

长城-旭辉-联合保理 9 号资产支持专项计划

资产支持证券 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：唐 韵 ytang@ccxi.com.cn

项目组成员：芦婷婷 tlu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 23 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。

■ 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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	发行金额 (万元)	跟踪期末本金 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
旭日 09A	14,900.00	14,900.00	4.69%	AAA _{sf}	AAA _{sf}	2021 年 12 月 29 日
旭日 09 次	100.00	100.00	--	NR	NR	2021 年 12 月 29 日
合计	15,000.00	15,000.00	--	--	--	--
首次评级日	2020 年 12 月 21 日					
设立日	2020 年 12 月 29 日					
跟踪计算日	2021 年 6 月 10 日					
跟踪期	2020 年 12 月 29 日~2021 年 6 月 10 日					

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”）基于跟踪期内获得的相关信息，维持“长城-旭辉-联合保理 9 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旭日 09A 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：

- 共同债务人旭辉集团保持极高的信用质量；
- 管理人长城证券、托管人招商银行上海分行经营稳定、财务状况良好，履约能力较好。

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。
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”）
初始债务人	旭辉集团直接/间接控股或参股的项目公司
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”）

概况数据

旭辉集团（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,920.15	2,682.49	3,237.89
所有者权益合计(亿元)	390.13	636.49	788.55
总负债（亿元）	1,530.02	2,046.00	2,449.34
总债务（亿元）	420.16	542.73	547.91
营业总收入（亿元）	372.04	518.06	621.94
净利润（亿元）	72.45	89.98	97.80
EBITDA（亿元）	90.15	114.45	127.37
经营活动净现金流（亿元）	25.55	-46.79	112.70
营业毛利率(%)	27.55	25.55	23.62
净负债率(%)	38.38	19.25	28.30
总债务/EBITDA(X)	4.66	4.74	4.30
EBITDA 利息倍数(X)	2.51	2.21	2.27

注：中诚信国际根据旭辉集团 2018 年~2020 年审计报告整理。

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	旭日 09A AAA _{sf}

正面

■ **旭辉集团保持极高的信用质量。**跟踪期内，共同债务人旭辉集团业务保持持续增长且财务状况稳健，仍保持极高的信用质量。

■ **管理人、托管人经营稳定。**跟踪期内，管理人长城证券、托管人招商银行上海分行经营稳定、财务状况良好，仍能为专项计划的顺利执行提供较好的保障。

关注

■ **跟踪期内，房地产调控政策持续且行业竞争加剧。**在“房住不炒”的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求，中诚信国际将对共同债务人旭辉集团的业务运营、财务状况保持关注。

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发行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。

交易结构概要

本专项计划的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。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）。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。

长城证券作为计划管理人于 2020 年 12 月 29 日设立了本专项计划，联合保理作为资产服务机构协助管理人筛选及选定基础资产、提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务，招商银行上海分行担任托管人。

本期专项计划发行规模为 1.50 亿元，设置了优先级资产支持证券旭日 09A（证券代码：137557.SZ）和次级资产支持证券旭日 09 次（证券代码：137558.SZ）；各级资产支持证券的预期收益率及预期到期日如表 1 所示。

表 1：专项计划产品结构（亿元）

资产支持证券	发行金额	预期收益率	预期到期日
旭日 09A	1.49	4.69%	2021 年 12 月 29 日
旭日 09 次	0.01	--	2021 年 12 月 29 日
合计	1.50	--	--

资料来源：中诚信国际整理

本专项计划按照《长城-旭辉-联合保理 9 号资产支持专项计划标准条款》的约定进行分配，资产支持证券的收益及本金按照优先级/次级的顺序进行偿付。在支付专项计划相关税费后，按照旭日 09A 预期收益、旭日 09A 本金的顺序进行偿付，剩余的专项计划资金（无论货币形式或其他）归属于旭日 09 次持有人。

资产支持证券的兑付

跟踪期内，本专项计划资产支持证券尚未到兑付日，未发生本息兑付。截至跟踪计算日 2021 年 6 月 10 日，专项计划资产支持证券本金规模仍为 1.50 亿元，其中优先级资产支持证券旭日 09A 本金规模仍为 1.49 亿元，次级资产支持证券旭日 09 次本金规模仍为 0.01 亿元。

基础资产跟踪分析

截至专项计划封包日 2020 年 11 月 16 日，专项计划入池基础资产的总规模为 15,932.03 万元，共包括 44 笔应收账款，涉及 36 个债权人，41 个债务人，入池应收账款债权到期日均为 2021 年 12 月 23 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。截至跟踪计算日 2021 年 6 月 10 日，专项计划资产池应收账款总额仍为 15,932.03 万元，应收账款剩余期限均为 196 天，除应收账款剩余期限外，入池应收账款其他特征均保持不变，具体信息如下。

表 2：跟踪期内资产池概况

指标	2020.11.16	2021.6.10
资产池应收账款余额（万元）	15,932.03	15,932.03
应收账款笔数（笔）	44	44
债权人个数（个）	36	36
债务人个数（个）	41	41
单笔应收账款平均余额（万元）	362.09	362.09
单笔应收账款最高余额（万元）	1,106.24	1,106.24
应收账款剩余期限（天）	402	196

数据来源：中诚信国际整理

现金流分析及压力测试

本专项计划基础资产的现金流入来自于基础资产对应的应收账款到期回款。在跟踪期内，各笔

入池应收账款均未到期，且债务人未提前还款，故尚未发生基础资产的现金流入。本专项计划的现金流出主要为税费、托管费、兑付兑息手续费等相关费用以及资产支持证券的本息兑付等。在跟踪期内，专项计划资产支持证券尚未到兑付日，故亦未发生资产支持证券的本息兑付。

跟踪期内，专项计划账户现金流入和流出均为1.50亿元。截至跟踪计算日2021年6月10日，专项计划账户余额为0元。

根据本专项计划发行时的预期收益率，在兑付日资产池预计现金流入15,932.03万元，优先级资产支持证券现金流出合计15,644.21万元¹，我们对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数进行测算的结果如表3所示。

表3：优先级资产支持证券本息覆盖倍数

基准条件	覆盖倍数（倍）
优先级资产支持证券预期收益率 4.69%	1.0184

资料来源：中诚信国际整理

共同债务人信用质量分析

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。截至2020年末，旭辉集团注册资本为35.00亿元，上海旭辉投资咨询有限公司（以下简称“旭辉投资”）和旭凯（上海）投资顾问有限公司（以下简称“旭凯投资”）分别持股81.72%和18.28%，旭辉控股（集团）有限公司间接持有旭辉集团100%股权。林中先生、林伟先生、林峰先生通过旭辉投资及旭凯投资间接合计控制旭辉集团55.88%的股份。

¹ 其中，优先级资产支持证券本金14,900万元，利息698.81万元，增值税及附加30.40万元，其他费用合计15.00万元。其中，增值税=（应收账款债权到期金额-募集规模）*（1+3.00%）*3.00%

业务情况

旭辉集团目前主营业务包括物业销售、物业出租、物业其他相关服务。其中，物业销售业务是旭辉集团收入和利润的主要来源，近三年占比均保持在90%以上。

表4：旭辉集团主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
物业销售及相关服务	370.43	515.09	619.38
物业出租	1.62	0.30	2.57
合计	372.04	518.06	621.94
占比	2018	2019	2020
物业销售及相关服务	99.57	99.43	99.59
物业出租	0.43	0.57	0.41
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

旭辉控股近年来发展步伐趋于稳健，行业排名稳固，其在深耕长三角的同时，加大环渤海、中西部和华南的布局，全国化布局不断均衡。旭辉集团为旭辉控股主要的境内发展平台，2020年全口径签约销售金额占比达95.37%。

项目运作方面，由于旭辉集团保持较快的拿地节奏和周转效率，新开工面积处于较高水平，竣工面积持续增长。

表5：近年来旭辉集团房地产开发情况（万平方米）

项目	2018	2019	2020
新开工面积	1,559.39	1,320.07	1,423.78
竣工面积	567.05	591.83	738.45
在建面积	2,265.48	2,993.72	3,679.05

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

近年来旭辉集团销售金额快速增长，近三年签约销售金额年均复合增长率22.42%。旭辉集团与主流房企合作紧密，合作开发的模式推动旭辉集团近年来快速发展。从旭辉控股的签约回款率来看，2020年旭辉控股签约回款率达90%，处于行业高水平。

表6：近年来旭辉集团销售及结算情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2018	2019	2020
销售面积	916	1,173	1,469

（1+7.00%+3.00%+2.00%）。

销售金额	1,470	1,912	2,203
销售均价	1.61	1.63	1.50
结算金额	340	478	578

注：销售为全口径数据，结算为并表口径数据。

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

从销售城市能级来看，2018年旭辉集团三四线城市下沉明显，但一二线城市²占比仍处于相对高水平，2019年年以来一二线城市销售收入占比相对稳定，维持在70%左右；从城市布局来看，旭辉集团城市分布相对分散，2020年旭辉集团销售金额共来自全国60余个城市，当年旭辉集团在30个城市销售占比超1%，前10大城市合计占比50.46%，前20大城市合计占比70.00%；从区域分布来看，长三角仍为旭辉集团主要销售区域，但收入占比有明显下降态势，2018~2020年长三角区域销售占比分别为46.83%、49.50%和36.65%，环渤海销售占比分别为38.76%、26.75%和26.93%，旭辉集团加大在中西部区域及华南区域等地区的布局，未来其占比有望提高。

表 7：2020 年以来旭辉集团全口径销售城市分布情况（亿元）

城市	2020	
	签约销售额（亿元）	销售占比（%）
杭州	191.29	8.68
北京	135.16	6.14
合肥	134.10	6.09
温州	125.79	5.71
重庆	107.82	4.89
天津	91.13	4.14
武汉	90.86	4.12
长沙	85.52	3.88
青岛	75.96	3.45
上海	73.97	3.36
济南	70.28	3.19
佛山	47.84	2.17
常州	46.21	2.10
成都	45.93	2.08
南京	44.15	2.00
其他城市	836.93	37.99
合计	2,202.92	100.00

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

结算方面，随项目量增加及结算效率的提升，近年来旭辉集团结算金额稳步增长。从销售单价来

看，由于一二线城市合同销售金额占比的下降，2020年合同销售单价有所下滑。

从拿地方式来看，旭辉集团以招拍挂方式为主，并结合股权收并购、城市更新、产业勾地等多元化拿地方式。旭辉集团在一二线热点城市获取土地时多采取与第三方合作的方式获取项目，以加快战略城市进驻，加强多元业态开发能力，降低土地投资风险，减少资本支出压力。近年来，旭辉集团多元化投资渠道不断扩宽，按可售货值计算，非公开市场拿地从2018年的11%增至2020年的51%³，并购、旧改、商业综合和一二级联动等方式成为旭辉集团获取低价项目的重要方式，但非公开市场拿地存在开发运营难度大、资金沉淀周期长和确权时间不确定性等风险，对旭辉集团的土地研判、开发运营和谈判等能力提出更高考验，中诚信国际将对此保持关注。

从土地获取结构来看，旭辉集团购置土地大部分集中于北京、上海等一线城市以及杭州、青岛、合肥、武汉、重庆、西安等二线城市，购置土地中一二线城市的面积占比超过70%。2020年旭辉集团购置的土地主要位于杭州、苏州、无锡、南昌、淮安、青岛、长沙、成都、贵阳、常德等二线城市及热点城市周边的三四线地区。

从拿地节奏来看，2018~2020年旭辉集团新增土地储备分别为当期销售面积的1.35倍、1.16倍和0.89倍，拿地金额分别为当期销售金额的0.53倍、0.37倍和0.71倍，近年来，旭辉集团拿地策略区域稳健。

表 8：近年来旭辉集团全口径土地储备情况（个、万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2018	2019	2020
新增土地数量	70	69	61
新增土地储备建筑面积	1,240.00	1,355.72	1,310.29
新增土地储备金额	781.54	705.13	--
新增土地储备均价	0.63	0.52	--

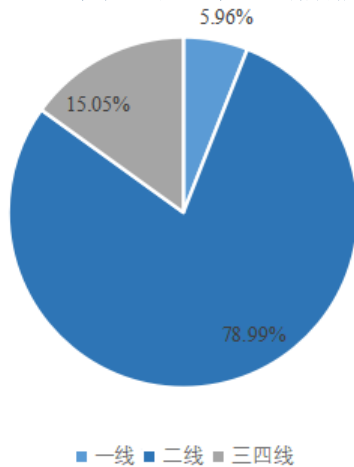
资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

² 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州 22 个城市。

³ 该比例统计口径为旭辉控股统计口径。

截至2020年末，旭辉集团土地储备面积（竣工、在建和拟建的合计未售面积，不含车位）为3,101.33万平方米，是当年销售面积的2.11倍，权益土地储备面积（竣工、在建和拟建的合计未售面积，不含车位）1,613.57万平方米，土地储备规模适中。从城市能级分布来看，一二线城市占比较高，区域分布良好。从城市分布来看，公司土地储备分布在65个城市，未售货量前五大城市合计占比32.14%，前十大城市合计占比48.50%。

图 1：2020 年末公司全口径土地储备能级分布



资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2020 年末旭辉集团土地储备城市分布
(万平方米)

城市	全口径土地储备	权益口径土地储备
长沙	240.13	160.87
太原	211.65	74.08
武汉	198.63	119.73
重庆	192.13	75.20
成都	154.39	86.66
青岛	118.32	29.50
乌鲁木齐	112.82	47.01
贵阳	96.95	68.52
苏州	96.37	45.96
合肥	82.84	46.61
其他	1,597.12	859.44
总计	3,101.33	1,613.57

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

物业出租方面，旭辉集团持有的经营性物业账面价值116.53亿元，随着物业规模的增长和逐步成熟，物业出租板块收入整体保持增长态势，2020年受新冠肺炎疫情的影响，收入出现小幅下降，

2018~2020年物业出租实现收入分别为1.62亿元、0.30亿元和2.57亿元。

2020年末旭辉集团已开业商业项目16个，主要分布在上海、嘉兴、长沙、沈阳、成都、合肥、厦门、北京、西安等城市。未来旭辉集团将加大商业项目投资开发力度，通过商业项目和住宅开发“双轮驱动”的模式，促进旭辉集团获取一二线优质且价格合理的房地产项目，并打造精品商业项目。

总体来看，近年来旭辉集团销售业绩快速增长，区域布局相对稳定，销售权益比有所提高，但仍处于较低水平。2018年以来旭辉集团土地投资策略相对审慎，不断拓宽多元化拿地渠道，并提高权益占比，此外良好的布局优势为旭辉集团稳定发展提供良好保障。此外，中诚信国际也关注疫情对旭辉集团短期内开发、销售及回款的影响。

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2018~2020年审计报告。2018~2020年数据采用审计报告期末数。

盈利能力

近年来在房地产行业整体利润率逐渐回落的背景下及结转盈利较弱的三四线项目占比提高影响，旭辉集团物业销售毛利率亦逐年下降。2020年末旭辉集团预收款项697.10亿元，约为当期物业销售收入的1.13倍。由于旭辉集团非并表合作项目占比较高，旭辉集团收入和预收款项仅能代表旭辉集团部分房地产项目结转情况。旭辉集团物业出租板块毛利率持续下滑，但由于收入占比较低，对旭辉集团整理毛利率影响较小。

表10：近年来旭辉集团主要板块毛利率构成(%)

板块	2018	2019	2020
物业销售及相关服务	27.30	25.29	23.45
物业出租	83.26	70.50	66.60
合计	27.55	25.55	23.62

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，随着业务规模的扩大，旭辉

集团期间费用逐年提升，但得益于管理费用和财务费用管控的优化，2020年管理费用和财务费用规模同比降低。整体来看，旭辉集团期间费用率处于较低水平，期间费用控制良好。

表 11：近年来旭辉集团盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	9.92	16.10	21.15
管理费用（含研发费用）	13.92	23.16	21.55
财务费用	-0.14	1.61	-0.67
期间费用合计	23.71	40.87	42.03
期间费用率(%)	6.37	7.89	6.76
经营性业务利润	53.31	67.17	90.33
资产减值损失	0.001	0.02	-0.79
公允价值变动收益	0.85	-2.30	2.86
投资收益	33.45	45.77	31.44
利润总额	87.17	110.60	123.41
净利润	72.45	89.98	97.80
净利润率(%)	19.47	17.37	15.72

注：资产减值损失以“-”列式损失。

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，旭辉集团利润总额主要由经营性业务利润，同时股权收购和处置进一步增厚旭辉集团利润。得益于近年结算规模的增长，旭辉集团经营性业务利润稳步提升。投资收益方面，2018~2020年权益法核算的长期股权投资收益分别为18.82亿元、34.94亿元和19.82亿元。旭辉集团合营项目较多，近年来相关项目逐步进入结算周期，为旭辉集团贡献可观的收益；此外2018年旭辉集团收购青岛银盛泰、合并上海旭梭和苏州凯合及苏州旭悦时原股权公允价值变动产生的收益9.03亿元，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；2019年处置长春和羽和无锡昌锋等公司取得收益7.10亿元；2020年处置河北和湖企业管理有限公司、长沙辉麓置业发展有限公司等公司取得收益6.21亿元，处置广州昌哲商务咨询有限公司的长期股权投资取得收益4.20亿元。

资本结构

随着房地产开发业务规模的持续扩大，近年来旭辉集团资产规模逐年增长。资产构成方面，旭辉集团流动资产占比较高，各期末占比均超过 85%。

在项目开发及储备规模持续扩大及合作项目不断增多的情况下，近年来旭辉集团流动资产规模不断上升，但随着开发项目规模持续增大，旭辉集团流动资产占比呈下降趋势。具体来看，旭辉集团流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。旭辉集团存货随着并表项目增多和存量项目持续投入而增长，近三年年均复合增长率达 23.79%。旭辉集团存货中开发成本占比较高；2020 年末开发成本占存货账面价值的比重为 91.96%；开发产品占比始终较低，竣工项目去化压力较小；由于旭辉集团合作项目和关联方往来款的增多，其他应收款逐年增长，在资产中占比偏高，其中 2020 年末应收关联方往来款、少数股东往来款和合作方往来款分别为 557.36 亿元、208.73 亿元和 136.50 亿元，此外还包括投标及土地保证金等。旭辉集团货币资金受房地产预售款、销售回款及项目投入规模的影响较大，2019 年，旭辉集团收到房地产预售款及销售回款增大，当年货币资金大幅增长，2020 年，旭辉集团业务规模扩张，项目投入增加，货币资金较上年末有所下降。

表 12：近年来旭辉集团主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
货币资金	270.41	420.20	324.79
存货	881.31	1,208.93	1,350.49
其他应收款	450.79	619.47	940.98
长期股权投资	98.99	161.93	295.94
投资性房地产	74.90	84.40	133.97
总资产	1,920.15	2,682.49	3,237.89
总债务	420.16	542.73	547.91
预收款项	424.43	508.46	697.10
应付账款	91.45	152.77	263.01
其他应付款	487.44	726.95	836.21
总负债	1,530.02	2,046.00	2,449.35
少数股东权益	128.68	264.79	352.86
所有者权益	390.13	636.49	788.55
资产负债率	79.68	76.27	75.65
净负债率	38.38	19.25	28.30

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

表 13：近年来旭辉集团主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	90.38	90.18	86.08
存货/流动资产	50.78	49.98	48.45
货币资金/流动资产	15.58	17.37	11.65
其他应收款/流动资产	25.98	25.61	33.76

(存货+货币资金)/流动资产	66.37	67.35	60.10
开发成本	821.70	1,098.17	1,241.90
开发成本/存货	93.24	90.84	91.96
开发产品	59.61	110.76	108.59
开发产品/存货	6.76	9.16	8.04

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

非流动资产方面，近年来随着合作项目的增长，旭辉集团长期股权投资逐年增长，2020年末旭辉集团新增投资规模较大的企业包括杭州绿旭企业管理有限公司（新增投资19.60亿元）、绍兴金翎置业有限公司（新增投资15.49亿元）和苏州旭融商务咨询有限公司（新增投资11.07亿元）。随着公司商业布局的扩大，投资性房地产规模亦有所增长，主要包括嘉兴旭辉广场、上海洋泾办公、旭辉杨浦商业广场和上海旭亭中心等物业。

从资产的周转率来看，旭辉集团储备规模适中，存货结构较为合理，对其整体流动性能够形成一定支撑。资产周转效率方面，旭辉集团保持适当的土储规模，并保持很高的周转效率，近年来存货周转率和总资产周转率处于高水平。

表 14：近年来旭辉集团周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.43	0.37	0.37
总资产周转率（次/年）	0.25	0.23	0.21

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

旭辉集团负债主要由其他应付款、预收款项、应付账款和有息债务构成，近年来均呈上升态势。具体来看，旭辉集团预收款项随房地产销售回款的增长而逐年扩大。旭辉集团其他应付款随着合作项目增多而增长，其中2020年末应付关联方往来款、少数股东往来款和合作方往来款分别为480.81亿元、92.27亿元和192.56亿元。受房地产项目增多、应付工程款增加影响，旭辉集团应付账款持续上升。旭辉集团有息债务随着拿地和建设规模的扩大而逐年增长。

所有者权益方面，旭辉集团所有者权益随着利润的积累和少数股东权益大幅上升而快速增长。2020年末旭辉集团实收资本、未分配利润和少数股东权益占比分别为4.44%、43.02%和44.75%。随着旭辉集团并表合作项目的增长，旭辉集团少数股东

权益占所有者权益的比例从2018年末的32.98%增至2020年末的44.75%，对权益结构稳定性产生一定影响。

财务杠杆方面，旭辉集团保持良好的财务纪律，加之并表项目少数股东方的投资增长，使得旭辉集团财务杠杆处于行业内的低水平。

现金流及偿债能力

从现金获取能力来看，近年来随着销售业绩的增长，旭辉集团销售商品、提供劳务收到的现金呈上升态势，近三年复合增长率达35.58%。其中，2019年受并表口径拿地力度加大的影响，经营活动净现金流呈净流出状态。旭辉集团各期投资活动现金流受合作项目持续投入影响，均呈净流出状态。筹资活动现金流受融资和项目公司少数股东投入影响，均呈大幅净流入状态。

随着土地储备和项目开发规模的扩大，旭辉集团外部融资需求加大，总债务规模逐年增长。银行借款为旭辉集团主要融资来源。旭辉集团债务期限结构合理，短期债务占比很低。

表 15：2020 年末旭辉集团融资渠道和融资成本情况

融资渠道	占比
银行借款	70.80%
债券	29.20%
综合融资成本	5.40%

注：综合融资成本为旭辉控股口径。

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

旭辉集团盈利能力不断提升，但由于债务规模的快速增长和融资成本的上升，经调整EBIT利息倍数呈现波动下降的态势，但仍处于较高水平；在销售回款逐年提升的带动下，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力逐年提升，且处于同行业较好水平。从短期偿债能力来看，近年来旭辉集团货币资金占总资产比重随着项目投资规模而有所波动，2020年末，旭辉集团货币资金同比有所下降，但整体来看，旭辉集团受限货币资金规模较小，且债务期限结构合理，货币资金对短期债务的覆盖能力很强。

表 16：旭辉集团现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	25.55	-46.79	112.70
销售商品、提供劳务收到的现金	490.55	640.97	901.68
投资活动净现金流	-215.75	-183.48	-370.97
筹资活动净现金流	250.60	380.66	161.24
总债务	420.16	542.73	547.91
短期债务	79.01	85.16	106.46
EBITDA	90.15	114.45	127.37
总债务/EBITDA	4.66	4.74	4.30
EBITDA 利息倍数	2.51	2.21	2.27
货币资金/短期债务	3.42	4.93	3.05
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.86	0.85	0.67
经调整 EBIT 利息倍数	3.42	3.14	3.20

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

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2020年末，旭辉集团及合并报表子公司取得的银行授信总额为2,128.65亿元，未使用授信余额为1,541.25亿元。

受限资产方面，截至2020年末，旭辉集团受限资产合计981.68亿元，以存货和投资性房地产为主，受限资产占总资产比重为30.32%。

或有负债方面，截至2020年末，旭辉集团除了为银行向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性担保219.00亿元外，对外担保金额合计146.85亿元，占当期末净资产比例为18.62%，担保对象主要为旭辉集团合营及联营公司。此外，当期末旭辉集团存在两笔未决诉讼，涉诉金额3.10亿元，旭辉集团不存在重大未决诉讼。

总体来看，旭辉集团保持快速增长的销售业绩及稳固的行业地位，目前已基本完成全国化布局，项目储备规模持续增长，区域布局优势较为明显，能够为其未来发展提供有力保障。同时，旭辉集团在高周转以及审慎使用财务杠杆的策略下，杠杆保持在低水平，且内在现金流来源及货币资金充足，整体偿债能力极强。

原始权益人/资产服务机构信用质量分析

联合保理成立于2013年，注册资本5,000万

元，2016年联合保理增加注册资本至2.00亿元，系联合利丰供应链股份有限公司（以下简称“联合利丰”）的全资子公司；2018年10月，联合利丰将其持有的联合保理全部股权转让与深圳市正富联合实业有限公司（以下简称“正富联合”）。截至2020年末，联合保理注册资本为2.00亿元，为正富联合的全资子公司，正富联合股东包括深圳市联丰投信息技术合伙企业（有限合伙）（持股比例34.00%）、深圳市正轩投资有限公司（持股比例29.03%）、赛富复兴（深圳）股权投资基金（有限合伙）（持股比例7.50%）、深圳联合创达投资合伙企业（有限合伙）（持股比例5.95%）等。联合保理实际控制人未发生变化，仍为自然人黄俊武。

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。

截至2020年末，联合保理资产总额为13.28亿元，负债总额为10.95亿元，所有者权益为2.32亿元，资产负债率为82.50%；2020年，联合保理实现营业收入6.86亿元，取得净利润0.03亿元。

业务运营

联合保理的原母公司联合利丰成立于2010年，注册资本为人民币1.29亿元。联合利丰主要向3C行业、医疗设备厂商、IDC数据存储服务商等客户提供集综合外贸服务、订单执行服务、商业保理服务和通路平台服务等高端制造供应链服务。通过向客户提供通关商检、国内物流、国际物流、保税物流、VMI供应商库存管理、JIT配送、商务外包等物流供应链服务以及通过向客户提供采购融资与服务、分销融资与服务、订单融资与服务、制造管理与服务等订单执行服务，构筑一个向企业提供较为全面的一体化供应链服务平台。

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，2018~2020年联合保理分别开展保理业务9,359笔、8,884笔和4,266笔，发放保理款分别为83.19亿元、210.81亿元和119.79亿元。2018年保理资产无逾期情况；2019年当期逾期保理款为0.02亿元，逾期保理款全部损失，逾期客户系广东鸿金顺智能装备股份有限公司；2020年保理资产无逾期情况。

表17：联合保理业务运营情况（笔、亿元）

项目	2018	2019	2020
当期累计保理业务笔数	9,359	8,884	4,266
当期累计保理金额	83.19	210.81	119.79
期末保理笔数	326	627	812
期末保理余额	8.13	13.73	11.94
当期逾期保理款	--	0.02 ⁴	--
当期逾期保理款损失额	--	0.02	--

资料来源：联合保理提供，中诚信国际整理

⁴ 2019年当期逾期保理款和当期逾期保理款损失金额均为0.017亿元，表格中0.02亿元系四舍五入结果。

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18：联合保理分业务收入及毛利率明细（亿元、%）

营业收入	2018	2019	2020
核心供应商类	0.10	0.04	0.02
地产集团类	5.23	13.12	6.75
上市公司及国企类	-	0.03	0.06
创新业务	0.00 ⁵	0.03	0.04
合计	5.35	13.21	6.86
毛利率	2018	2019	2020
核心供应商类	97.13	79.95	100.00

⁵ 实际为0.0091亿元，表格中为四舍五入结果。

地产集团类	3.23	1.35	-0.13
上市公司及国企类	--	100.00	45.37
创新业务	-70.80	24.98	47.89
合计	4.92	1.87	0.80

资料来源：联合保理提供，中诚信国际整理

从期末保理业务收入构成类别来看，联合保理业务类型均为明保理业务。2018~2020年，联合保理有追索权保理业务收入分别为0.11亿元、0.04亿元和0.01亿元，无追索权保理业务收入分别为5.23亿元、13.18亿元和6.85亿元。

表19：联合保理的保理收入构成情况（亿元）

保理业务类别	2018	2019	2020
有追索权	0.11	0.04	0.01
无追索权	5.23	13.18	6.85
合计	5.34	13.21	6.86
明保理	5.34	13.21	6.86
暗保理	--	--	--
合计	5.34	13.21	6.86

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⁶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

⁶ 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

以下财务分析基于联合保理提供的其经亚太（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2018年审计报告以及经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2020年审计报告，财务数据均引用审计报告期末数。

资本结构

2018~2020年末，联合保理资产总额分别为9.34亿元、14.46亿元和13.28亿元，2019年末资产规模同比大幅增加，主要系业务规模快速发展，使得应收保理款规模增长较快；同期末负债总额分别为7.09亿元、12.17亿元和10.95亿元，负债规模与资产规模保持同样的波动态势。2018~2020年末，联合保理所有者权益分别为2.25亿元、2.29亿元和2.32亿元，保持小幅稳定增长态势。

资产构成方面，联合保理的资产主要由流动资产构成，2018~2020年末，联合保理流动资产分别为9.05亿元、14.35亿元和13.15亿元，分别占总资产的96.91%、99.19%和99.09%。流动资产主要为应收保理款构成的应收账款，同期末应收账款分别为8.13亿元、13.67亿元和11.93亿元。

负债构成方面，联合保理的负债主要由流动负债构成，2018~2020年末，联合保理流动负债分别为6.48亿元、12.17亿元和10.95亿元，分别占总负债的91.41%、100.00%和100.00%。流动负债主要由其他应付款和应付账款组成。同期末其他应付款分别为6.38亿元、7.72亿元和9.49亿元，2020年末其他应付款的前三名欠款方分别为非关联方北京尚博雅投资顾问有限公司、非关联方上海穆煜商务咨询公司及联合利丰，占其他应付款总额的比例分别为66.49%、32.50%和1.01%；2018~2020年末，联合保理应付账款分别为0.01亿元、3.06亿元

和 0.10 亿元，2019 年应付账款主要为已签订保理合同但尚未完成的应付款项，欠款对象主要是非关联方中建五局第三建设有限公司、非关联方中国建筑第八工程局有限公司以及非关联方中国华西企业股份有限公司。

偿债能力

偿债能力方面，2018~2020年末，联合保理有息债务总额分别为0元、0元和2,001.88万元；资产负债率分别为75.90%、84.15%和82.50%，负债率偏高；同期末流动比率分别为139.68%、117.87%和120.11%，流动资产对流动负债的保障能力尚可。

现金流方面，2018~2020年，联合保理经营性净现金流分别为1.14亿元、0.15亿元和0.46亿元，投资性净现金流分别为0.04亿元、0.28亿元和-0.06亿元，筹资性净现金流分别为-0.98亿元、-0.67亿元和0.02亿元。

总体来看，联合保理业务模式清晰，风控体系较为健全，整体运营情况较好，仍能够满足本专项计划对原始权益人/资产服务机构的要求。

重要参与方履约能力分析

跟踪期内，未发生相关参与方变更的情况，本专项计划管理人长城证券和托管人招商银行上海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

基于截至跟踪计算日 2021 年 6 月 10 日的入池基础资产数据、信息，以及资产池应收账款对应的共同债务人的信用情况，同时考虑交易结构的安排，参照中诚信国际资产证券化评级标准，我们认为本专项计划优先级资产支持证券旭日 09A 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“长城-旭辉-联合保理 9 号资产支持专项计划”优先级资产支持证券旭日 09A 的信用等级为 **AAAsf**。

附一：旭辉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）	2018	2019	2020
货币资金	2,704,138.52	4,201,976.94	3,247,923.99
其他应收款	4,507,911.73	6,194,680.90	9,409,832.22
存货净额	8,813,146.82	12,089,268.97	13,504,911.37
长期投资	1,011,369.94	1,635,969.63	2,967,886.05
固定资产	9,755.87	10,224.29	9,063.71
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,568.68	2,115.31	2,714.51
投资性房地产	748,950.00	844,043.40	1,339,674.94
总资产	19,201,482.02	26,824,942.49	32,378,880.64
预收款项	4,244,259.05	5,084,587.28	6,970,972.79
其他应付款	4,874,403.86	7,269,544.22	8,362,135.08
短期债务	790,081.06	851,595.24	1,064,611.95
长期债务	3,411,489.44	4,575,721.40	4,414,531.61
总债务	4,201,570.51	5,427,316.64	5,479,143.56
净债务	1,497,431.99	1,225,339.70	2,231,219.58
总负债	15,300,176.04	20,460,022.89	24,493,359.41
费用化利息支出	27,097.09	35,069.15	35,606.72
资本化利息支出	332,765.28	481,685.98	525,145.47
所有者权益合计	3,901,305.99	6,364,919.59	7,885,521.24
营业总收入	3,720,444.20	5,180,554.56	6,219,418.57
经营性业务利润	533,118.33	671,666.72	903,258.26
投资收益	334,503.41	457,704.82	314,375.53
净利润	724,520.42	899,788.22	977,980.99
EBIT	898,801.82	1,141,053.40	1,269,691.44
EBITDA	901,456.53	1,144,502.47	1,273,716.36
销售商品、提供劳务收到的现金	4,905,536.57	6,409,679.19	9,016,839.99
经营活动产生现金净流量	255,487.56	-467,866.29	1,126,963.67
投资活动产生现金净流量	-2,157,459.88	-1,834,794.58	-3,709,712.23
筹资活动产生现金净流量	2,505,980.50	3,806,641.23	1,612,392.83
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	27.55	25.55	23.62
期间费用率(%)	6.37	7.89	6.76
EBITDA 利润率(%)	24.23	22.09	20.48
净利润率(%)	19.47	17.37	15.72
总资产收益率(%)	5.98	4.96	4.29
存货周转率(X)	0.43	0.37	0.37
资产负债率(%)	79.68	76.27	75.65
总资本化比率(%)	51.85	46.02	41.00
净负债率(%)	38.38	19.25	28.30
短期债务/总债务(%)	18.80	15.69	19.43
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	-0.09	0.21
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.32	-0.55	1.06
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.71	-0.91	2.01
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.86	0.85	0.61
总债务/EBITDA(X)	4.66	4.74	4.30
EBITDA/短期债务(X)	1.14	1.34	1.20
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.51	2.21	2.27
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.42	3.14	3.20

注：1.中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用；2.中诚信国际根据旭辉集团2018年~2020年审计报告整理。

附二：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	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
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利率	净利润率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
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	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+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”。

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。