



长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划 2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保，资料的真实性、准确性和完整性由信息提供方负责。本评级机构对本期证券不提供专业法律意见，所涉及的法律事实、法律效力或者其他法律属性的确认以律师事务所出具的法律意见书为准。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2022年跟踪评级报告

评级结果

| 证券名称 | 本次评级 | | | 上次评级 | | |
|-------|--------------|--------|-------------------|--------------|--------|-------------------|
| | 本金余额 (万元) | 金额占比 | 评级结果 | 本金余额 (万元) | 金额占比 | 评级结果 |
| 至瀚1优A | 0.00 | 0.00% | 已到期 | 14,950.00 | 33.22% | AAA _{sf} |
| 至瀚1优B | 29,950.00 | 99.67% | AA+ _{sf} | 29,950.00 | 66.56% | AA+ _{sf} |
| 至瀚1次 | 100.0 | 0.33% | 未予评级 | 100.00 | 0.22% | 未予评级 |
| 评级时间 | 2022年6月29日 | | | 2021年4月8日 | | |

交易概览

| 项目 | 内容 |
|--------------|---|
| 基础资产 | 系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人自基准日（含该日）起所享有的信托贷款债权及基于前述信托贷款债权而享有的附属担保权益 |
| 原始权益人 | 深圳市瑞雪商业保理有限公司（以下简称“瑞雪保理”） |
| 计划管理人 | 长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”） |
| 资产服务机构一/信托公司 | 云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”） |
| 资产服务机构二 | 广东华兴银行股份有限公司（以下简称“华兴银行”） |
| 托管人 | 中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）广州分行 |
| 增信措施 | 底层借款人信用水平，超额利差 |
| 初始起算日 | 2021年4月9日 |
| 计划设立日 | 2021年4月9日 |
| 法定到期日 | 2026年4月9日 |
| 跟踪期间 | 2021年4月8日-2022年6月29日 |
| 资产池跟踪基准日 | 2022年3月31日 |
| 证券跟踪基准日 | 2022年6月29日 |

联系方式

项目负责人：唐春连
tangchl@cspengyuan.com

项目组成员：高云
gaoyun@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）至瀚1优B的2022年跟踪评级结果为：至瀚1优B信用等级维持为AA+_{sf}。
- 该评级结果是考虑到跟踪期内底层资产的信用等级高，有利于降低资产池本金损失的风险，主要参与方运营稳定，尽职能力较强，能够为本交易提供良好的后续服务等正面因素。同时中证鹏元也关注到入池资产剩余贷款的债务人/行业/地区集中度进一步上升等风险因素。

优势

- **跟踪期内，底层资产的信用等级高，有利于降低资产池本金损失的风险。**截至资产池跟踪基准日，本期专项计划基础资产对应的底层资产涉及借款人共计 2 户。跟踪期内，两个借款人影子级别均为 AA+s，信用质量相对高，有利于降低底层资产本金损失风险。
- **跟踪期内，主要参与方运营稳定，尽职能力较强，能够为本交易提供良好的后续服务。**本期证券资产服务机构云南信托、华兴银行、托管银行工商银行在跟踪期内按约定进行资金的回收和划转，运营稳定，信用状况良好，为本交易提供良好的后续服务。

关注

- **入池资产剩余贷款的债务人/行业/地区集中度进一步上升，信用风险加大。**截至资产池跟踪基准日，基础资产对应的底层资产涉及借款人共计 2 户，均为广东省内的城投公司，债务人/行业/地区集中度所有上升，信用风险加大。

基础资产总体概况

| 项目 | 本次跟踪基准日 | 初始基准日 |
|---------------------|---------------|-----------------------|
| 贷款余额（亿元） | 1.00/2.00 | 1.50/1.00/2.00 |
| 本金余额合计/初始本金规模合计（亿元） | 3.00/3.00 | 4.50/4.50 |
| 固定利率本金余额占比 | 100.00% | 100.00% |
| 贷款利率（年化） | 4.91% / 5.80% | 5.00% / 4.91% / 5.80% |
| 贷款期限（天） | 720/720 | 356/720/720 |
| 贷款剩余期限（天） | 364/364 | 356/720/720 |
| 借款人信用等级 | AA+s/AA+s | AAA/AA+s/AA+s |
| 资产信用等级 | AA+s/AA+s | AAA/AA+s/AA+s |
| 债务人区域 | 广东省 | 广东省 |
| 债务人行业 | 城投公司/城投公司 | 投资控股公司/城投公司/城投公司 |

资料来源：中证鹏元整理

评级模型

评级方法和模型

公司贷款资产证券化评级方法与模型
[\(cspv_ffmx_2021V1.0\)](#)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于专项计划的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在专项计划存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、证券兑付及信用增级

本期专项计划购买的基础资产系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人自基准日（含该日）起所享有的信托贷款债权及基于前述信托贷款债权而享有的附属担保权益。

根据《长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划成立公告》，本期专项计划于2021年4月9日设立。跟踪期内，本期专项计划的交易结构未发生变化，长城证券担任计划管理人，瑞雪保理担任原始权益人，云南信托担任资产服务机构一，华兴银行担任资产服务机构二，工商银行广州分行担任托管人。

本期交易安排为，信托公司设立资金信托计划并与借款人签署《信托贷款合同》等交易文件，向借款人发放信托贷款，形成信托贷款债权。信托公司与原始权益人签署《债权转让合同》，将信托贷款债权转让给原始权益人，原始权益人成为信托贷款债权人。长城证券设立专项计划，认购人将认购资金委托给长城证券管理。原始权益人将信托贷款债权作为基础资产转让予专项计划。专项计划存续期间，借款人将还本付息资金归还至资产服务机构一的收款账户，资产服务机构一将收款账户收到的回收款全部划付至专项计划账户，实现基础资产的回款。计划管理人按照约定的顺序向优先级或次级资产支持证券持有人分配当期应分配本金和利息。

本期专项计划发行规模共计4.50亿元，分为至瀚1优A（以下简称“优先A级”）、至瀚1优B（以下简称“优先B级”）、至瀚1次（以下简称“次级”）。其中优先A级的发行规模为1.495亿元，占总发行规模的33.22%，优先B级的发行规模为2.995亿元，占总发行规模的66.56%，次级的发行规模为0.01亿元，占总发行规模的0.22%。优先A级资产支持证券的预期收益率为4.00%，优先B级资产支持证券的预期收益率为4.60%。次级不设预期收益率。优先A级资产支持证券的预期到期日为2022年4月9日；优先B级资产支持证券的预期到期日为2023年4月9日；次级预期到期日为2023年4月9日。

表1 本期资产支持证券概况（单位：万元）

| 证券名称 | 发行规模 | 利率水平 | 还本方式 | 利率类型 | 付息方式 | 预期到期日 |
|-----------|------------------|-------|--------|----------|------|----------------|
| 优先 A 级 | 14,950.00 | 4.00% | 到期还本 | 固定利率 | 按季 | 2022 年 4 月 9 日 |
| 优先 B 级 | 29,950.00 | 4.60% | 到期还本 | 固定利率 | 按季 | 2023 年 4 月 9 日 |
| 次级 | 100.00 | - | 到期一次支付 | 不设置预期收益率 | - | 2023 年 4 月 9 日 |
| 合计 | 45,000.00 | | | | | |

资料来源：《长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划说明书》、《长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划成立公告》

根据《收益分配报告》¹，跟踪期内，优先A级应还本金14,950.00万元，实际偿还本金14,950.00万元；应付利息597.85万元，实际支付利息597.85万元。优先B级无应还本金；应付利息1,377.10万元，实际支付利息1,377.10万元。无逾期兑付情况。

表2 跟踪期内资产支持证券的本息兑付情况（单位：万元）

| 证券名称 | 应还本金 | 实际 偿还本金 | 应付利息 | 实际 支付利息 | 是否存在 逾期支付 |
|-----------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| 优先 A 级 | 14,950.00 | 14,950.00 | 597.85 | 597.85 | 否 |
| 优先 B 级 | 0.00 | 0.00 | 1,377.10 | 1,377.10 | 否 |
| 次级 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 否 |
| 合计 | 14,950.00 | 14,950.00 | 1,974.95 | 1,974.95 | - |

资料来源：《收益分配公告》，中证鹏元整理

截至本期跟踪基准日，优先A级已足额兑付完毕，因此优先B级可获得来自次级0.33%的信用支持。

表3 各档证券兑付和信用增级情况（单位：万元）

| 证券名称 | 本次评级 2022年6月29日 | | | 首次评级 2021年4月8日 | | |
|--------|--------------------|--------|--------|-------------------|--------|--------|
| | 本金余额 | 金额占比 | 信用支持水平 | 本金余额 | 金额占比 | 信用支持水平 |
| 优先 A 级 | 0.00 | 0.00% | - | 14,950.00 | 33.22% | 66.78% |
| 优先 B 级 | 29,950.00 | 99.67% | 0.33% | 29,950.00 | 66.56% | 0.22% |
| 次级 | 100.0 | 0.33% | - | 100.00 | 0.22% | - |

资料来源：中证鹏元整理

根据《长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2021年度资产管理报告》（以下简称“《资产管理报告》”），2021年4月9日至2021年12月31日，未触发信用事件。

三、基础资产概况

（一）基础资产的还款表现

根据资产服务机构一收款账户流水，2021年4月9日至2022年3月31日，专项计划基础资产合计产生回收款17,374.32万元，基础资产无逾期和违约情况。总体来看，基础资产还款情况良好。截至2022年4月30日，专项计划账户余额为354.36万元。

¹ 指《长城证券股份有限公司关于长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2021年第1期（总第1期）收益分配的公告》、《长城证券股份有限公司关于长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2021年第2期（总第2期）收益分配的公告》、《长城证券股份有限公司关于长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2022年第1期（总第3期）收益分配的公告》、《长城证券股份有限公司关于长城证券-至瀚一号1期资产支持专项计划2022年第2期（总第4期）收益分配的公告》。

本期专项计划基础资产现金流回款先进入资产服务机构一收款账户，再转入专项计划账户。本专项计划仍存在如涉及法律纠纷而被查封、冻结或限制使用，或出现其他导致基础资产现金流被滞留、截留、挪用的风险。

（二）资产池概况及明细特征变动

截至本次资产池跟踪基准日，本专项计划基础资产对应的底层资产共计2笔信托贷款债权，涉及两个债务人，初始贷款总规模和剩余贷款总规模为3.00亿元，剩余期限均为364天，入池资产均为信用借款，借款人均为广东省内的城投公司。

表4 资产池总体概况变化

| 项目 | 本次跟踪基准日 | 初始基准日 |
|---------------------|------------------------------------|--|
| 贷款余额（亿元） | 1.00/2.00 | 1.50/1.00/2.00 |
| 本金余额合计/初始本金规模合计（亿元） | 3.00/3.00 | 4.50/4.50 |
| 贷款笔数 | 2 | 3 |
| 贷款户数 | 2 | 3 |
| 固定利率本金余额占比 | 100.00% | 100.00% |
| 贷款利率（年化） | 4.91% / 5.80% | 5.00% / 4.91% / 5.80% |
| 贷款期限（天） | 720/720 | 356/720/720 |
| 贷款剩余期限（天） | 364/364 | 356/720/720 |
| 借款人信用等级 | AA+ _s /AA+ _s | AAA _s /AA+ _s /AA+ _s |
| 资产信用等级 | AA+ _s /AA+ _s | AAA _s /AA+ _s /AA+ _s |
| 债务人区域 | 广东省 | 广东省 |
| 债务人行业 | 城投公司/城投公司 | 投资控股公司/城投公司/城投公司 |

资料来源：中证鹏元整理

截至本次资产池跟踪基准日，本期专项基础资产对应的底层资产包含2笔信托贷款债权，涉及2个债务人，分别为借款人1、借款人2。两个借款人影子级别均为AA+_s。

表5 底层资产贷款基本情况

| 资产编号 | 借款人名称 | 本金余额（亿元） | 占比 | 利率 | 增信方式 | 剩余期限（天） | 还本付息方式 |
|------|-------|----------|---------|-------|------|---------|------------|
| 1 | 借款人1 | 1.00 | 33.33% | 4.91% | 无 | 364 | 按季度付息，到期还本 |
| 2 | 借款人2 | 2.00 | 66.67% | 5.80% | 无 | 364 | |
| 合计 | - | 3.00 | 100.00% | - | - | - | - |

资料来源：中证鹏元整理

表6 底层资产债务人基本情况

| 借款人编号 | 借款人名称 | 级别/影子级别 | 所在行业 | 所在地域 | 城投级别 |
|-------|-------|------------------|------|--------|------|
| 1 | 借款人1 | AA+ _s | 城投公司 | 广东省广州市 | 市级 |
| 2 | 借款人2 | AA+ _s | 城投公司 | 广东省珠海市 | 市级 |

资料来源：中证鹏元整理

2021年广州市经济增速回升，经济整体发展水平良好

2021年广州市经济总量增速反弹，当年全市实现地区生产总值28,231.97亿元，同比增长8.1%，增速

较上年增加5.4个百分点。2021年广州市人均GDP150,366元，远高于全国人均GDP水平，整体发展经济发展水平良好。广州市工业基础较雄厚、第三产业发达，形成了以汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业为主的三大支柱产业，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显。2021年广州市三次产业结构为1.09:27.35:71.56。

广州市固定资产投资继续增加，2021年增速为11.7%。分产业看，2021年制造业投资同比增长11.9%，高技术制造业投资占制造业投资的比重为41.5%，其中航空航天及设备制造业、电子及通信设备制造投资、计算机及办公设备制造业、医药制造业投资增速较快；房地产开发投资增速有所波动。社会消费品零售总额、进出口总额增速由负转正。

2021年，广州全市一般公共预算收入1,842亿元，同比增长7%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为61.62%。

表7 2020-2021年广州市主要经济指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值 | 28,231.97 | 8.1% | 25,019.11 | 2.7% |
| 固定资产投资 | - | 11.7% | - | 10.0% |
| 社会消费品零售总额 | 10,122.56 | 9.8% | 9,218.66 | -3.5% |
| 进出口总额 | 10,825.88 | 13.5% | 9,530.06 | -4.8% |
| 地方人均GDP（元） | | 150,366 | | 133,960 |
| 地区人均GDP/全国人均GDP | | 185.69% | | 184.91% |

注：标“-”数据未公开披露；2020年地区人均GDP按照第七次人口普查常住人口数据1,867.66万人计算。

资料来源：2020-2021年广州市国民经济和社会发展统计公报、广州市人民政府网站，中证鹏元整理

2021年珠海市经济增速回升，经济整体发展水平较高

2021年珠海市经济总量增速回升，当年全市实现地区生产总值3,881.75亿元，同比增长6.9%，增速较上年上升3.9个百分点。2021年三次产业的比例为1.4:41.9:56.7，第二、三产业增加值对地区生产总值增长的贡献率分别为38.86%、59.65%，第三产业拉动经济占比有所增加，产业结构持续优化。2021年珠海市完成固定资产投资比上年下降3.1%，其中基础设施投资下降28.4%，占固定资产投资比重15.6%，房地产开发投资比上年增长8.0%。珠海市社会消费品零售总额在经历2020年疫情影响负增长后迅速恢复至两位数增长，进出口总额快速增长，对经济增长拉动较强。近年珠海市人均地区生产总值远超过全国人均GDP，经济发展水平较高。

2021年珠海市一般公共预算收入448.22亿元，同比增长18.2%。其中税收收入占一般公共预算收入比重为70.08%；2021年珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为56.91%。

表8 2020-2021年珠海市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------|----------|-------|----------|-------|
| | 金额 | 增长 | 金额 | 增长 |
| 地区生产总值 | 3,881.75 | 6.9% | 3,481.94 | 3.0% |
| 固定资产投资 | - | -3.1% | 2,230.41 | 13.1% |
| 社会消费品零售总额 | 1,048.24 | 13.8% | 921.26 | -7.5% |
| 进出口总额 | 3,320.08 | 21.5% | 2,730.57 | -6.1% |

| | | |
|-----------------|---------|---------|
| 人均 GDP (万元) | 157,366 | 145,645 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 196.34% | 201.04% |

注：1、“-”数据未公告；2、2021 年人均 GDP=2021 年地区生产总值/2021 年末常住人口数。

资料来源：2020-2021 年珠海市国民经济和社会发展统计公报、政府网站及公开资料，中证鹏元整理

(三) 债务人分析

1、借款人1

截至2021年末，借款人1注册资本和实收资本仍为26.00亿元，注册资本和实收资本均未发生变化。2021年，广州经济技术开发区管理委员会将10%股权划转至广东省财政厅。2021年末，控股股东及实际控制人仍为开发区管委会，持股比例90.00%，广东省财政厅持股10.00%。

借款人1仍是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。跟踪期内，借款人1营业收入仍主要来自工程建设板块、大宗贸易板块、服务板块和其他业务板块。2021年，借款人1实现收入233.05亿元，同比增长58.21%。2021年，借款人1新增铜加工业务，由收购取得的台一铜业（广州）有限公司和科城精铜（广州）有限公司负责经营。此外，借款人1 2021年新收购广州峻森投资有限公司，增加房地产开发业务收入。大宗贸易板块收入占比最高，但毛利率较低，工程建设板块及服务板块毛利率相对较高。2021年借款人1销售毛利率为12.22%，同比有所下降。

表9 借款人1 营业收入及毛利率构成（单位：万元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|------------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 1.工程建设板块： | | | | |
| 三旧改造前期服务收入 | 123,024.92 | 53.76% | 142,410.91 | 98.84% |
| 工程建设收入 | 253,497.71 | 16.90% | 52,432.24 | 29.61% |
| 一级土地开发收入 | 20,205.71 | 6.33% | 14,123.78 | 9.79% |
| 2.大宗贸易板块： | | | | |
| 大宗贸易收入 | 938,660.73 | 1.57% | 1,026,129.88 | 1.21% |
| 3.服务板块： | | | | |
| 保安服务收入 | 0.00 | - | 36,333.63 | 20.99% |
| 租金收入 | 38,486.28 | 72.85% | 23,218.81 | 0.96% |
| 污水污泥处理收入 | 26,645.45 | 31.21% | 22,997.18 | 29.32% |
| 咨询服务收入 | 16,752.18 | 66.76% | 19,081.56 | 55.68% |
| 管道养护服务收入 | 17,155.03 | 15.45% | 15,229.70 | 15.29% |
| 酒店服务收入 | 5,159.03 | -50.03% | 3,150.10 | 54.67% |
| 物业管理收入 | 4,170.93 | 42.81% | 562.41 | 115.96% |
| 水、电供应收入 | 969.04 | 20.47% | 961.48 | 13.52% |
| 4.其他业务板块： | | | | |
| 家具销售收入 | 70,269.87 | 36.39% | 77,391.87 | 12.58% |
| 融资租赁业务收入 | 32,922.83 | 53.60% | 12,288.42 | 21.92% |
| 房地产开发收入 | 105,787.61 | 46.06% | 110.56 | 45.27% |
| 铜制品生产销售收入 | 647,065.65 | 0.90% | 0.00 | - |
| 其他商品销售收入 | 15,473.20 | 36.69% | 0.00 | - |
| 信息技术服务收入 | 8,160.70 | 35.07% | 0.00 | - |
| 主营业务小计 | 2,324,406.87 | 12.08% | 1,446,422.53 | 14.61% |

| | | | | |
|----------------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| 资金占用费收入 | 0.00 | - | 24,758.15 | 100.00% |
| 合作经营分成收入/联合 宣传推广费 | 2,600.00 | 100.00% | 0.00 | - |
| 其他收入 | 3,462.29 | 39.16% | 1,814.57 | 64.33% |
| 其他业务小计 | 6,062.29 | 65.25% | 26,572.72 | 97.56% |
| 合计 | 2,330,469.16 | 12.22% | 1,472,995.25 | 16.10% |

资料来源：借款人1 2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

以下分析基于借款人1提供的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年、2021年审计报告。

2021年末，借款人1资产为1,126.64亿元，同比增加108.11%。资产以非流动资产为主，截至2021年末，非流动资产占总资产比例为62.87%。

流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货。2021年末，借款人1货币资金余额为75.20亿元，其中受限资金金额为16.58亿元。2021年末，应收账款账面价值为50.55亿元，主要为应收知识城（广州）投资集团有限公司、广亚铝业由公司及其子公司等款项。2021年末，其他应收款账面价值为161.12亿元，占年末总资产的14.30%，账龄主要在两年以内，款项性质为代垫款、管理方借款等。2021年末，存货账面价值为64.81亿元，主要为库存商品和三旧改造前期服务成本。

非流动资产主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产、其他非流动资产。2021年末，借款人1长期股权投资71.79亿元，均为对联营企业投资。2021年末，借款人1投资性房地产193.03亿元，均为房屋、建筑物。2021年末，借款人1其他非流动资产余额为224.13亿元，占总资产的19.89%，主要为预付股权投资款、预付购地款。

截至2021年末，借款人1受限资产合计225.84亿元，占期末总资产的比重为19.11%，总体来看，借款人1资产流动性较弱。

盈利情况方面，2021年借款人1实现营业收入233.26亿元。毛利率方面，2021年借款人1综合毛利率为12.22%。2021年借款人1实现利润总额11.31亿元。

2021年，借款人1收现比为1.09。2021年，经营活动产生的现金流量净额为-52.17亿元，呈净流出状态，投资活动产生的现金流量净额为-302.03亿元，筹资活动产生的现金流量净额为379.87亿元。

负债方面，2021年末，短期借款为118.61亿元，同比增加94.33%，借款类型以信用、保证借款为主。2021年末，应付账款余额为36.47亿元。其他流动负债主要为债权融资计划，2021年末余额为65.12亿元。2021年末，长期借款余额为203.74亿元，同比增加105.23%。2021年末，应付债券余额为147.86亿元，同比大幅增加207.07%。偿债指标方面，2021年，借款人1实现EBITDA38.48亿元，同期EBITDA利息保障倍数为1.53，EBITDA利息保障倍数有所下降。根据借款人1提供的信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月6日），借款人1本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

表10 借款人1主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 |
|-----|----------|--------|
| 总资产 | 1,126.64 | 541.36 |

| | | |
|---------------|---------|---------|
| 所有者权益 | 320.17 | 167.42 |
| 总债务 | 760.46 | 376.08 |
| 资产负债率 | 71.58% | 69.07% |
| 现金短期债务比 | 0.30 | 0.45 |
| 营业收入 | 233.05 | 147.30 |
| 其他收益 | 0.39 | 0.40 |
| 利润总额 | 11.31 | 8.29 |
| 销售毛利率 | 12.22% | 16.10% |
| EBITDA | 38.48 | 25.47 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.53 | 1.72 |
| 经营活动现金流净额 | -52.17 | -34.54 |
| 收现比 | 109.28% | 111.78% |

资料来源：借款人 1 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2、借款人2

截至2021年末，借款人2注册资本和实收资本仍为12.28亿元，注册资本和实收资本均未发生变化，股东仍为珠海城发投资控股有限公司，实际控制人仍为珠海市国资委。

跟踪期内，借款人2业务主要分为装饰工程、航空产业、工程代建、贸易业务、供应链业务等。2021年，借款人2营业收入为94.54亿元，同比增加23.09%。2021年，借款人2毛利率下降明显，主要系装饰工程及工程代建业务毛利率下降。

表11 2020-2021 年借款人 2 收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 装饰工程 | 448,603.22 | 12.92% | 544,938.46 | 16.00% |
| 航空产业 | 22,053.91 | -42.44% | 2,489.48 | -416.80% |
| 工程代建 | 11,539.44 | -836.03% | 8,554.45 | 31.86% |
| 贸易业务 | 424,996.19 | 0.05% | 200,880.26 | 0.14% |
| 供应链 | 23,844.34 | 2.61% | 0.00 | - |
| 商品房销售 | 0.00 | - | 35.26 | 100.00% |
| 其他业务 | 14,379.63 | 29.70% | 11,144.66 | 39.16% |
| 合计 | 945,416.73 | -4.52% | 768,042.57 | 10.96% |

资料来源：借款人 2 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

以下分析基于大华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计并出具标准无保留意见的2020年、2021年度审计报告。

2021年末，借款人2资产总额为309.04亿元，较上年末增长2.77%。其中，流动资产占资产总额的49.90%。2021年末，借款人2货币资金为48.17亿元，占资产总额的15.59%，其中有17.99亿元受限资金，受限比例为37.36%，为保证金、冻结资金、定期存单质押。2021年末，借款人2应收账款账面价值为38.80亿元，较上年末下降33.03%。2021年末，借款人2存货余额为12.40亿元，主要为开发成本、开发产品、原材料等。2021年末，借款人2合同资产为40.76亿元，占总资产比重为13.19%。

截至2021年末，借款人2固定资产为24.58亿元，占资产总额的7.95%。其中未办妥产权证书的固定资产19.66亿元，主要系房屋及由于建筑物因权证办理手续未完成或历史遗留问题。2021年末，借款人2无形资产为49.12亿元，占资产总额的15.89%。主要为土地使用权。未办妥产权证书的土地使用权5.36亿元，主要系土地由政府先收后返所致。2021年末，未办妥产权证书的资产价值合计25.76亿元，占净资产比重为36.68%，占比较高。

2021年借款人2经营活动现金流入34.90亿元，同比大幅增加，主要系销售商品、提供劳务收到现金大幅增加。2021年借款人2投资活动现金净流入-33.73亿元，继续呈净流出，主要系购建长期资产及投资流出现金规模较大。2021年，借款人2偿还债务现金增加，导致筹资活动产生的现金净额下降。2021年，其他收益为15.84亿元，其中15.83亿元为政府补助。2021年借款人2现金收入比为150.76%，收入实现质量较高。2021年，借款人2 EBITDA为-9.19亿元，盈利情况较弱，EBITDA利息保障倍数为-0.97，现金短期债务比较低，债务压力较大。根据借款人2提供的信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月18日），借款人2本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

表12 借款人 2 主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|---------|--------|
| 总资产 | 309.04 | 300.71 |
| 所有者权益 | 70.23 | 79.10 |
| 资产负债率 | 77.27% | 73.70% |
| 现金短期债务比 | 0.79 | 0.76 |
| 营业收入 | 94.54 | 76.80 |
| 其他收益 | 15.84 | 0.47 |
| 利润总额 | -19.47 | -1.93 |
| 销售毛利率 | -4.52% | 10.96% |
| EBITDA | -9.19 | 3.60 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -0.97 | 1.03 |
| 经营活动现金流净额 | 34.90 | 2.49 |
| 收现比 | 150.76% | 82.88% |

资料来源：借款人 2 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、量化分析

依据本期专项计划基础资产和交易结构的特点，中证鹏元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，基础资产产生的现金流对优先级证券应付本息及当前应付税费的覆盖程度。

基于本期专项计划的账户设置、现金流支付机制、基础资产及借款人的信用风险特征等，中证鹏元对本期专项计划存续期内现金流状况分别进行了现金流分析。正常情况下，基础资产预计现金净流入对优先级证券预计本息覆盖倍数均大于1.00倍，预计现金净流入对优先级本息的保障情况良好。

表13 正常情况下优先级预计本息覆盖情况（单位：万元）

| 项目 | 基础资产现 金流入 | 相关 税费 | 基础资产预计 现金净流入 | 应付 利息 | 应付 本金 | 应付 本息和 | 覆盖倍数 |
|----|--------------|----------|-----------------|----------|----------|-----------|------|
|----|--------------|----------|-----------------|----------|----------|-----------|------|

| | | | | | | | |
|-----------|------------------|--------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|--------|
| 第 5 个兑付日 | 421.92 | 21.80 | 400.12 | 343.48 | 0.00 | 343.48 | 1.1649 |
| 第 6 个兑付日 | 385.23 | 20.64 | 364.59 | 347.26 | 0.00 | 347.26 | 1.0499 |
| 第 7 个兑付日 | 444.85 | 22.58 | 422.27 | 347.26 | 0.00 | 347.26 | 1.2160 |
| 第 8 个兑付日 | 30,417.34 | 21.62 | 30,395.72 | 339.71 | 29950.00 | 30,289.71 | 1.0035 |
| 合计 | 31,669.34 | 86.64 | 31,582.70 | 1,377.70 | 29,950.00 | 31,327.70 | - |

注：1、相关税费包括增值税及附加、管理费、托管费、其他固定费用。

2、覆盖倍数= 预计现金净流入/（优先级证券）应付本金和。

资料来源：中证鹏元整理

五、主要参与方分析

（一）原始权益人

跟踪期内，原始权益人仍为瑞雪保理。截至2021年末，瑞雪保理注册资本、实收资本及股权结构未发生变化，注册资本和实收资本仍为5,000万元，由德汇融资租赁有限公司（以下简称“德汇租赁”）持股60%，上海贝服投资管理合作企业（有限公司）持股40%。截至2021年末，瑞雪保理总资产1.15亿元，较2020年末上涨131.78%；2021年末净资产0.50亿元，较2020年末增长1.92%。2021年瑞雪保理实现营业收入320.61万元，经营性现金流净额为200.29万元。

跟踪期内，瑞雪保理运营稳定，履约能力保持稳定，但瑞雪保理业务规模较小，实力一般，中证鹏元将持续关注其在本专项计划持续期的履约能力。

（二）其他参与方

截至证券跟踪基准日，本期专项计划的资产服务机构、计划管理人、托管人并未发生变动，资产服务机构一仍为云南信托，资产服务机构二仍为华兴银行，计划管理人仍为长城证券，托管人仍为工商银行广州分行，云南信托、华兴银行、长城证券和工商银行运营稳定，履约能力保持稳定，仍能为本期专项计划正常运行提供保障。

六、增信措施分析

1. 底层资产信用支持

截至资产池跟踪日，本专项计划基础资产由两笔信托贷款债权构成，所涉及的两个债务人影子评级均为AA_s，信用质量相很高，有利于降低资产池本金损失风险。

2. 超额利差

截至资产池跟踪日，本期专项计划入池资产加权平均利率水平为5.50%，参考本期专项计划的发行利率，基础资产的利率存在一定的超额利差，能缓释部分流动性风险。

七、评级结论

考虑到跟踪期内底层资产的信用等级高，有利于降低资产池本金损失的风险，主要参与方运营稳定，尽职能力较强，能够为本交易提供良好的后续服务等正面因素。同时中证鹏元也关注到入池资产剩余贷款的债务人/行业/地区集中度进一步上升等风险因素。

综上，中证鹏元对本期专项计划优先级资产支持证券跟踪评级结果为：至瀚01优B的评级结果维持为AA₊sf。

附录一 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|-------------------------------------|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA / 营业收入 × 100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) / 流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

附录二 信用等级符号及定义

一、结构融资产品信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-------------------------|------------------------|
| AAA_{sf} | 结构融资产品本息保障程度极高，违约风险极低。 |
| AA_{sf} | 结构融资产品本息保障程度很高，违约风险很低。 |
| A_{sf} | 结构融资产品本息保障程度较高，违约风险较低。 |
| BBB_{sf} | 结构融资产品本息保障程度一般，违约风险一般。 |
| BB_{sf} | 结构融资产品本息保障程度较低，违约风险较高。 |
| B_{sf} | 结构融资产品本息保障程度很低，违约风险很高。 |
| CCC_{sf} | 结构融资产品本息保障程度极低，违约风险极高。 |
| CC_{sf} | 结构融资产品本息偿付难以得到保障。 |
| C_{sf} | 结构融资产品出现违约，且本息部分或全部损失。 |

注：除 AAA_{sf}级，CCC_{sf}级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：1、除 AAA 级，CCC 级（含）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。

2、如为结构融资产品影子评级，则需在各等级符号右下角标注“s”，如 AAA_s。。