

预售报告

本评级报告是中诚信国际基于 2020 年 12 月 21 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 9 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：芦婷婷 ttlu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 12 月 21 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	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	法定到期日
优先级资产支持证券	AAA _{sf}	1.49	99.33%	【4.00】%	12 个月	【2021】年【12】月【29】日	自专项计划设立日起【24】个月届满之日
次级资产支持证券	NR	0.01	0.67%	--	12 个月	【2021】年【12】月【29】日	自专项计划设立日起【24】个月届满之日
合计	--	1.50	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 12 月 21 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 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或以前足额偿付的可能性，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优先级资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

- 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。
基准日	2020 年 11 月 16 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）

应收账款余额（万元）	15,932.03
应收账款笔数（笔）	44
债权人个数（个）	36
债务人个数（个）	41
单笔应收账款平均余额（万元）	362.09
单笔应收账款最大余额（万元）	1,106.24
加权平均剩余期限（天）	402

概况数据

旭辉集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	1,086.44	1,920.15	2,682.49	2,941.25
所有者权益合计（亿元）	223.92	390.13	636.49	688.29
总负债（亿元）	862.52	1,530.02	2,046.00	2,252.96
总债务（亿元）	260.34	420.16	542.73	521.64
营业总收入（亿元）	165.97	372.04	518.06	192.43
净利润（亿元）	36.37	72.45	89.98	40.54
EBITDA（亿元）	47.24	90.15	114.45	--
经营活动净现金流（亿）	-81.87	25.55	-46.79	-143.99

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，土地储备充足且质量较好，加之货币资金储备充裕，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。

■ **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。

元)				
营业毛利率(%)	35.93	27.55	25.55	28.92
净负债率(%)	22.72	38.38	19.25	24.66
总债务/EBITDA(X)	5.51	4.66	4.74	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.85	2.51	2.21	--

注：中诚信国际根据旭辉集团 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报表整理，由于缺乏相关数据，2020 年 1~6 月，部分指标无法计算。

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}

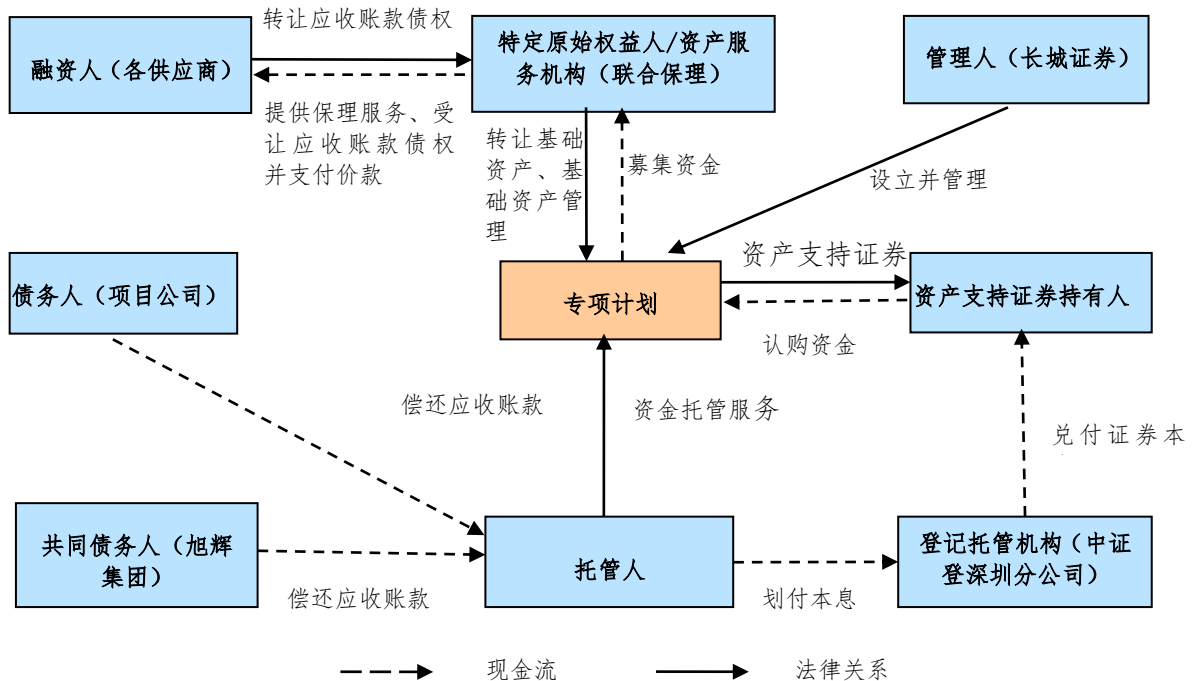
交易结构分析

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》、《中华人民共和国合同法》、《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 9 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与特定原始权益人签署《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 9 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

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。

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

⁴ 债务人：系指如《长城-旭辉-联合保理 9 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）。

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 9 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。

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【12】月【29】日	14,900.00
次级资产支持证券	【2021】年【12】月【29】日	100.00
合计	--	15,000.00

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

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。

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

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。

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件一。

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。旭辉集团实行快速周转的经营战略，同时依托精准的投资决策和高效的运营管理优势，近三年销售金额年均复合增长率为54%。目前旭辉集团已基本完成全国化布局，项目储备规模持续增长，截至2019年末土地储备中一二线城市占比超过70%，区域布局优势较为明显。在高周转以及审慎使用财务杠杆的策略下，旭辉集团杠杆保持在低水平，同时内在现金流来源及货币资金充足，债务期限结构良好，整体财务结构稳健。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。

缓释措施：我们在压力测试中考虑了优先级资产支持证券收益率提高的因素，假定其他因素不变，结合考虑基础资产池的情况，在本专项计划优先级资产支持证券实际发行利率不超过 6.60% 的情况下，本专项计划基础资产现金流入仍能够保证专项计划的费用支出和优先级资产支持证券的本息兑付。

2、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。

交易的法律情况

根据北京市金杜律师事务所（以下简称“金杜律所”）出具的《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 1-24 号资产支持专项计划之法律意见书》以及《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 9 号资产支持专项计划之法律意见书》（以下合称简称“《法律意见书》”），金杜律所认为：

(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。

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为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均为旭辉集团直接/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, 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 25%、单一债权人及其关联方未偿价款余额占比合计不超过 50%、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 15,932.03 万元, 共包括 44 笔应收账款, 涉及 36 个债权人, 以及旭辉集团下属项目公司共 41 个债务人。其相关统计信息如表 2 所示:

表 2: 基础资产池概况

应收账款余额 (万元)	15,932.03
应收账款笔数 (笔)	44
债权人个数 (个)	36
债务人个数 (个)	41
单笔应收账款平均余额 (万元)	362.09
单笔应收账款最大余额 (万元)	1,106.24

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

统计特征

基础资产类型分布

本专项计划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, 其中主要为工程类应收账款, 共计 40 笔, 合计应收账款余额为 15,776.65 万元, 金额占比为 99.02%; 贸易类应收账款共计 4 笔, 合计应收账款余额为 155.38 万元, 金额占比为 0.98%。

表 3: 基础资产应收账款业务类型分布情况 (笔、万元、%)

业务类型	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
工程类	40	15,776.65	99.02
贸易类	4	155.38	0.98
合计	44	15,932.03	100.00

注: 合计占比因四舍五入略有差异, 下同。

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情况

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%。

表 4: 基础资产对应保理业务按操作模式分布情况 (笔、万元、%)

业务模式	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
明保理	44	15,932.03	100.00
总计	44	15,932.03	100.00

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

应收账款余额分布

按照应收账款余额占基础资产总额计, 单笔应收账款余额主要集中在 500.00~1,000.00 万元 (含), 共 12 笔, 金额占比 51.69%。

表 5: 基础资产应收账款余额分布 (笔、万元、%)

应收账款余额	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
(0.00, 500.00]	29	4,447.17	27.91
(500.00, 1,000.00]	12	8,234.48	51.69
(1,000.00, 1,500.00]	3	3,250.37	20.40
合计	44	15,932.03	100.00

数据来源: 联合保理提供, 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【2021】年【12】月【23】日, 以 2020 年【11】月【16】日为计算日, 基础资产对应的应收账款剩余期限均为 402 天。

基础资产债务人行行业分布

基础资产对应的债务人均均为旭辉集团下属项目公司, 均属于房地产行业, 面临行业集中度风险。

表 6: 基础资产债务人行行业分布 (个、万元、%)

业务类型	债务人个数	应收账款金额	金额占比
房地产业	41	15,932.03	100.00
合计	41	15,932.03	100.00

数据来源: 联合保理提供, 中诚信国际整理

基础资产债务人区域分布

基础资产对应的债务人分布于山东省、重贵、苏南¹⁰等 13 个地区, 其中山东省对应应收账款余额占比最高, 为 29.99%; 其次为重贵, 对应金额占比为 10.60%, 区域分布较为集中。

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。

表 7：债务人区域分布情况（个、万元、%）

所在区域	债务人	应收账款余额	金额占比
山东	10	4,778.00	29.99
重贵	4	1,689.14	10.60
苏南	7	1,657.47	10.40
郑州	3	1,529.05	9.60
成都	2	1,336.61	8.39
广州	3	950.00	5.96
东北	2	808.03	5.07
南宁	1	790.57	4.96
浙江	2	770.00	4.83
福建	2	696.32	4.37
深圳	2	577.48	3.62
华北	2	339.16	2.13
武汉	1	10.19	0.06
合计	41	15,932.03	100.00

数据来源：联合保理提供，中诚信国际整理

前五大债务人分布

基础资产前五大债务人应收账款余额合计 5,030.37 万元，合计金额占比为 31.57%，分布较为集中，其中金额占比最大的为成都和赫房地产开发有限公司，应收账款余额为 1,106.24 万元，金额占比为 6.94%。

表 8：前五大债务人分布（万元、%）

债务人名称	应收账款余额	金额占比
成都和赫房地产开发有限公司	1,106.24	6.94
济南银盛泰房地产有限公司	1,089.90	6.84
青岛泰辉房地产有限公司	1,054.23	6.62
贵州和哲房地产开发有限公司	900.00	5.65
佛山昌彰煜房地产开发有限公司	880.00	5.52
总计	5,030.37	31.57

数据来源：联合保理提供，中诚信国际整理

前五大债权人分布情况

基础资产对应的债权人合计 36 户，其中前五大债权人应收账款余额合计为 7,468.89 万元，金额占比为 46.88%。其中萍乡市盛兴建筑工程有限公司对应收账款余额最高，为 2,978.99 万元，金额占比为 18.70%。

表 9：前五大债权人分布情况（笔、万元、%）

债权人	应收账款笔数	应收账款余额	金额占比
萍乡市盛兴建筑工程有限公司	3	2,978.99	18.70
重庆祥瑞建筑安装工程 有限公司	2	1,439.12	9.03
四川鼎誉建筑工程有限公司	1	1,106.24	6.94
上海新置建筑工程有限公司	4	1,017.38	6.39
浙江欣捷建设有限公司	2	927.15	5.82
总计	12	7,468.89	46.88

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 C550600_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 10：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）	14,900
专项计划预计设立日	2020 年【12】月【29】日
预计期限（天）	365

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 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 15,932.03 万元；同时支付专项计划税费合计¹¹约 45.40 万元，优先级资产支持证券利息约 596.00 万元，优先级资产支持证券本金 14,900.00 万元，剩余资金 390.63 万元。

表 11：专项计划现金流入、流出与覆盖倍数（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
15,932.03	15,541.40	1.03

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下表所示。

表 12：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%	1.03

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 13 所示。

¹¹ 专项计划税费包含专项计划增值税及附加 30.40 万元和管理人提供的其他费用合计 15.00 万元。其中，增值税=（应收账款债权到期金额-优先级资产支持证券规模）*（1+3.00%）*3.00%*（1+7.00%+3.00%+2.00%）。

表 13: 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)

优先级资产支持证券预期发行利率		
不变	上升 50BP	上升 260BP
1.03	1.02	1.0002

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为 6.60% 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。

特定原始权益人/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，2016年联合保理增加注册资本至2.00亿元，系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，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6月末，联合保理注册资本为2.00亿元，为深圳市正富联合实业有限公司（以下简称“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2019年末，联合保理资产总额为14.46亿元，负债总额为12.17亿元，所有者权益为2.29亿元，资产负债率为84.15%。2019年，联合保理实现营业收入13.21亿元，取得净利润0.04亿元。

截至2020年6月末，联合保理资产总额为9.74亿元，负债总额为7.42亿元，所有者权益为2.31亿元，资产负债率为76.24%。2020年1~6月，联合保理实现营业收入3.67亿元，取得净利润0.02亿元。

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，联合保理业务规模迅速增长。2017~2019年及2020年1~6月分别开展保理业务3,977笔、9,359笔、8,884笔和1,869笔，发放保理款分别为11.72亿元、83.19亿元、210.81亿元和62.65

亿元。2017~2018年联合保理均无保理资产逾期情况，2019年联合保理当期逾期保理款为0.017亿元，当期逾期保理款损失金额为0.017亿元，逾期客户系广东鸿金顺智能装备股份有限公司。

表 14：联合保理业务运营情况（笔、亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~6
当期累计保理业务笔数	3,977	9,359	8,884	1,869
当期累计保理金额	11.72	83.19	210.81	62.65
期末保理笔数	689	326	627	306
期末保理余额	2.44	8.13	13.73	8.78
当期逾期保理款	--	--	0.02 ¹²	0.02
当期逾期保理款损失金额	--	--	0.02	0.02

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、碧桂园地产集团开展供应链保理业务。

¹² 2019年和2020年1~6月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。

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 15：2019年联合保理主要客户及收入情况

客户名称	当年保理业务收入（万元）
恒大项目	54,462.86
龙光项目	54,150.32
旭辉项目	21,220.12
豫园项目	1,320.36
比亚迪项目	362.75
每日一淘项目	240.97
中建四局项目	179.62
北京万科项目	141.51
寺库项目	36.47
泰禾项目	26.42
合计	132,141.4

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，2017~2019年及2020年1~6月，联合保理有追索权保理业务收入分别为0.46亿元、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0.35亿元、5.23亿元、13.18亿元和3.65亿元。

表 16：联合保理的保理收入构成情况（亿元）

保理业务类别	2017	2018	2019	2020.1~6
有追索权	0.46	0.11	0.04	0.01
无追索权	0.35	5.23	13.18	3.65
合计	0.81	5.34	13.21	3.67
明保理	0.81	5.34	13.21	3.67
暗保理	-	-	-	-
合计	0.81	5.34	13.21	3.67

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¹³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度。

财务分析

以下财务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2017年审计报告、经亚太（集团）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年审计报告、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年审计报告、及未经审计的2020年1~6月财务报表。其中，2017~2019年末财务数据均引用审计报告期末数。

资本结构

资产规模方面，2017~2019年末，联合保理资产总额分别为3.03亿元、9.34亿元和14.46亿元，2019年末资产规模同比大幅增加，主要系业务规模迅速发展，使得应收保理款规模增长较快；同期负债总额分别为0.86亿元、6.48亿元和12.17亿元，负债规模亦大幅增加，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

公司为资产证券化业务中过桥资金的提供方。截至2020年6月末，联合保理资产总额为9.74亿元，负债总额为7.42亿元，所有者权益为2.31亿元，资产负债率为76.24%。

资产构成方面，联合保理的资产主要由流动资产构成，2017~2019年末，联合保理流动资产分别为2.78亿元、9.05亿元和14.35亿元，分别占总资产的91.91%、96.91%和99.19%。截至2019年末，联合保理的应收账款金额为13.67亿元，同比增长68.16%，应收账款金额占流动资产总额的比例为95.31%，主要为应收保理款。截至2020年6月末，联合保理的资产主要由流动资产构成，联合保理流动资产为9.65亿元，占资产总额的99.12%，其中应收账款金额为8.75亿元。

负债构成方面，联合保理的负债全部由流动负债构成，2017~2019年末，联合保理流动负债分别为0.86亿元、6.48亿元和12.17亿元，其中流动负债主要由其他应付款和短期借款构成。同期末，联合保理短期借款分别为0.72亿元、0.00亿元、0.00亿元。截至2019年末，联合保理的负债全部由流动负债构成，其中其他应付款为7.72亿元，占流动负债的63.46%，同比增加21.02%，主要系对非关联方上海穆煜商务咨询有限公司的应付款；应付账款金额为3.06亿元，占流动负债的25.12%，为保理业务产生，主要是对中建五局第三建设有限公司、中国建筑第八工程局有限公司以及中国华西企业股份有限公司的应付款项，主要为已签订保理合同但尚未完成的应付款项，前三大债权人应付款项合计占比为57.12%。截至2020年6月末，联合保理的负债主要由流动负债构成，流动负债合计7.42亿元，其中其他应付款金额为6.03亿元，主要系对上海穆煜商务咨询有限公司、亿利资源集团有限公司、深圳市联合利丰供应链管理有限公司、宜春佰悦电子商务有限公司的应付款。

盈利能力

盈利能力方面，凭借其股东的业务资源，联合保理业务规模快速扩张，2017~2019年，联合保理

¹³ 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）。

分别实现营业收入 0.81 亿元、5.35 亿元和 13.21 亿元，营业收入逐年上升；同期，联合保理营业毛利率分别为 17.81%、4.92% 和 1.87%。近年来联合保理新增部分通道业务的毛利率较低，致使整体毛利率下降幅度较大；2019 年营业毛利率下降系 2019 年联合保理开展的资产证券化业务增多。2017~2019 年，联合保理分别实现利润总额 0.07 亿元、0.11 亿元和 0.06 亿元，净利润分别为 0.05 亿元、0.08 亿元和 0.04 亿元，盈利能力一般。2020 年 1~6 月，联合保理实现营业收入 3.67 亿元，营业毛利率为 0.72%，实现净利润 0.02 亿元。

偿债能力

偿债能力方面，2017~2019 年末及 2020 年 6 月末，联合保理有息债务总额分别为 0.72 亿元、0.00 亿元、0.00 亿元和 0.23 亿元；同期末，联合保理的资产负债率分别为 28.46%、75.90%、84.15% 和 76.24%。短期偿债能力方面，2017~2020 年 6 月末，联合保理流动比率分别为 322.94%、139.68%、117.87% 和 130.01%，流动资产对流动负债的保障能力呈逐年弱化趋势。

现金流方面，2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，联合保理经营性净现金流分别为 0.52 亿元、1.14 亿元、0.15 亿元和 0.03 亿元，现金流对债务的保障情况一般。

总体来看，联合保理业务模式清晰，风控体系较为健全，业务规模快速扩大，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一定保证，符合本专项计划对特定原始权益人/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。截至2020年6月末，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）有限公司间接持有公司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。

截至2019年末，旭辉集团资产总额2,682.49亿元，所有者权益合计636.49亿元，资产负债率为76.27%；2019年，旭辉集团实现营业收入518.06亿元，净利润89.98亿元，经营活动净现金流-46.79亿元。

截至2020年6月末，旭辉集团资产总额2,941.25亿元，所有者权益合计688.29亿元，资产负债率为76.60%；2020年1~6月，旭辉集团实现营业收入192.43亿元，净利润40.54亿元，经营活动净现金流-143.99亿元。

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。2017~2019年营业收入分别为165.97亿元、372.04亿元和518.06亿元，年复合增长率46.14%，2020年1~6月，旭辉集团实现营业收入192.43亿元，同比增长3.27%，增长放缓主要系受疫情因素影响。

表 17：旭辉集团主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.6
物业销售	150.60	340.10	477.81	169.23
物业出租	0.75	1.62	2.96	0.84
物业相关服务	14.62	30.33	37.28	22.37
合计	165.97	372.04	518.06	192.43
占比	2017	2018	2019	2020.6
物业销售	90.74	91.41	92.23	87.94
物业出租	0.45	0.44	0.57	0.44
物业相关服务	8.81	8.15	7.20	11.63
合计	100.00	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，2019年全口径签约销售金额占比达95.31%。

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 18：近年来旭辉集团房地产开发情况（万平方米）

项目	2017	2018	2019	2020.1~6
新开工面积	851.26	1,559.39	1,320.07	650.55
竣工面积	156.04	567.05	591.83	293.23
在建面积	858.59	2,265.48	2,835.51	--

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54%。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，2019年旭辉集团权益销售占比为58%，较上年有所提高，但仍处于较低水平，2019年以来旭辉集团加大了土地投资权益占比，未来将在销售上逐步体现。2019年旭辉控股签约回款率达92%，处于行业高水平。旭辉集团区域布局较稳固，在严厉调控下整体市场价格相对平稳，旭辉集团销售单价较为稳定。2020年1~6月，旭辉集团实现全口径销售金额752亿元，较去年同期下降7.73%。

表 19: 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	2017	2018	2019	2020.1-6
销售面积	464	916	1,173	472
销售金额	808	1,470	1,912	752
销售均价	1.74	1.61	1.63	1.59
结算面积	98	225	371	144
结算金额	151	340	478	169
结算均价	1.54	1.51	1.29	1.18

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¹⁴占比仍处于相对高水平, 2019年占比相对稳定; 从城市布局来看, 旭辉集团城市分布相对分散, 2019年旭辉集团销售金额共来自全国56个城市, 当年旭辉集团在26个城市销售占比超1%, 前10大城市合计占比55.75%, 前20大城市合计占比89.22%; 从区域分布来看, 长三角仍为旭辉集团主要销售区域, 2019年长三角区域销售占比超过46%, 环渤海占比超过25%, 旭辉集团加大在华南地区的布局, 未来其占比有望提高。

表 20: 2019 年以来旭辉集团全口径销售城市分布情况 (亿元)

城市	2019		2020.1-6	
	签约销售额	销售占比	签约销售额	销售占比
北京	200.91	10.51%	47.11	6.27%
杭州	146.01	7.64%	88.40	11.76%
重庆	129.84	6.79%	37.26	4.96%
温州	100.30	5.25%	51.26	6.82%
合肥	96.89	5.07%	42.56	5.66%
南京	96.15	5.03%	25.77	3.43%
上海	86.08	4.50%	17.45	2.32%
武汉	77.66	4.06%	13.45	1.79%
济南	67.41	3.53%	34.72	4.62%
沈阳	64.36	3.37%	16.48	2.19%
其他	846.59	44.25%	377.23	50.18%
合计	1,912.20	100.00%	751.69	100.00%

注: 旭辉集团其他销售城市包括苏州、嘉兴、天津、佛山、宁波、成都、广州、青岛、长沙、西安、江阴、临沂、无锡、徐州、宜兴、常州、衢州、东莞、南通、太仓、芜湖、太原、潍坊、银川、贵阳和福州等。

资料来源: 旭辉集团提供, 中诚信国际整理

¹⁴ 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。

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和结算面积均稳步增长。但由于2019年并表结转的三四线城市项目占比提高, 结转单价有所下降。

从拿地方式来看, 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, 旭辉集团目前主要的合作伙伴包括恒基中国、Hongkong Land China、万科、绿地、龙湖、首创、北辰、金地、宝龙、新城以及当代置业等开发商。2019年以来旭辉集团主动加大权益占比, 从旭辉控股整体来看, 新获取项目并表比例¹⁵增至76%, 新增土储权益比例同比增长7个百分点至65%; 此外, 旭辉控股多元化投资渠道不断扩宽, 非公开市场拿地从2018年的11%增至2019年的33%, 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, 近年来旭辉集团土地投资的城市能级偏好有所变化, 2018年投资明显向三四线下沉, 2019年随着三四线需求透支明显, 棚改政策收紧, 旭辉集团减少三四线城市投资力度。2019年旭辉控股一二线投资占比为75%; 此外, 旭辉控股不断调整产品结构, 首置首改占比不断加大, 2019年达80%, 改善占比约15%, 商业办公占比约5%。

从拿地节奏来看, 2017~2019年旭辉集团新增土地储备分别为当期销售面积的2.36倍、1.35倍、1.16倍, 拿地金额分别为当期销售金额的1.15倍、0.53倍和0.37倍, 2017年旭辉集团土地投资力度大, 其后拿地策略趋于稳健。

¹⁵ 按新增土储预计可售货值计算, 以下两段文字中数据均为旭辉控股口径。

2020年1~6月，旭辉集团加强土地投资力度，当期拿地金额为销售金额的0.54倍，权益拿地金额比例为65%。当期新获取项目分布在南昌、合肥、广州、厦门、无锡和北京等地区。

表 21：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	2017	2018	2019	2020.1~6
新增土地数量	64	70	69	26
新增土地储备建筑面积	1,097.06	1,240.00	1,355.72	456.27
新增土地储备金额	927.07	781.54	705.13	409.51
新增土地储备均价	0.85	0.63	0.52	0.90

资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

截至2020年6月末，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2,915.55万平方米，是2019年销售面积的2.49倍，权益土地储备面积1,608.71万平方米，土地储备规模适中。从城市能级分布来看，一线和二线城市占比较高，区域分布良好。从城市分布来看，旭辉集团土地储备分布在66个城市，未售货量前五大城市合计占比约34.05%，前十大城市合计占比50.01%。

表 22：截至 2020 年 6 月末旭辉集团土地储备城市分布（万平方米）

城市	土地储备（全口径）	土地储备（权益口径）
武汉	239.24	141.93
太原	230.15	80.55
重庆	215.84	85.25
长沙	173.52	84.59
青岛	133.95	84.19
合肥	117.95	73.57
成都	112.33	64.57
杭州	82.69	46.19
上海	78.25	45.50
无锡	74.20	45.78
其他	1,457.43	856.58
总计	2,915.55	1,608.71

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84.40亿元，随着物业规模的的增长和逐步成熟，2019年租金收入增至2.96亿元，2020年1~6月租金收入同比增长20%至0.84亿元。

2020年6月末旭辉集团已开业商业项目10个，

主要分布在上海、嘉兴、长沙、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。2020年6月末旭辉集团在建和拟建商业项目合计21个，2020年和2021年预计分别开业1个和6个商业项目，主要分布在上海、北京、成都和合肥等城市。

2020年5月29日，旭辉集团收购Elite Force及林氏0.77亿股永升生活服务集团有限公司（以下简称“永升生活”，1995.HK）5%的股份，对价为7.83亿元；同时Elite Force已不可撤销地及无条件委托旭辉集团行使其永升生活23.64%的投票权。相关收购和委托投票安排生效后，旭辉集团将有权行使永升生活50.12%的投票权，将其纳入合并范围。永升生活为旭辉集团实际控制人旗下的物业管理服务公司，近年来规模快速发展，截至2019年末在管物业面积同比增长62.2%至6,520万平方米，2019年收入同比增长74.5%至18.78亿元。永升生活的并入有助于双方协同效应的进一步发挥，并对旭辉集团收入形成一定补充。

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

以下分析基于公司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2017~2019年审计报告以及公司提供的未经审计的2020年半年度财务报表。2017~2019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。2019年末旭辉集团预收款项508.46亿元，为当期物业销售收入的1.06倍。由于旭辉集团非并表合作项目占比高，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。旭辉集团物业出租和项目管理及其他物业相关服务毛利率处于高水平。

表 23：近年来旭辉集团主要板块毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~6
物业销售	33.34	23.04	20.97	21.95
物业出租	61.02	75.13	80.72	81.65
物业相关服务	67.51	83.26	70.50	79.65
合计	35.93	27.55	25.55	28.92

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，旭辉集团销售费用和管理费用逐年增长，而财务费用处于很低水平。整体来看，旭辉集团期间费用控制好。

表 24：近年来旭辉集团盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.6
销售费用	4.84	9.92	16.10	6.93
管理费用（含研发费用）	10.22	13.92	23.16	10.40
财务费用	-1.37	-0.14	1.61	-0.24
期间费用合计	13.69	23.71	40.87	17.09
期间费用率(%)	8.25	6.37	7.89	8.88
经营性业务利润	32.49	53.31	67.17	33.63
资产减值损失	0.01	0.001	0.02	-0.45
公允价值变动收益	-2.88	0.85	-2.30	-0.56
投资收益	13.82	33.45	45.77	17.60
利润总额	45.87	87.17	110.60	50.04
净利润	36.37	72.45	89.98	40.54
净利润率(%)	21.91	19.47	17.37	21.07

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和投资收益构成。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，2017~2019年权益法核算的长期股权投资收益分别为13.18亿元、18.82亿元和34.94亿元，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、合并上海旭峻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1~6月，营业总收入同比增长3.27%，旭辉集团利润主要来自经营性业务利润和投资收益，其中投资收益包含合营公司结利和处置子公司获取的收益，当期净利润同比下降2.92%。

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%。具体来看，流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。存货随着并表项目增多和存量项目持续投入而增长；由于旭辉集团合作项目多，其他应收款逐年增长，在资产中占比偏高，其中2019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311.14亿元、173.73亿元和88.23亿元，此外还包括土地保证金等，不存在应收旭辉控股往来款。得益于销售回款的增长、融资规模的扩大和项目公司少数股东方的投入，旭辉集团货币资金逐年增长，但2020年6月末，由于旭辉集团加大了土地投资规模，货币资金较上年末有所下降。

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。随着商业布局的扩大，投资性房地产规模亦有所增长，主要包括嘉兴旭辉广场、旭辉杨浦商业广场和上海旭亭中心等物业。

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，预收款项随房地产销售回款的增长而逐年扩大。其他应付款随着合作项目增多而增长，其中2019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306.92亿元、148.87亿元和235.41亿元，应付旭辉控股19.09亿元。受房地产项目增多、应付工程款增加影响，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。2019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5.50%、43.88%和41.60%。2017~2019年旭辉集团未向股东派发股利，旭辉控股向股东分红金额来自旭辉集团的派发。随着旭辉集团并表合作项目的增长，少数股东权益占所有者权益的比例从2017年末的11.55%增至2020年6月末的41.09%，对权益结构稳定性产生一定影响。

表 25: 近年来旭辉集团主要资产负债表科目情况(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	209.47	270.41	420.20	351.91
存货	358.31	881.31	1,208.93	1,320.15
其他应收款	228.52	450.79	619.47	743.31
长期股权投资	51.75	98.99	161.93	206.91
投资性房地产	57.50	74.90	84.40	97.12
总资产	1,086.44	1,920.15	2,682.49	2,941.25
总债务	260.34	420.16	542.73	521.64
预收款项	219.14	424.43	508.46	649.28
应付账款	27.55	91.45	152.77	163.26
其他应付款	303.99	487.44	726.95	817.89
总负债	862.52	1,530.02	2,046.00	2,252.96
少数股东权益	25.87	128.68	264.79	282.81
所有者权益	223.92	390.13	636.49	688.29
资产负债率	79.39	79.68	76.27	76.60
净负债率	22.72	38.38	19.25	24.66

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

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，使得财务杠杆处于行业内的低水平。

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来旭辉集团流动资产规模不断上升。流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。

表 26: 近年来旭辉集团主要流动资产分析(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.6
流动资产/总资产	88.46	90.38	90.18	88.93
存货/流动资产	37.28	50.78	49.98	50.47
货币资产/流动资产	21.79	15.58	17.37	13.45
其他应收款/流动资产	23.78	25.98	25.61	28.42
(存货+货币资金)/流动资产	59.08	66.37	67.35	63.92
开发成本	320.96	821.70	1,098.17	1,231.89
开发成本/存货	89.58	93.24	90.84	93.31
开发产品	37.35	59.61	110.76	88.26
开发产品/存货	10.42	6.76	9.16	6.69

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

持续的项目投入、土地获取以及并表占比提高推动、存货规模快速增长，近三年年均复合增长率达83.68%。旭辉集团存货中开发成本占比较高；2020年6月末开发成本占存货账面价值的比重为93.31%；开发产品占比始终较低，竣工项目去化压力较小。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 27: 近年来旭辉集团周转率相关指标

	2017	2018	2019	2020.6
存货周转率(次/年)	0.39	0.43	0.37	0.22*
总资产周转率(次/年)	0.19	0.25	0.23	0.14*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：旭辉集团财务报表，中诚信国际整理

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。2017年旭辉集团补货力度大，经营活动净现金流呈净流出状态；2018年实现回正；2019年以来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。2020年6月末旭辉控股整体融资成本5.6%，较2019年末下降40个基点。旭辉集团债务期限结构合理，短期债务占比很低。

表 28: 2020年6月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	69.23%
债券	30.39%
信托借款	3.43%
综合融资成本	5.60%

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利息倍数有所下降，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趋于稳定，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。

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。

表 29：旭辉集团现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.6
经营活动净现金流	-81.87	25.55	-46.79	-143.99
销售商品、提供劳务收到的现金	258.33	490.55	640.97	363.04
投资活动净现金流	-124.18	-215.75	-183.48	-134.10
筹资活动净现金流	250.17	250.60	380.66	206.81
总债务	260.34	420.16	542.73	521.64
短期债务	74.80	79.01	85.16	79.32
EBITDA	47.24	90.15	114.45	-
总债务/EBITDA	5.51	4.66	4.74	-
EBITDA 利息倍数	2.85	2.51	2.21	-
货币资金/短期债务	2.80	3.42	4.93	4.44
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.01	0.86	0.85	0.72*
经调整 EBIT 利息倍数	3.77	3.42	3.14	-

注：带“*”指标经年化处理。

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6月末，旭辉集团及合并报表子公司取得的银行授信总额为2,044.00亿元，未使用授信余额为1,005.40亿元。

受限资产方面，截至2020年6月末，旭辉集团受限资产合计890.12亿元，以存货和投资性房地产为主，受限资产占总资产比重为30.26%。

或有负债方面，截至2020年6月末，旭辉集团对外担保金额合计180.11亿元，占期末净资产比例为27.32%，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一笔房屋买卖合同纠纷案，涉诉金额1.13亿元。

总体来看，旭辉集团保持快速增长的销售业绩

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.SZ。截至2020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2019年末，长城证券资产总额为590.96亿元，所有者权益合计173.52亿元，资产负债率为70.64%；全年实现营业收入38.99亿元，取得净利润10.15亿元。截至2020年6月末，长城证券资产总额为744.27亿元，所有者权益合计177.23亿元，资产负债率为76.19%；2020年1~6月实现营业收入30.55亿元，取得净利润6.81亿元。

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。截至2020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14家分公司、123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。

资产管理业务方面，长城证券为客户提供证券

及其他金融产品的投资管理服务，主要类型包括定向资产管理业务、专项资产管理业务和集合资产管理业务，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。2020年，长城证券资产管理业务以“提升投研能力，拓宽渠道建设”为导向，持续提升主动管理能力，推进债券型产品净值化转型，深入挖掘委外业务等合作机会，开展结构定制业务。2020年上半年，长城证券成功发行25个资产证券化项目，同时储备了多个已获批文待发行的资产证券化项目。截至2020年6月末，长城证券资产管理业务规模为1,536.47亿元，其中定向资产管理业务余额1,038.60亿元，专项资产管理业务余额435.02亿元，集合资产管理业务余额62.85亿元；2020年1~6月，长城证券资产管理业务实现手续费及佣金净收入0.62亿元。

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。

负面舆情方面，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 2020 年 6 月末，招商银行总股本 252.20 亿元，其第一大股东招商局轮船有限公司持股比例为 13.04%，招商银行无实际控制人。

截至 2020 年 6 月末，招商银行在中国境内的 130 多个城市设有 141 家分行及 1,705 家支行、1 家分行级专营机构（信用卡中心）、1 家代表处、2,943 家自助银行；在大陆设有招银金融租赁有限公司、招银理财有限责任公司和招商基金管理有限公司等子公司，以及招商信诺人寿保险有限公司和招联消费金融有限公司等合营公司；在香港拥有永隆银行有限公司和招银国际金融控股有限公司等子公司，并设有香港分行；在台北设有代表处；另在美国设有纽约分行和代表处；设有英国伦敦分行、新加坡分行、卢森堡分行、澳大利亚悉尼分行。2020 年招商银行持续完善零售电子银行渠道，截至 2020 年 6 月末其零售电子渠道综合柜面替代率 98.22%；可视化设备柜面业务分流率 94.85%。

截至 2019 年末，招商银行总资产为 74,172.40 亿元，其中贷款和垫款总额 44,906.50 亿元；负债总额 67,995.33 亿元，其中存款总额 48,444.22 亿元。2019 年招商银行实现营业收入 2,697.03 亿元，其中净利息收入 1,730.90 亿元；取得净利润 934.23 亿元。另截至 2020 年 6 月末，招商银行总资产为 80,318.26 亿元，其中贷款和垫款总额 48,517.15 亿元；负债总额为 73,928.05 亿元，其中存款总额 54,400.50 亿元。2020 年 1~6 月，招商银行实现营业收入 1,483.53 亿元，其中净利息收入 908.73 亿元；取得净利润 500.78 亿元。截至 2020 年 6 月末，招商银行资本充足率为 14.90%，一级资本充足率为 11.99%，核心一级资本充足率为 11.31%；期末不良贷款率 1.14%，拨备覆盖率为 440.81%。

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。截至 2020 年 6 月末，招商银行托管资产余额 14.56 万亿元，较上年末增长 10.05%，余额继续保持国内托管行业第二，增量居国内托管行业第一（银行业协会统计数据）；同期，招商银行实现托管费收入 21.79 亿元，同比增长 13.90%，收入规模居国内托管行业第四（银行业协会统计数据）。

风险控制及制度建设方面，招商银行遵循“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。2020 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。信用风险管理方面，招商银行执行统一的信用风险偏好，优化全生命周期信用风险管理流程，完善信用风险管理工具，全面提升风险管理能力，防范和降低信用风险损失。市场风险管理方面，招商银行根据风险治理基本原则建设并不断完善市场风险管理体系，建立市场风险识别、计量、监测、控制和报告的管理流程，覆盖

交易账户业务涉及的利率、汇率、商品等风险。操作风险管理方面，招商银行通过加强对重点领域操作风险的识别、评估和监测，从流程、制度、人员、系统入手，进一步完善操作风险管理框架和方法。流动性风险管理方面，招商银行流动性风险采取总行统筹、分行配合的模式开展管理，资产负债管理部作为全行的司库负责具体日常流动性风险管理工作。合规风险管理方面，招商银行建立了完整、有效的合规风险管理体系，由总分行风险与合规管理委员会、合规负责人、合规官、法律合规部门与分支行合规督导官组成的网状管理组织架构，及合规风险管理三道防线和双线报告机制，并通过持续完善管理体系和机制、提升管理技术，实现对合规风险的有效管控。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。

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，托管规模不断扩大，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 9 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 12 月 21 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)在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> <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</p>

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

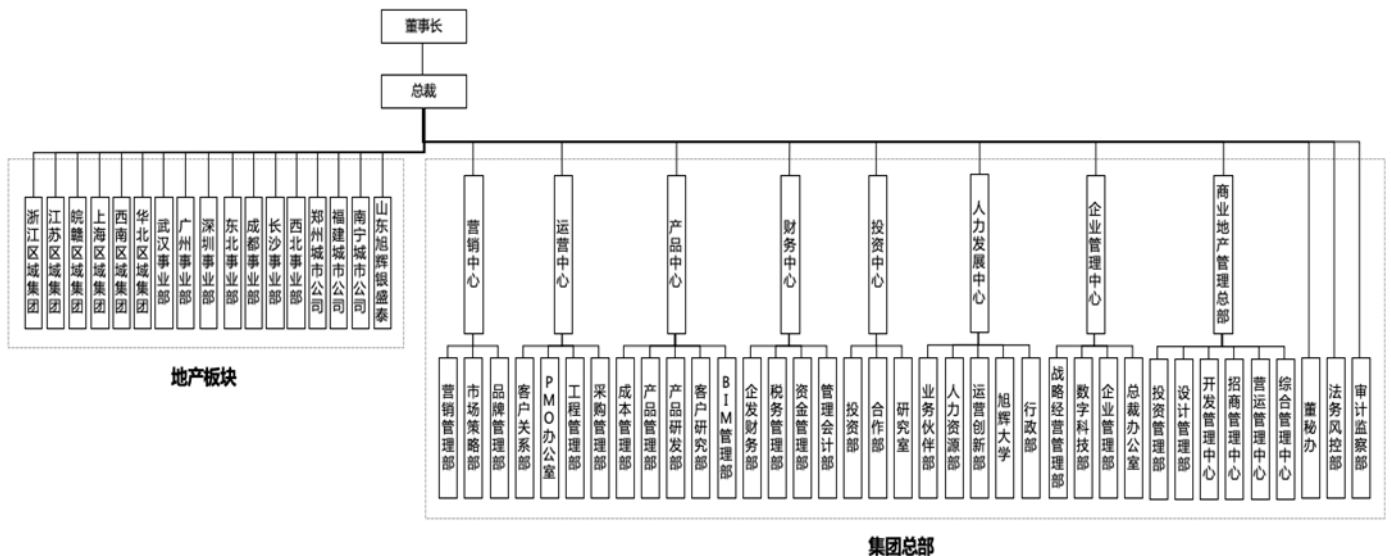
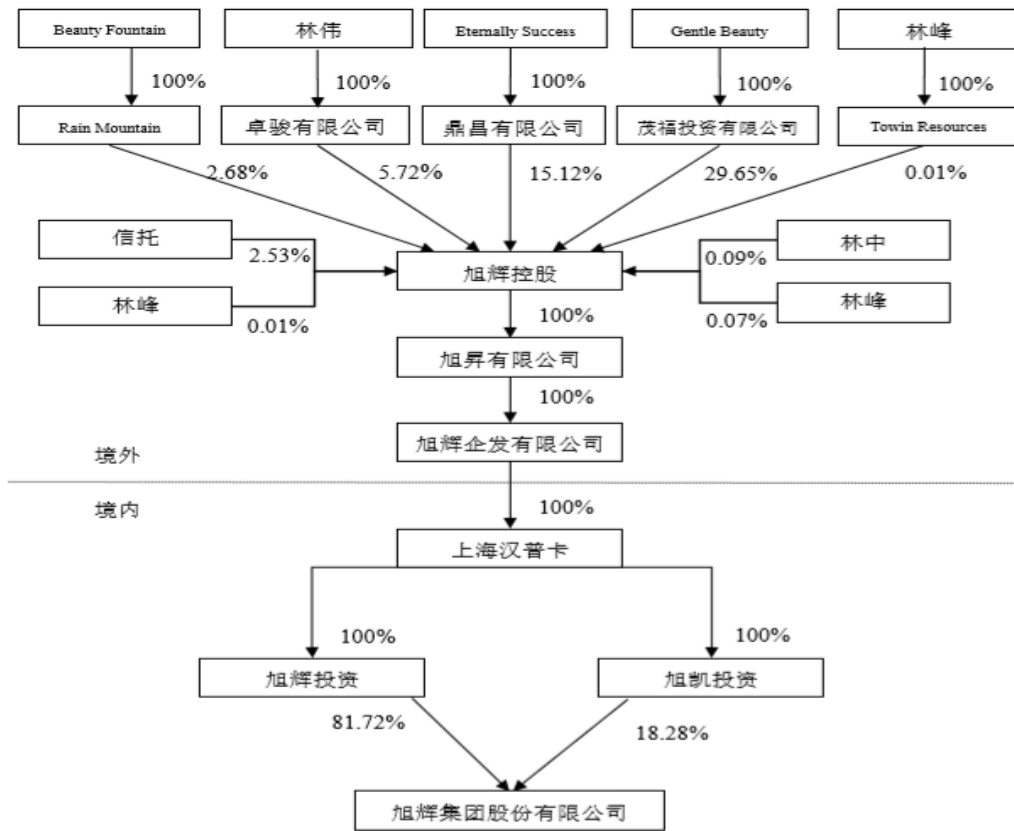
分配顺序	到期分配	清算分配
1	以现金形式支付专项计划的应缴税金（如有）	支付清算费用
2	以现金形式支付登记托管机构的兑付兑息费、资金汇划费等相关费用	交纳专项计划所欠税费（如有）
3	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益	清偿未受偿的除上述第(2)项外的其他各专项计划费用
4	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的本金	支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益（如有）
5	在到期分配时，本专项计划资金在满足第(1)至(4)项分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金（无论货币形式或其他）归次级资产支持证券持有人所有。优先级资产支持证券持有人得到足额分配前，不得向次级资产支持证券持有人分配任何收益	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图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：旭辉集团提供，中诚信国际整理

附四：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）	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	2,094,731.03	2,704,138.52	4,201,976.94	3,519,092.04
其他应收款	2,285,192.20	4,507,911.73	6,194,680.90	7,433,069.57
存货净额	3,583,119.81	8,813,146.82	12,089,268.97	13,201,516.11
长期投资	550,898.56	1,011,369.94	1,635,969.63	2,103,431.66
固定资产	6,398.90	9,755.87	10,224.29	10,852.38
在建工程	--	--	--	--
无形资产	1,596.75	2,568.68	2,115.31	2,451.34
投资性房地产	574,965.00	748,950.00	844,043.40	971,186.00
总资产	10,864,402.83	19,201,482.02	26,824,942.49	29,412,544.80
预收款项	2,191,428.22	4,244,259.05	5,084,587.28	6,492,825.96
其他应付款	3,039,880.86	4,874,403.86	7,269,544.22	8,178,879.68
短期债务	748,029.06	790,081.06	851,595.24	793,219.81
长期债务	1,855,337.80	3,411,489.44	4,575,721.40	4,423,147.21
总债务	2,603,366.86	4,201,570.51	5,427,316.64	5,216,367.02
净债务	508,635.83	1,497,431.99	1,225,339.70	1,697,274.98
总负债	8,625,216.35	15,300,176.04	20,460,022.89	22,529,617.82
费用化利息支出	11,829.08	27,097.09	35,069.15	13,856.52
资本化利息支出	153,948.88	332,765.28	481,685.98	278,209.69
所有者权益合计	2,239,186.48	3,901,305.99	6,364,919.59	6,882,926.98
营业总收入	1,659,710.89	3,720,444.20	5,180,554.56	1,924,324.30
经营性业务利润	324,871.24	533,118.33	671,666.72	336,325.87
投资收益	138,219.68	334,503.41	457,704.82	175,976.15
净利润	363,654.99	724,520.42	899,788.22	405,401.18
EBIT	470,549.03	898,801.82	1,141,053.40	--
EBITDA	472,368.38	901,456.53	1,144,502.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,583,328.55	4,905,536.57	6,409,679.19	3,630,373.22
经营活动产生现金净流量	-818,653.26	255,487.56	-467,866.29	-1,439,927.95
投资活动产生现金净流量	-1,241,758.40	-2,157,459.88	-1,834,794.58	-1,341,004.26
筹资活动产生现金净流量	2,501,682.16	2,505,980.50	3,806,641.23	2,068,094.24
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	35.93	27.55	25.55	28.92
期间费用率(%)	8.25	6.37	7.89	8.88
EBITDA 利润率(%)	28.46	24.23	22.09	--
净利润率(%)	21.91	19.47	17.37	21.07
总资产收益率(%)	5.40	5.98	4.96	--
存货周转率(X)	0.39	0.43	0.37	0.22*
资产负债率(%)	79.39	79.68	76.27	76.60
总资本化比率(%)	53.76	51.85	46.02	43.11
净负债率(%)	22.72	38.38	19.25	24.66
短期债务/总债务(%)	28.73	18.80	15.69	15.21
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.31	0.06	-0.09	-0.55*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-1.09	0.32	-0.55	-3.63*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-4.94	0.71	-0.91	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.01	0.86	0.85	0.72*
总债务/EBITDA(X)	5.51	4.66	4.74	--
EBITDA/短期债务(X)	0.63	1.14	1.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.85	2.51	2.21	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.77	3.42	3.14	--

注：上表带“*”指标经年化处理。

附五：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
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	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=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”。

附六：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。