.26	1,559.39
竣工面积	178.28	156.04	567.05
在建面积	457.87	858.59	2,265.48

注：数据口径为全口径；在建面积包括已售未结转面积，剔除停车位面积。

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

从在建项目来看，截至 2018 年末，旭辉集团在建项目共计 141 个，全口径在建面积为 2,265.48 万平方米，其中剩余可售在建面积为 1,777.14 万平方米，权益口径在建面积为 1,043.17 万平方米。从城市分布来看，截至 2018 年末，旭辉集团在重庆、武汉、杭州、长沙和温州等前十大城市在建项目可售面积合计为 982.09 万平方米，占比为 55.26%。整体来看，旭辉集团目前在建项目建设体量较大，分布在全国 40 多个城市，较为充足的项目资源可为旭辉集团未来业绩增长提供有力支撑，但同时也对旭辉集团资金平衡能力提出更高要求。

表 19：2016~2018 年旭辉集团新增土地储备情况

单位：幅、万平方米、亿元、元/平方米			
指标	2016	2017	2018
新增土地数量	27	64	70
新增土地储备建筑面积	393.78	1,097.06	1,240.00
新增土地储备金额	191.18	927.07	781.54
新增土地储备均价	4,867.60	8,450.49	6,302.74
期末土地储备建筑面积	833.89	1,512.88	2,553.62

注：以上数据为全口径

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

新增土地储备方面，近年来旭辉集团在立足上海的基础上，亦逐步进行全国业务拓展，核心拓展城市主要集中在长三角和中西部区域。2018 年旭辉集团通过“招拍挂”、与第三方合作方式获得 70 宗地块，新增土地建筑面积 1,240.00 万平方米，2018 年旭辉集团新增项目主要位于重庆、杭州、苏州等城市，新进入的城市包括常州、衢州、徐州、临沂、银川和江门等 15 个城市，在新进入城市获取土地面积 269.17 万平方米。

土地储备方面，截至 2018 年末，旭辉集团土地储备面积¹⁵为 2,553.62 万平方米，权益面积为 915.54 万平方米。从土地储备区域分布来看，旭辉集团土地储备在长三角、中西部及环渤海分布较为均衡，截至 2018 年末上述三大区域的土地储备占比分别为 33.84%、31.21% 和 26.88%，在华南地区的分布较少，占比为 8.07%。从具体城市来看，

¹⁵ 土地储备建筑面积=在建及拟建剩余可售面积+竣工未售面积

旭辉集团的土地储备主要分布在各大区域的一线及重点二三线城市，截至 2018 年末，旭辉集团在重庆、武汉、临沂、杭州、合肥、沈阳、长沙、北京、苏州、天津等前十大城市合计拥有土地储备面积 1,523.12 万平方米，占比 59.65%。截至 2019 年 6 月末，旭辉集团土地储备合计建筑面积约 3,523 万平方米，可满足后续业务发展需要。

表 20：截至 2018 年末旭辉集团土地储备区域分布情况

单位：万平方米

城市	剩余可售面积	占比
重庆	358.30	14.03%
武汉	236.42	9.26%
临沂	185.50	7.26%
杭州	134.74	5.28%
合肥	116.84	4.58%
沈阳	105.05	4.11%
长沙	101.67	3.98%
北京	100.98	3.95%
苏州	92.56	3.62%
天津	91.06	3.57%
其他城市	1,030.50	40.35%
合计	2,553.62	100.00%

注：其他城市包括：佛山、嘉兴、温州、上海、广州、南京、西安、济南、青岛、宁波、成都、无锡、银川、贵阳、郑州、南宁、石家庄、大连、厦门、三亚、南昌、福州、江门、中山、潍坊、芜湖、常州、徐州、湘潭、衢州、泉州、许昌、济宁、淄博、东莞、南通、台州、廊坊、镇江

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

持有型物业方面，截至 2018 年 12 月末，旭辉集团共持有经营性物业 7 个，包括北京望馨商业中心、永升海联中心、旭辉杨浦商业广场、嘉兴旭辉广场、上海美丽华、长沙国际广场和九亭纯真中心，业态涵盖商场、别墅、幼儿园及办公楼等，可租面积为 10.30 万平方米。2018 年，旭辉集团实现物业租赁收入 1.62 亿元，同比增长 116.00%。此外，2018 年，旭辉集团物业管理收入为 30.33 亿元，同比增长 107.46%，可为其提供较为稳定的现金流。

财务分析

以下分析基于旭辉集团提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年三季度度财务报表。其中，2016~2018 年财务数据均为审计报告期末数。

资本结构

2018 年以来旭辉集团继续扩大业务规模，在建项目增多，且预售回笼资金规模较大，导致资产和负债规模同步上升。截至 2018 年末，旭辉集团资产总额为 1,920.15 亿元，同比增长 76.74%；同期末，负债总额 1,530.02 亿元，同比增长 77.39%。自有资金实力方面，得益于留存收益累积及少数股东权益增加，2018 年末旭辉集团所有者权益增至 390.13 亿元，同比增长 74.23%。财务杠杆比率方面，2018 年末旭辉集团资产负债率和总资本化比率均较上年有所提升，分别为 79.68% 和 51.85%。截至 2019 年 9 月末，旭辉集团资产总额 2,557.62 亿元，所有者权益合计 549.23 亿元，当期末资产负债率为 78.53%，财务杠杆比率维持较高水平。

负债方面，2018 年末旭辉集团流动负债合计 1,159.01 亿元，主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。2018 年，旭辉集团项目开工增多，应付账款规模快速上升，年末规模为 91.45 亿元，同比增长 231.92%；得益于良好的销售业绩，预收房款大幅增加，年末预收款项余额为 424.43 亿元，同比增长 93.68%；同时，受当期合作项目增加较多影响，旭辉集团应付关联方、少数股东以及合作方往来款大幅增长，年末旭辉集团其他应付款为 487.44 亿元，同比增长 60.35%，2018 年前五大应付关联方公司分别为杭州旭开置业有限公司、重庆旭中房地产开发有限公司、宁波明湖置业有限公司、旭光有限公司和苏州旭名置业有限公司，合计占比为 15.70%。2018 年末旭辉集团非流动负债合计 371.01 亿元，主要集中于长期借款 262.66 亿元和应付债券 78.49 亿元。截至 2019 年 9 月末，旭辉集团流动负债进一步上升至 1,514.90 亿元，非流动负债增加至 493.48 亿元。

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，旭辉集团近年来外部融资规模亦逐年增长，截至 2018

年末，旭辉集团总债务规模为 420.16 亿元，同比增长 61.39%，长短期债务比由上年的 0.40 倍降至 0.23 倍，债务期限结构有所优化。截至 2019 年 9 月末总债务规模进一步上升至 525.36 亿元，长短期债务比为 0.16 倍，债务以长期债务为主。

总体来看，受业务持续扩张以及项目开发建设推进，旭辉集团资产和负债规模呈现快速增长，财务杠杆比率维持较高，但债务期限结构较合理，财务结构尚属稳健。

流动性

旭辉集团流动资产规模持续保持增长，2018 年末流动资产合计为 1,735.43 亿元，同比增长 80.56%，占总资产的比重上升至 90.38%。从流动资产的结构来看，旭辉集团流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2018 年末上述三项占流动资产的比重分别为 15.58%、25.98% 和 50.78%。

存货方面，截至 2018 年末旭辉集团存货账面价值为 881.31 亿元，同比增长 145.96%。从存货构成来看，在旭辉集团高周转的经营策略下，存货中已完工开发产品占比较上年下降 3.66 个百分点至 6.76%，完工产品主要于 2017~2018 年间竣工，大部分项目位于上海、武汉、青岛等城市，去化压力相对较小；在建开发产品占存货的 93.24%。随着业务扩张，2019 年 9 月末存货规模进一步增加至 1,296.49 亿元，加重流动资金周转压力。

从资产周转效率来看，多年来旭辉集团坚持标准化的运营模式，保持较快的项目开发速度，2018 年整体周转速度有所上升，当年存货周转率和总资产周转率分别为 0.43 次和 0.25 次。

表 21：2016~2018 年旭辉集团周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.70	0.39	0.43
总资产周转率（次/年）	0.34	0.19	0.25

资料来源：旭辉集团审计报告，中诚信国际整理

其他应收款方面，近年来旭辉集团多采用合作方式获取项目，联营、合营项目较多，其他应收款规模较大。截至 2018 年末，旭辉集团其他应收款余额为 450.79 亿元，同比增长 97.27%，占流动资

产的比重为 25.98%，其中应收关联方、少数股东以及合作方往来款的占比分别为 54.28%、22.69% 和 21.48%，合计占比达 98.45%；前五大应收对象分别为北京正德丰泽房地产开发有限公司、上海宝展房地产开发有限公司、太阳旭凰房地产开发有限公司、北京正德瑞祥房地产开发有限公司和北京盛创置业有限公司，占比合计为 16.82%；2019 年 9 月末规模进一步上升至 598.76 亿元，中诚信国际对其资金回收情况予以关注。

货币资金方面，得益于项目销售回款的增加和筹资性活动现金流入，2018 年末旭辉集团手持货币资金为 270.41 亿元，同比增长 29.09%；2019 年 9 月末货币资金规模为 233.33 亿元。同时，旭辉集团债务以长期债务为主，2018 年末及 2019 年 9 月末货币资金/短期债务为 3.42 倍和 3.28 倍，货币资金对短期债务偿付的保障程度较高。

从现金流来看，2018 年旭辉集团销售业绩大幅提升，预收房款大幅增加影响，当年经营性现金流呈净流入状态，为 25.55 亿元，经营活动现金流净额/短期债务为 0.32 倍；同期，旭辉集团投资性现金流净额为-215.75 亿元，主要系当年向合营企业投资大幅增加所致。2018 年旭辉集团借款大幅增加，当年筹资性现金净流入 250.60 亿元，为其项目建设提供资金支持。2019 年以来旭辉集团在建项目投入增多，1~9 月经营活动净现金流净额为-224.41 亿元，现金流状况欠佳；同期投资性现金流净额和筹资性现金流分别为-264.21 亿元和 449.21 亿元，合作开发项目增多使得投资性支出增加，而为满足业务发展需求，相应的融资需求上升，筹资性现金流增加。

表 22：2016~2019.Q3 旭辉集团部分流动性指标

	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	177.00	209.47	270.41	233.33
经营活动现金流净额	61.87	-81.87	25.55	-224.41
经营净现金流净额/短期债务（X）	2.32	-1.09	0.32	-3.16
货币资金/短期债务（X）	6.63	2.80	3.42	3.28

资料来源：旭辉集团审计报告，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，旭辉集

团受限资产合计 720.72 亿元，占资产总额的比重为 28.21%，其中受限存货金额 647.15 亿元、投资性房地产 71.43 亿元、货币资金 1.70 亿元、固定资产 0.38 亿元以及长期股权投资 0.06 亿元。

总体来看，随着在建项目的增多，旭辉集团存货规模不断上升，周转速度有所波动，但旭辉集团在高周转的经营策略下，存货中已完工开发产品占比有所下滑，同时，旭辉集团货币资金较为充足，可为其短期债务偿还形成较好保障。

盈利能力

2018 年旭辉集团实现营业收入 372.04 亿元，同比增长 124.16%。此外，2018 年末旭辉集团预收款项金额为 424.43 亿元，同比增长 93.68%，占当年营业收入比例为 114.08%，能够为其未来业绩增长提供较好支撑。从毛利水平来看，受益于旭辉集团较强的成本管控能力，2018 年旭辉集团营业毛利率为 27.55%，较上年下降 8.38 个百分点，主要系受房地产行业整体利润回落影响，旭辉集团房地产业务毛利率有所下降。期间费用方面，2018 年旭辉集团发生期间费用合计 23.71 亿元，同比增长 73.19%，三费收入占比为 6.37%，旭辉集团对期间费用的把控较好。

利润总额方面，旭辉集团利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2018 年旭辉集团利润总额为 87.17 亿元，同比增长 90.03%。2018 年旭辉集团取得经营性业务利润 53.10 亿元，较上年增长 63.46%；同期，受益于长期股权投资的增长，旭辉集团实现投资收益 33.45 亿元，同比大幅增长 142.01%，主要包括是长期股权投资收益 18.82 亿元，收购青岛银盛泰、上海旭梭和苏州凯合、苏州旭悦时原股权公允价值变动产生的收益 9.03 亿元，以及处置太原旭晋、郑州旭辉博澳、杭州艺辉和北京乐优富拓四家公司取得的收益 4.35 亿元；同期旭辉集团实现净利润 72.45 亿元，同比增长 99.23%，整体盈利能力不断增强。

2019 年 1~9 月旭辉集团实现营业收入 214.93 亿元，同比增长 31.56%；当期末预收款项进一步增

加至 644.06 亿元，为其未来业绩增长提供支撑。当期，旭辉集团营业毛利率为 32.23%，获利水平有所回升；当期取得净利润 39.53 亿元，同比增长 8.75%，整体盈利能力持续增强。

总体来看，近年来旭辉集团收入规模和毛利率水平有所波动，期间费用控制能力较好，经营性业务盈利能力加强，加之投资收益对利润的有力补充，利润增长较快，旭辉集团整体盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，随着业务扩张，旭辉集团外部融资规模持续上升。截至 2018 年末，旭辉集团总债务规模同比增长 61.39% 至 420.16 亿元，其中短期债务为 79.01 亿元；截至 2019 年 9 月末，旭辉集团总债务 525.36 亿元，其中短期债务 71.08 亿元，货币资金对短期债务的覆盖程度较好，旭辉集团短期内集中偿付压力可控。

表 23：2016~2019.Q3 旭辉集团偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
短期债务（亿元）	26.70	74.80	79.01	71.08
总债务（亿元）	145.17	260.34	420.16	525.36
EBITDA（亿元）	40.20	47.24	90.15	-
资产负债率（%）	76.37	79.39	79.68	78.53
净负债率（%）	-20.52	22.72	38.38	53.17
总资本化率（%）	48.39	53.76	51.85	48.89
经营净现金流/总债务（X）	0.43	-0.31	0.06	-0.43*
总债务/EBITDA（X）	3.61	5.51	4.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.29	2.85	2.51	-

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：旭辉集团审计报告，中诚信国际整理

获现能力方面，2018 年旭辉集团 EBITDA 为 90.15 亿元，同比增长 90.83%，主要由利润总额构成。从主要偿债能力指标来看，受债务规模上升的影响，2018 年旭辉集团总债务/EBITDA 由上年的 5.51 倍下降到 4.66 倍；同期，旭辉集团 EBITDA 利息保障系数由 2.85 倍下降至 2.51 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力较强。同期，旭辉集团经营活动净现金流/总债务为 0.06 倍，经营活动净现金流利息保障系数为 0.71 倍，2018 年旭辉集团经营活动现

金流对债务本息的保障能力有所提升。2019年1~9月，旭辉集团经营活动净现金流为-224.41亿元，在业务扩张背景下，经营性现金流状况呈现净流出，无法对债务本息偿付提供有力支撑。

财务弹性方面，旭辉集团与多家商业银行保持良好的合作关系，截至2019年6月末，其在工商银行、农业银行、平安银行、中信银行等多家银行获得的授信额度合计1,985.07亿元，其中尚未使用的授信额度1,168.80亿元，备用流动性充足。此外，旭辉集团还借助香港母公司发行美元票据及私募债券等多种方式进行融资，进一步提升其财务弹性。

或有负债方面，截至2019年6月末旭辉集团对外担保余额130.59亿元，占旭辉集团净资产比重为24.71%，担保规模较大，存在一定或有负债风险。

近年来，旭辉集团业务规模持续扩张，资产及负债规模均呈明显增长，财务杠杆比例维持较高，但债务期限结构较为合理，财务结构尚属稳健。同时，受益于签约销售金额的增长及较强的成本控制能力，旭辉集团表现了较强的盈利及获现能力，加之较为充足的备用流动性来源，整体可对债务本息形成有力的保障。

重要参与方履约能力分析

计划管理人——长城证券

本专项计划的计划管理人长城证券前身为长城证券有限责任公司，成立于1996年5月，是我国最早成立的证券公司之一，由海南汇通国际信托投资公司、海南盛达实业投资公司等11家公司出资1.57亿元设立。2014年11月，长城证券整体变更为股份公司，并正式更为现名。2018年10月，长城证券在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码：002939。截至2019年6月末，长城证券注册资本31.03亿元，华能资本服务有限公司持股46.38%，为长城证券控股股东，中国华能集团有限公司为长城证券的实际控制人。

截至2018年末，长城证券资产总额为484.20亿元，净资产为166.83亿元，资产负债率为65.54%；全年实现营业收入27.53亿元，取得净利润5.89亿元。截至2019年6月末，长城证券资产总额为580.51亿元，净资产为168.37亿元，资产负债率为70.99%；2019年1~6月，长城证券实现营业收入17.39亿元，取得净利润5.04亿元。

经过多年的发展，长城证券主要业务包括证券经纪、证券投资与咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务等。长城证券拥有近百家营业部覆盖全国大中城市。长城证券参股长城基金、景顺长城基金、宝城期货、长城长富投资公司，拥有由国内经济、金融领域权威专家组成的长城证券专家委员会。截至2019年6月末，长城证券直接拥有3家控股子公司及2家重要参股公司，在全国设有13家分公司、112家证券营业部。

2002年，经中国证监会核准，长城证券获得受托投资管理业务资格。自《证券公司客户资产管理业务试行办法》（现已修订为《证券公司资产管理业务管理办法》）、《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》颁布实施以来，长城证券严格按照上述法规要求开

展客户资产管理业务。长城证券资产管理业务类型主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务，业务收入包括资管产品的管理费收入、投资业绩报酬和投资顾问业务收入等。2019年，长城证券以提升主动管理能力为核心，根据市场需求推出可转债增强集合产品，同时储备多个已获批准待发行的资产证券化项目。

长城证券资产管理业务目前已经形成了“1+N+1”的泛资产管理业务组织架构，前台业务部门包括：资产管理部、实体经济业务部、资产管理创新业务部、金融同业部、泛资管服务部及公募产品部。中后台部门包括：资产管理部质量控制与运营部、资金渠道部。长城证券资产管理业务线已逐步建立与完善为不同客户提供多方位、多渠道的服务体系。截至2019年6月末，长城证券资产管理业务规模为2,018.10亿元；2019年上半年，长城证券资产管理业务实现收入0.97亿元。

风控体系方面，长城证券建立包括风险控制委员会、风险控制与安全运营委员会、风控合规管理部、各业务部门及管理支持部门风控经理的四级风险管理体系，上述四个层面形成自上而下垂直型风险控制机构，负责对各项业务的事前、事中、事后风险进行统一管理。根据四级风控体系建立科学的授权批准制度和岗位分离制度，长城证券各业务部门和分支机构必须在适当的授权基础上实行恰当的责任分离制度，风险控制人员和业务经办人员相互独立。总体来看，长城证券风险管理架构较为明晰。

2019年9月20日，中国证券监督管理委员会深圳监管局（以下简称“深圳证监局”）对长城证券下发《深圳证监局关于对长城证券股份有限公司采取出具警示函监督管理措施的决定》（行政监管措施决定书（2019）169号），指出长城证券在从事资产证券化业务过程中存在尽职调查不充分等若干问题。违反了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第十三条、第四十二条、

第四十四条，以及《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》第十三条的有关规定。依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第四十六条的规定，深圳证监局决定对长城证券采取出具警示函的监督管理措施，措施自决定书下发之日起执行。长城证券应加强资产证券化业务的内控管理，认真开展自查整改。

整体来看，长城证券经营状况尚可，资产管理业务持续发展，但其 2019 年收到深圳证监局出具的警示函，风险管理能力仍有待提升，中诚信国际将持续关注其内部控制和风险管理的改进情况。

托管人——招商银行上海分行

本专项计划的托管人为招商银行上海分行。招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）成立于 1987 年 4 月，由香港招商局集团有限公司创办，是中国第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行。2002 年 4 月，招商银行发行境内上市普通股并在上海证券交易所（股票代码：600036）挂牌上市；2006 年 9 月，招商银行发行境外上市外资股，并在香港联合交易所（股票代码：03968）挂牌上市。截至 2019 年 6 月末，招商银行总股本 252.20 亿元，其第一大股东为招商局轮船有限公司，持有招商银行 13.04% 的股权。招商局轮船有限公司系招商局集团有限公司的子公司，招商局集团有限公司通过子公司间接持有招商银行股份比例合计 29.97%。

截至 2019 年 6 月末，招商银行在中国境内的 130 多个城市设有 139 家分行及 1,679 家支行、1 家分行级专营机构（信用卡中心）、1 家代表处、3,232 家自助银行、9,663 台自助设备（其中取款机 1,060 台、存取款一体机 8,603 台）、13,585 台可视设备；在大陆设有两家子公司——招银金融租赁有限公司和招商基金管理有限公司、两家合营公司——招商信诺人寿保险有限公司和招联消费金融有限公司；在香港拥有永隆银行有限公司和招银国际金融有限公司等子公司，并设有香港分行；在美国设有

纽约分行和代表处；在英国设有伦敦分行；在新加坡设有新加坡分行；在卢森堡设有卢森堡分行；在台北设有代表处；在澳大利亚设有悉尼分行。

截至 2018 年末，招商银行总资产为 67,457.29 亿元，其中贷款和垫款总额 39,330.34 亿元，同比增长 10.32%；负债总额 62,021.24 亿元，其中存款总额 44,006.74 亿元，同比增长 8.28%；净资产 5,436.05 亿元。2018 年，招商银行实现营业收入 2,485.55 亿元，同比增长 12.52%，取得净利润 808.19 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 805.60 亿元，同比增长 14.84%。截至 2019 年 6 月末，招商银行总资产为 71,931.81 亿元，其中贷款和垫款总额 43,235.30 亿元；负债总额 66,191.86 亿元，其中存款总额 46,997.38 亿元；净资产 5,739.95 亿元。2019 年 1~6 月，招商银行实现营业收入 1,383.01 亿元，其中净利息收入占比 63.20%；同期实现营业收入 1,383.01 亿元，其中净利息收入 874.07 亿元，实现净利润 508.58 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 506.12 亿元。

根据银监会于 2012 年 6 月发布的资本管理高级计量方法计算，截至 2018 年末和 2019 年 6 月末，招商银行资本充足率分别为 15.68% 和 15.09%，一级资本充足率分别为 12.62% 和 12.19%，核心一级资本充足率分别为 11.78% 和 11.42%。截至 2018 年末，招商银行不良贷款余额 536.05 亿元，较上年末减少 37.88 亿元；不良贷款率 1.36%，较上年末减少 0.25 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 358.18%，较上年末增加 96.07 个百分点。截至 2019 年 6 月末，招商银行不良贷款余额 532.21 亿元，不良贷款率 1.23%，较上年末下降 0.13 个百分点，不良贷款拨备覆盖率 394.12%，较上年末提高 35.94 个百分点。

托管业务方面，招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，是托管业务资质最全的商业银行之一。近年来，招商银行在业务发展、系统建设、风险管理和市场影响力等方面均取得长足

进展。截至 2018 年末，招商银行托管资产余额 12.35 万亿元，较上年末增长 3.17%，继续稳居国内托管行业第二（银行业协会统计数据）；同期实现托管费收入 44.39 亿元，同比下降 8.57%，居国内托管行业第三（银行业协会统计数据）。2018 年以来受资管新规及配套政策落地引导资产管理业务回归本源的影响，全行业托管资产规模增速回落，加上资管增值税政策落地，使得招商银行相关业务手续费收入相应减少。截至 2019 年 6 月末，招商银行托管资产余额 12.43 万亿元，较上年末增长 3.32%，继续稳居国内托管行业第二（银行业协会统计数据）；同期实现托管费收入 19.13 亿元。

风险控制及制度建设方面，招商银行始终“全面性、专业性、独立性、制衡性”的宗旨，加快建设以风险调整后的价值创造为核心的风险管理体系。2019 年上半年，招商银行持续完善全面风险管理体系，积极应对及防范各类风险。一是全面检视、体系化构建全面风险管理；二是从客户、行业、产品三个维度，持续优化资产结构；三是持续开展多维度风险排查，前瞻性防控风险；四是拓宽不良处置渠道，高效处置不良资产；五是夯实风险管理基础，加快风险与合规管理治本转型；六是深化金融科技应用。同时，招商银行积极围绕客户和科技两条主线锻造风险治本能力，一方面加快基于行业研究的客户结构调整，建设支持、适应和服务于新动能客群的风险管理体系；另一方面广泛运用金融科技，持续优化风险管理模式，打造支撑高质量发展的风险管理体系。招商银行将大额风险暴露管理纳入全面风险管理体系，计量并动态监测大额风险暴露变动，管控客户集中度风险。

信息化体系建设方面，招商银行托管业务系统主要由运营系统（核心业务系统）、网上托管人和托管人网站构成，并按使用功能区分为清算交割系统、财务系统、估值系统、绩效评估与风险管理系统、网上托管人、托管人网站等。招商银行托管业务系统具有较强的系统兼容性，能与相关管理机构、企业的业务系统实行联接，提供绩效评估、风险监控、资讯服务、公司行动、在线互动等增值性

服务，满足各类客户个性化托管服务需要。2018 年，招商银行持续优化托管系统功能与业务流程，成为业内首家正式发布托管大数据平台的银行，并率先实现了机器人流程自动化技术（RPA）在托管领域的应用，托管系统持续领跑同业，“托管大数据平台风险管理系统”荣获中国银保监会系统“金点子”方案一等奖。招商银行实施托管产品全生命周期管理，有效防范托管业务风险，切实履行托管人职责。2019 年上半年招商银行自主研发存托业务系统，获得存托凭证试点存托人业务资格，持续提升客户体验。

整体来看，作为中国最大的股份制商业银行之一，招商银行实力雄厚，并制定了完善的托管业务管理制度和方法，符合作为本专项计划托管人的要求。

结论

中诚信国际基于联合保理提供的基础资产数据，结合专项计划基础资产合格标准，同时考虑了交易的一些结构性特点，如信用触发机制、旭辉集团作为共同债务人加入等因素对信用支持水平的影响，在此基础上，对优先级资产支持证券本息的偿还进行现金流测试。参照中诚信国际资产证券化评级标准，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA_{sf}**。

中诚信国际关于长城-旭辉-联合保理 6 号资产支持专项计划 资产支持证券的跟踪评级安排

根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在资产支持证券存续期内，对资产池的信用表现进行持续监测，持续监控（资产）服务机构和资金托管机构的信用状况，并通过定期考察发起/服务机构、计划管理人的相关报告，对本专项计划的实际信用表现进行动态跟踪，以判断产品的风险程度和信用质量是否发生变化。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于资产支持证券存续期内每年的 6 月 30 日前向计划管理人提供一份资产支持专项计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告；对于一年期内的固定收益类产品，本公司将于资产支持证券成功发行后的第六个月向计划管理人提供一份资产支持专项计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告。在此期限内，如发生可能影响本次资产支持证券信用等级的重大事件，发行主体或/及评级对象相关参与方应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并自该事件发生之日起一个月内发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体或/及评级对象相关参与方未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、资产支持证券信用等级或公告信用等级暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 16 日

附一：重要定义

账户名称	定义
募集资金专户	系指管理人指定的专门用于接收、存放、划转发行期认购人交付的认购资金的人民币资金账户。
专项计划账户	系指管理人以专项计划的名义在托管人开立的人民币资金账户，专项计划的相关货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集资金、接收基础资产的回收款及其他应属专项计划的款项、支付基础资产购买价款、支付专项计划利益及专项计划费用、接收共同债务人根据《付款确认书》支付的款项，均必须通过该账户进行。
事件名称	定义
丧失清偿能力事件	<p>就特定原始权益人、管理人、资产服务机构、替代资产服务机构、托管人或其总行、共同债务人而言，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中国法律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；或根据应适用的中国法律被视为不能按期偿付债务；或</p> <p>(g)上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。</p>
管理人解任事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)管理人被依法取消了办理客户资产管理业务的资格；</p> <p>(b)发生与管理人有关的丧失清偿能力事件；</p> <p>(c)管理人违反专项计划文件的约定处分专项计划资产或者管理、处分专项计划资产有重大过失的，违背其在专项计划文件项下的职责，有控制权的资产支持证券持有人大会决定解任管理人的；</p> <p>(d)在由于管理人违反法律规定或相关约定，并由此导致资产支持证券持有人不能获得本金和预期收益分配时，有控制权的资产支持证券持有人大会决定解任管理人的；</p> <p>(e)专项计划存续期间内，如果出现管理人实质性地违反其在《标准条款》中所作出的陈述、保证和承诺，有控制权的资产支持证券持有人大会决定解任管理人的。</p>
资产服务机构解任事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)资产服务机构停止经营或计划停止经营其全部或主要的保理业务；</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《服务协议》项下实质性义务所需的资格、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资产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)，且经管理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：(1)除提供报告义务以外的其他义务；(2)资产服务机构在专项计划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(不管是否收到管理人的通知)该等违约行为后，该行为仍持续超过 15 个工作日，以致对基础资产的回收产生重大不利影响；</p> <p>(f)有控制权的资产支持证券持有人大会充分的理由和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)资产服务机构未能落实《服务协议》的规定，在专项计划设立日后 90 个自然日内，未能按照管理人的要求，对《服务协议》指明的所有账户记录原件以及与上述账户记录相关的所有文件按《服务协议》的约定进行保管。</p>
托管人解任事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)托管人总行被依法取消了专项计划资产支持证券托管人的资格；</p> <p>(b)托管人没有根据《托管协议》的规定，按照管理人的指令转付专项计划账户中的资金，且经管理人书面通知后 5 个工作日内，仍未纠正的；</p> <p>(c)托管人实质性地违反了其在《托管协议》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)托管人在《托管协议》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)发生与托管人有关的丧失清偿能力事件。</p>
提前终止事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)有控制权的资产支持证券持有人大会决定终止；</p> <p>(b)基础资产买卖之先决条件未在《基础资产买卖协议》项下约定的期限内达成，且管理人决定提前终止本专项计划的；</p>

- (c)发生特定原始权益人、管理人、资产服务机构、替代资产服务机构、共同债务人丧失清偿能力事件，有控制权的资产支持证券持有人大会决定提前终止的；
- (d)发生对专项计划重大不利影响、重大不利变化的事件，有控制权的资产支持证券持有人大会决定提前终止的；
- (e)如发生以下情况，将提前终止本专项计划：
共同债务人旭辉集团及其合并范围内子公司任何一笔债务违约（包括债务融资工具，企业债券、公司债券等）；或共同债务人旭辉集团及合并范围内子公司没有清偿到期应付的任何金融机构贷款、承兑汇票等其他债务融资，且单独或累计的总金额达到或超过：①各货币折人民币 20,000 万元；或②共同债务人旭辉集团最近一年或最近一个季度财务报表净资产的 1%，以较低者为准；
- (f)评级机构给予旭辉集团的主体长期信用等级等于或低于 AA 级，且有控制权的资产支持证券持有人大会决定提前终止的；
- (g)次级资产支持证券持有人成为唯一的资产支持证券持有人，且管理人决定提前终止专项计划的；
- (h)专项计划目的无法实现；
- (i)由于法律或法规的修改或变更导致继续进行专项计划将成为不合法。

注：长城证券提供，中诚信国际整理

附二：现金流支付机制安排

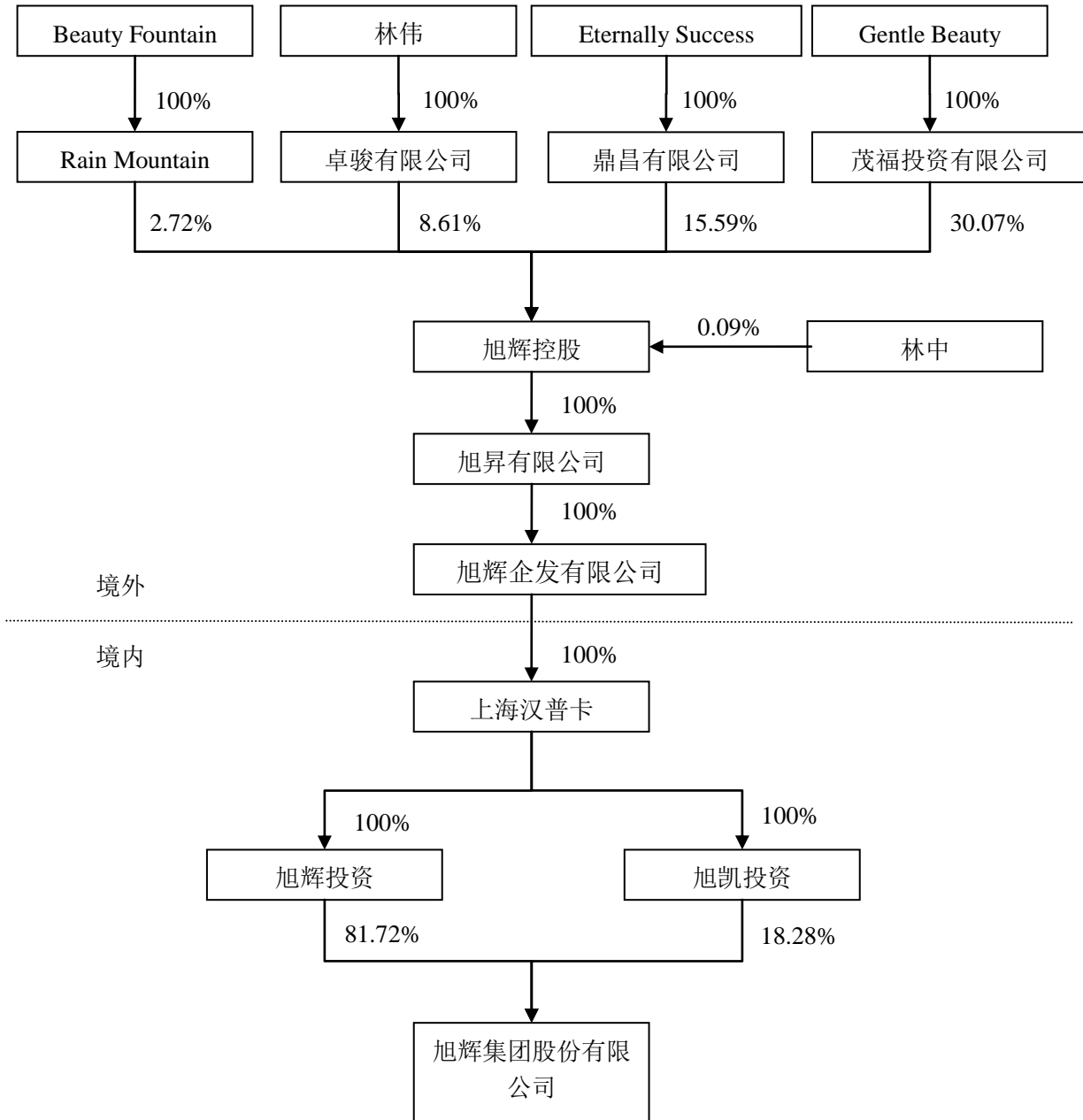
分配顺序	到期分配	清算分配
1	以现金形式支付专项计划的应缴税金（如有）	支付清算费用
2	以现金形式支付登记托管机构的兑付兑息费、资金汇划费等相关费用	交纳专项计划所欠税费（如有）
3	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益	清偿未受偿的除上述第(2)项外的其他各专项计划费用
4	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的本金	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益（如有）
5	在到期分配时，本专项计划资金在满足第 13.3 条第(1)至(4)项分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金(无论货币形式或其他)归次级资产支持证券持有人所有。优先级资产支持证券持有人得到足额分配前，不得向次级资产支持证券持有人分配任何收益	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的本金（如有）
6	-	剩余专项计划资金分配给次级资产支持证券持有人

分配流程

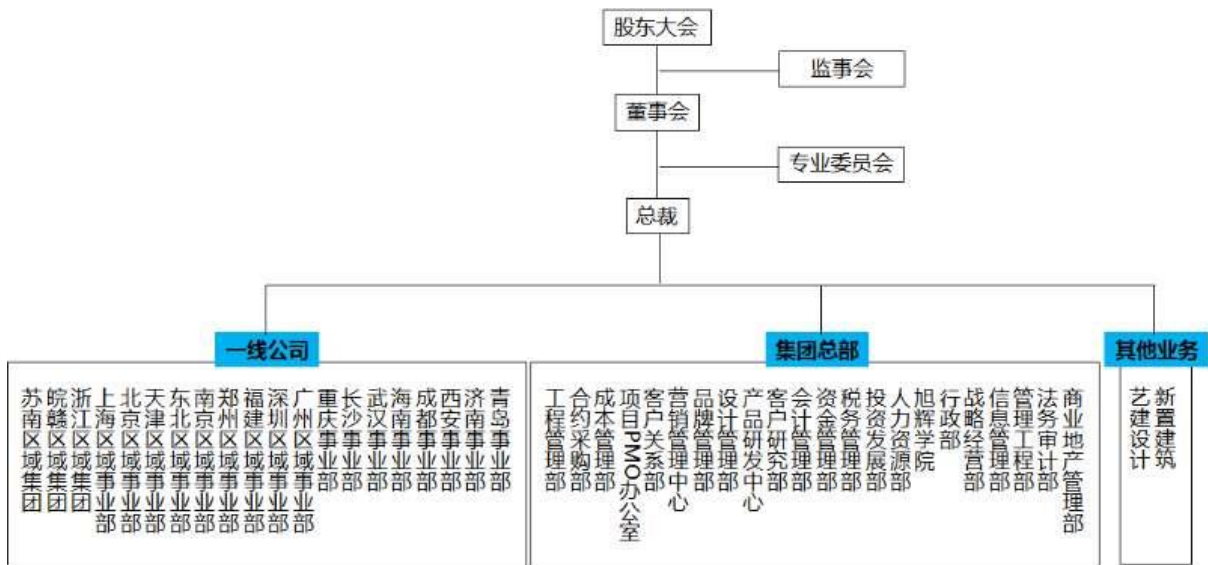
日期	分配流程
债务人划款日（T-6 日）	各债务人应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额直接划入专项计划账户。
提示付款日（T-6 日）	若截至任一债务人划款日 16:00，专项计划账户内金额仍低于标的应收账款全部未偿价款余额的，则管理人或其授权的资产服务机构应向旭辉集团发出通知，要求其履行付款义务。
应收账款到期日/共同债务人划款日（T-4 日）	自收到管理人或其授权的资产服务机构发出的付款通知后的 2 个工作日内，共同债务人应根据《付款确认书》的约定将截至应收账款到期日债务人不足支付的基础资产未偿价款余额于 T-4 日 16:00 前划入专项计划账户。
管理人报告日（T-3 日）	管理人按照《标准条款》的约定向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》。
托管人划款日（T-2 日）	于托管人划款日 11:00 前，托管人按照划款指令，将专项计划账户中的资金划拨至管理人和托管人等机构的指定账户以支付专项计划费用，并将当期资产支持证券预期收益和本金划拨至中证登深圳分公司指定账户。
兑付日（T 日）	中证登深圳分公司于兑付日向资产支持证券持有人支付资产支持证券当期的预期收益和/或本金款项。

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

附三：旭辉集团股份有限公司股权结构及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：旭辉集团提供



资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

附四：信用等级符号及定义

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。