

# 联合资信评估有限公司

## 承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一七年十二月二十日



# 信用等级公告

联合[2017] 2819 号

联合资信评估有限公司通过对“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定

前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款  
资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年十二月二十日



# 前海结算2017年度第一期碧桂园供应链应付账款 资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
资产支持票据	92800.00	100.00	AAA <sub>sf</sub>
总计	92800.00	100.00	—

## 交易概览

载体形式：信托型资产支持票据  
基础资产：债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益  
委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：前海结算商业保理（深圳）有限公司  
受托人/发行载体管理人：五矿国际信托有限公司  
资金保管银行：浙商银行股份有限公司北京分行  
牵头主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司  
联席主承销商：浙商银行股份有限公司  
直接债务人：碧桂园控股有限公司下属公司  
共同债务人：碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司

## 评级时间

2017年12月20日

## 分析师

屈晓灿 王放 李泽

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 评级观点

联合资信评估有限公司对“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据信托”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，在对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，确定“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据信托”项下资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

上述资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于信托终止日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

## 优势

1. 本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利。
2. 本交易共同债务人为碧桂园控股有限公司和碧桂园地产集团有限公司，联合资信给予其主体信用等级分别为 AAA 和 AAA<sub>pi</sub><sup>1</sup>，信用水平极高，从而本交易基础资产信用质量良好，面临的违约风险极低。

## 关注及缓释

1. 本交易共同债务人之一碧桂园控股有限公司是外国企业法人，根据其注册地法律，由碧桂园控股出具的《付款确认书》涉及境外主体的债务加入问题，因国家外汇管理部门对其债务加入行为在外汇法规上的定性问题可能存在实操层面的障碍，或将

<sup>1</sup>对于主动评级，即主要依据公开信息所做出的评级，联合资信在相应信用等级后加“pi”以示区别。

影响《付款通知书》的可执行性。

风险缓释：本交易所涉直接债务人全部为碧桂园控股下属公司，且共同债务人中碧桂园地产是碧桂园控股在国内主要的运营主体，从碧桂园整体运作角度来看，加之碧桂园控股及碧桂园地产良好的信用水平，因碧桂园控股无法履行其作为共同债务人付款承诺而导致应收账款债权无法按时实现，进而导致资产支持票据无法正常兑付的可能性极小。

2. 本交易入池资产全部是无利息收入的应收账款，且资产支持票据发行利率尚不确定，存在一定的利率风险。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为99004.73万元，资产支持票据发行规模为92800.00万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在票据发行利率不超过6.60%的情况下资产池回收款可以覆盖票据端本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

3. 本交易基础资产债务人均为房地产企业，我国房地产行业目前属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。

风险缓释：碧桂园控股及碧桂园地产是国内房地产行业的龙头企业，经营管理情况良好，财务实力雄厚，并拥有极高的主体信用级别，违约风险极低。此外，联合资信将对房地产行业政策以及行业发展情况保持持续关注。

## 声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构前海结算商业保理（深圳）有限公司和受托人五矿国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与前海结算商业保理（深圳）有限公司/五矿国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与前海结算商业保理（深圳）有限公司/五矿国际信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因前海结算商业保理（深圳）有限公司/五矿国际信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信用评级结果的有效期为“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据信托”资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先档资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构前海结算商业保理（深圳）有限公司（以下简称“前海结算”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）并设立“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据信托”，五矿信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据，投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信

托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：前海结算商业保理（深圳）有限公司
受托人/发行载体管理人：五矿国际信托有限公司
资金保管银行：浙商银行股份有限公司北京分行
牵头主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司
联席主承销商：浙商银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：北京市君泽君（广州）律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
直接债务人：碧桂园控股有限公司下属公司
共同债务人：碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司

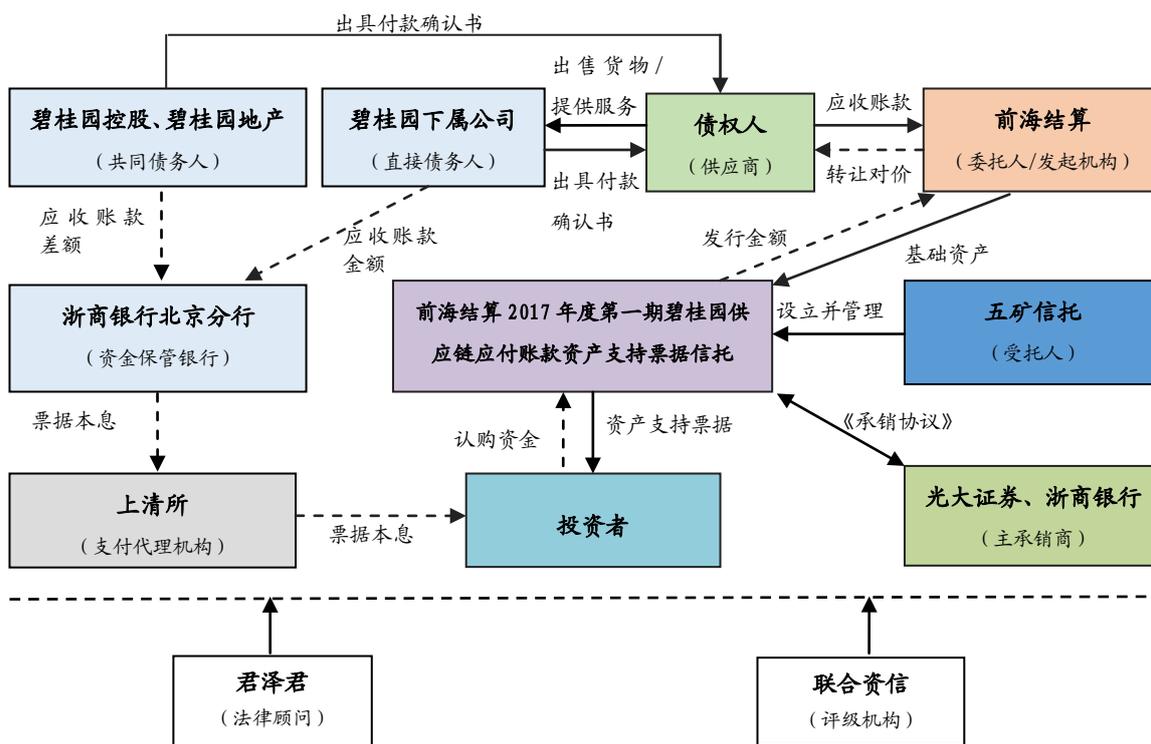


图 1 交易安排

### 2. 资产支持票据

本交易共设置一档资产支持票据（以下简称“票据”），票据采用固定利率，票面利率

根据簿记建档结果确定，预计存续期限为364天，还本付息方式为到期一次性还本付息。

表 2 资产支持票据概况

名称	信用级别	金额 (万元)	占比 (%)	还本付息方式	利率类型	预计存续期限 (天)
资产支持票据	AAA <sub>sf</sub>	92800.00	100.00	到期一次性还本付息	固定利率	364

### 3. 基础资产

本交易基础资产为债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益。为资产支持票据信托之目的，发起机构对债权人享有的、要求债权人履行争议应收账款债权回购义务的请求权也一并信托予受托机构。

根据本交易约定，每一笔目标应收账款债权必须在信托生效日、信托财产交付日满足以下要求：(1)债权人及债务人均系根据适用法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；但碧桂园控股属外国法人不受此限。(2)碧桂园控股系根据其注册地法律合法设立并有效存续的主体。(3)基础交易合同项下债权人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）。(4)债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与债务人双方订立的基础交易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，债权人在向保理商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。(5)保理商已根据《保理合同》的约定自行或委托第三方向债权人支付该笔应收账款转让对价。(6)债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且债务人碧桂园下属公司、碧桂园控股和碧桂园地产已向债权人出具《付款确认书》确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效。(7)债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不

限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利)。(8)保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与债权人双方签署的《保理合同》及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，保理商向债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权。(9)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但保理商因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外。(10)基础交易合同及适用法律未对债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。(11)《保理合同》及适用法律未对保理商受让该笔应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在《保理合同》对保理商再行转让该笔债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。(12)债权人、保理商已将该笔应收账款债权转让予保理商并最终将由保理商信托予本信托的事宜向碧桂园下属公司及碧桂园控股和碧桂园地产发出书面通知并已取得碧桂园下属公司及碧桂园控股和碧桂园地产出具的书面回执。

截至本报告出具日，资产池概况如下：

表 3 资产池概况

应收账款余额总计 (万元)	99004.73
应收账款笔数 (笔)	177
直接债务人户数 (户)	107
单笔应收账款最小余额 (万元)	7.04
单笔应收账款最大余额 (万元)	3103.85

## 二、基础资产分析

本交易基础资产为债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益。截至本报告出具日，入池资产共计 177 笔，涉及 107 户直接债务人，应收账款余额共计 99004.73 万元。

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款均为工程款。入池应收账款直接债务人、共同债务人对每笔应收账款均出具了《付款确认书》确认付款义务。

从应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及 107 户碧桂园控股旗下的项目公司作为直接债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 3103.85 万元，占比 3.14%。占比较大的前五家债务人应收账款余额共计 29800.14 万元，占比 30.10%，债务人集中度较低。具体分布见表 4。

表 4 资产池前五大直接债务人  
单位：笔/万元/%

直接债务人	笔数	应收账款余额	占比
陕西省建秦房地产开发有限公司	6	11467.35	11.58
全椒奥晟置业有限公司	3	5613.80	5.67
滁州豪信置业有限公司	2	4691.33	4.74
东莞市企石金地碧桂园房地产开发有限公司	2	4672.28	4.72
苏州新太阳置业有限公司	9	3355.37	3.39
<b>合计</b>	<b>22</b>	<b>29800.14</b>	<b>30.10</b>

从直接债务人所在地区分布情况来看，直接债务人分布在 20 个省份或直辖市，应收账款余额占比最高的三个地区为安徽、陕西和浙江，合计占比 48.75%，应收账款地区集中度较高。具体分布见表 5。

表 5 资产池直接债务人所在地区分布  
单位：笔/万元/%

直接债务人所在地区	笔数	应收账款余额	占比
安徽	29	20670.52	20.88
陕西	8	14876.78	15.03
浙江	26	12719.91	12.85
江苏	9	9211.77	9.30
广东	15	7858.03	7.94
甘肃	9	5032.11	5.08
河北	7	4217.98	4.26
北京	4	3758.13	3.80
湖南	13	3716.75	3.75
广西	9	3415.70	3.45
河南	5	3307.17	3.34
湖北	13	2652.10	2.68
四川	9	2565.64	2.59
海南	4	2208.63	2.23
黑龙江	3	1352.06	1.37
福建	1	386.60	0.39
贵州	10	374.61	0.38
重庆	1	289.93	0.29
内蒙古	1	256.66	0.26
江西	1	133.64	0.13
<b>合计</b>	<b>177</b>	<b>99004.73</b>	<b>100.00</b>

## 三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转  
在信托生效日之前，受托人五矿信托应根

据《资金保管协议》的约定在资金保管银行开立一个独立的人民币资金账户，作为本信托的

信托账户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

在信托存续期内的任一日，如触发回购或赎回事件，债权人或委托人将回购价款或赎回价款付至信托账户；资产服务机构前海结算在应收账款债权到期日前一个月、10天、5天分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其按《付款确认书》中确定的时间将足额的债权回收款项直接付至信托账户。碧桂园下属公司应在应收账款债权到期日的前一个工作日向信托账户支付等额于该笔应收账款债权本金的资金。若碧桂园下属公司未将全部应收账款划付至信托账户，则共同债务人碧桂园控股及/或碧桂园地产应在应收账款债权到期日前向信托账户划付等额于碧桂园下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金之和的资金。

## 2. 现金流支付机制

在信托存续期间，受托人根据基础资产现金流回收情况，按照下列顺序和金额进行信托利益分配：(a)以现金形式缴纳到期应纳的信托税费(如有)；(b)以现金形式支付登记托管机构、支付代理机构收取的资产支持票据登记、票据收益支付等相关手续费用；(c)以现金形式支付到期应付的管理费(如有)、资金保管费及其他应付信托费用；(d)以现金形式，向各资产支持票据持有人分配资产支持票据的当期预期收益；(e)以现金形式，向各资产支持票据持有人分配资产支持票据的本金。

在期间分配时，信托账户内剩余的信托资金将留存于信托账户，待信托进入清算程序后进行分配。

经清算的剩余信托财产按下列顺序分配(同一分配顺序下如有不足，则按比例分配)：(a)支付清算费用；(b)缴纳到期应纳的信托税费；(c)支付到期应付的信托费用(除上述a项所列费用外)；(d)支付存续资产支持票据持有人的当期预期收益；(e)支付存续资产支持票据持

持有人的未偿投资本金，直至支付资产支持票据的未偿投资本金全部支付完毕；(f)如经清算的信托财产在满足上述(a)-(e)项分配后仍有剩余的，剩余信托财产全部支付给资产服务机构作为其浮动服务费。

## 3. 交易结构风险分析

### (1) 共同债务人可执行性风险

根据交易结构安排，若碧桂园下属公司未将全部应收账款划付至信托账户，共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产应向信托账户划付等额于碧桂园下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金之和的资金。碧桂园控股是外国企业法人，根据其注册地法律出具的《付款确认书》涉及境外主体的债务加入问题，因国家外汇管理部门对其债务加入行为在外汇法规上的定性问题可能存在实操层面的障碍，将会影响《付款确认书》的可执行性，当碧桂园下属公司无法偿还应收账款，碧桂园控股作为共同债务人的付款行为在实际操作中可能面临一定障碍，从而导致本交易面临无法按时实现应收账款债权的风险。

考虑到本交易所涉直接债务人全部为碧桂园控股下属公司，且共同债务人中碧桂园地产是碧桂园控股在国内主要的运营主体，从碧桂园整体运作角度来看，加之碧桂园控股及碧桂园地产良好的信用水平，因碧桂园控股无法履行其作为共同债务人付款承诺而导致应收账款债权无法按时实现，进而导致资产支持票据无法正常兑付的可能性极小。

### (2) 利率风险

本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖票据本金及利息的风险。

本交易资产池应收账款余额为99004.73万元，资产支持票据发行规模为92800.00万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对资产支持票据发行利率进行压力测试，测

试表明在一定利率区间内资产池回收款可以覆盖票据端本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

### （3）再投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了合格投资标

准，约定合格投资范围为银行存款等低风险、高流动性金融产品。且规定在合格投资过程中，受托人应合理安排合格投资期限，最迟应在票据收益分配日前的第 5 个工作日将合格投资形成的资产变现，以保证资产支持票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

## 四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为直接债务人碧桂园控股下属公司，若碧桂园控股下属公司未将全部应收账款划付至信托账户，则由共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产进行差额补足。联合资信给予碧桂园控股和碧桂园地产的主体信用等级为 AAA 和 AAA<sub>pi</sub>，与资产支持票据的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足资产支持票据预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，根据交易要素测定不同发行利率下，应收账款偿付安排对资产支持票据预期支出的保障程度。本交易资产支持票据预计存续期限为 364 天，假定资产支持票据发行利率分别为下表中所设值，测算的保障比率如下表所示：

表 6 压力情景下资产支持票据保障比率

单位：%/万元/倍

资产支持票据 预期发行利率	项目	票据保障比率
6.10	预期支出	98505.45
	保障比率	1.0051
6.20	预期支出	98597.99
	保障比率	1.0041
6.30	预期支出	98690.54
	保障比率	1.0032
6.40	预期支出	98783.08
	保障比率	1.0022
6.50	预期支出	98875.63
	保障比率	1.0013
6.60	预期支出	98968.17
	保障比率	1.0004

从压力测试的结果来看，在票据发行利率不超过 6.60% 的情况下，基础资产预期现金流对资产支持票据预期支出的保障程度均达到 1 倍以上，因而本资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

## 五、主要参与方履约能力

### 1. 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为前海结算商业保理（深圳）有限公司，前海结算成立于 2015 年 5 月，注册资本为 1 亿元人民币，实收资本 5000 万元，为前海结算股份有

限公司的全资子公司，实际控制人为中国广核集团。

前海结算目前主要的业务模式包括：商票保理业务，即应收账款的债权凭证及支付方式为商业承兑汇票；应收账款保理业务，即传统

保理业务；反向保理，即与核心企业合作，并由其推荐供应商开展保理；应收管理业务，即作为资金方和融资方的中间服务方；银行再保理业务，即作为银行保理业务的资产服务机构；供应链 ABS，即作为原始权益人和资产服务机构。

截至 2017 年 9 月 30 日，前海结算保理资产总额为 8689.44 万元，负债总额为 3413.56 万元，所有者权益总额为 5275.87 万元。2017 年前三季度，前海结算保理实现营业收入 972.10 万元，净利润 272.23 万元。

总体来看，前海结算运营时间较短，资产规模较小，盈利能力较弱，联合资信对其作为资产服务机构的履约能力将保持关注。

## 2. 共同债务人—碧桂园控股

碧桂园控股成立于 2006 年 11 月，注册地为开曼群岛，法定代表人为杨国强先生。2007 年 4 月，碧桂园控股在香港联交所主板上市。截至 2016 年 12 月末，碧桂园控股总股本为 216.07 亿股，实际控制人为杨惠妍女士。

碧桂园控股主要从事房地产开发、建安、装修、物业管理、物业投资、酒店开发和管理等业务。经过多年的发展，碧桂园控股已经成为国内最大的城镇化住宅开发商。截至 2016 年末，碧桂园控股已于 28 个省/直辖市/自治区拥有 722 个处于不同阶段的房地产开发项目，同时在海外拥有若干项目投资（马来西亚 4 个、澳大利亚 1 个、印度尼西亚 1 个）。此外，碧桂园控股进一步挖掘商业物业的价值，推动旗下酒店开发与经营。碧桂园控股致力于打造全生命周期产业链，通过金融化手段强化、整合地产产业链上各项业务。

截至 2017 年 6 月底，碧桂园控股合并资产总额 7946.68 亿元，负债总额 7003.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）943.04 亿元，其中归属于母公司的权益 784.02 亿元。2017 年上半年，碧桂园控股实现营业收入 777.38 亿元，净利润（含少数股东损益）83.73 亿元，归属于

母公司所有者权益的净利润 75.01 亿元，经营活动产生的现金流量净额 164.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 255.47 亿元。

### （1）经营分析

碧桂园控股自成立以来，立足于房地产开发业务，从广东省向全国其他区域拓展，重点关注存在有效需求的地区和有利于碧桂园控股快速发展的地区，逐渐形成了以广东区域为核心，同时拓展环一、二线城市以及发展潜力较高的三、四线城市的开发局面。标准化及可复制性商业模式帮助碧桂园控股形成了快速开发、较高资产周转率等特点。目前，碧桂园控股已发展为国内最知名的大型房地产开发企业之一。

碧桂园控股主要从事房地产开发业务，并进入了建筑、装修装饰、物业管理等上下游领域，同时通过碧桂园控股商业地产开发，进入酒店物业开发等高附加值服务行业，产业链覆盖较为完整。

近三年，碧桂园控股收入保持快速增长，年均复合增长 34.56%。2016 年，碧桂园控股实现营业总收入 1530.87 亿元，同比增长 35.20%。其中，房屋销售收入 1,481.80 亿元，占营业收入的 96.79%。从收入构成来看，房地产开发业务是碧桂园控股收入的主要来源，2014~2016 年分别占当年收入的 96.86%、96.68% 和 96.79%；建筑、装修及装饰，物业投资，物业管理，酒店经营业务对碧桂园控股收入形成了有效补充，合计占比小于 4.00%。

2017 年上半年，碧桂园控股实现营业收入 777.38 亿元，较 2016 年同期增长约 35.50%，其中，房地产开发收入 744.75 亿元，占比 95.80%。

总体看，近三年碧桂园控股经营规模整体呈现快速上升态势，其中增长部分以房地产开发收入的增长为主。

### （2）财务分析

资产质量方面。近三年，碧桂园控股资产规模快速增长，分别为 2680.32 亿元、3619.56

和 5915.72 亿元，年均复合增长 48.56%，主要系碧桂园控股经营规模扩张，同时合作项目增加，并表范围扩大所致。截至 2016 年底，碧桂园控股资产总额达 5915.72 亿元，较上年末增长 63.44%，主要系流动资产的增长所致；流动资产和非流动资产分别占比 81.96% 和 18.04%，资产结构较以流动资产为主，现金类资产较为充足，符合房地产开发企业的特征。流动资产和非流动资产均以在建物业为主，规模较大。同时，碧桂园控股持有较大规模的投资物业，一定程度上为其提供了流动性支撑。整体看，碧桂园控股的资产质量较好。

负债和所有者权益方面。2014 至 2016 年，碧桂园控股负债规模逐年增长，分别为 2,055.90 亿元、2726.16 亿元和 5099.56 亿元，年均复合增长 57.49%。截至 2016 年底，碧桂园控股负债总额为 5099.56 亿元，较上年末增长 87.06%，主要系碧桂园控股项目增多，融资需求增加所致。流动负债和非流动负债分别占比 79.48% 和 20.52%，负债结构以流动负债为主。截至 2017 年 6 月底，碧桂园控股负债总额 7003.64 亿元，较上年末增长 37.34%，其中，流动负债 5,712.03 亿元，占比 81.56%，非流动负债 1291.61 亿元，占比 18.44%，负债结构仍以流动负债为主。总体看，近年来碧桂园控股债务总额快速上升，债务结构以长期债务为主，符合房地产项目建设周期长的特点。同时，联合资信关注到碧桂园控股债务偿付集中于 2018 至 2023 年，可能存在一定的集中偿付压力；所有者权益方面，2014 至 2016 年，碧桂园控股所有者权益年均复合增长 14.33%。截至 2016 年底，碧桂园控股所有者权益合计 816.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 701.28 亿元，占所有者权益合计的 85.93%；归属于母公司所有者权益中，留存收益占比 56.98%，主要来源于本年利润的增加；股本及溢价占比 36.61%；其他储备占比 6.39%。截至 2017 年 6 月底，碧桂园控股所有者权益合计 943.04 亿元，较上年末增长 15.55%，其中归属于母公司所有者权益 784.02 亿元，所有者

权益合计的 83.14%。归属于母公司所有者权益中，股本及溢价占比 31.93%，其他储备占比 6.28%，留存收益占比 61.79%。总体看，碧桂园控股所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力方面。近三年，碧桂园控股营业收入保持快速增长，年均复合增长 34.56%。2016 年，碧桂园控股实现收入总额 1530.87 亿元，净利润 136.63 亿元，其中归属于母公司的净利润 115.17 亿元。2016 年，碧桂园控股营业收入较上年增长 35.21%，净利润较上年增长 40.69%，主要系物业开发收入大幅增长所致。2017 年上半年，碧桂园控股实现营业收入 777.38 亿元，营业利润率为 21.99%，净利润 83.73 亿元。总体看，碧桂园控股收入增长较快，净利润波动增长，其他收入及收益对利润总额的贡献较高；近几年，碧桂园控股合作开发项目大幅增加，期间费用增长较快，整体盈利能力有待提高。

现金流方面。从经营活动来看，2014 至 2016 年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额分别为 -43.32 亿元、-175.90 亿元和 412.63 亿元。2016 年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量呈大额净流入状态，主要系碧桂园控股预收账款大量流入所致；从投资活动来看，2014 至 2016 年，碧桂园控股投资活动产生的现金净额流出持续增长，分别为 -46.87 亿元、-66.66 亿元和 -204.57 亿元。2016 年，碧桂园控股投资支出净额较上年增长 206.90%，主要系大量投资金融工具、收购附属公司的支出以及对合营、联营公司的投资增加所致；从筹资活动来看，2014 至 2016 年，碧桂园控股筹资活动产生的现金净额分别为 89.13 亿元、416.70 亿元和 274.54 亿元，2016 年筹资活动现金流入规模较前一年有所下降，主要系碧桂园控股于 2016 年回购 10.86 亿份公司股票和 195.28 亿元的永续资本工具所致。2017 年上半年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额为 164.24 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -134.29 亿元，融资活动产生的现金流量净额为 225.52 亿元。总

体看，2014至2015年，碧桂园控股经营活动呈净流出状态，需通过筹资活动满足投资和经营活动的资金需求；2016年，经营活动呈净流入状态，筹资规模下降，考虑到碧桂园控股的在建项目较多，未来仍然存在一定的融资需求。

偿债能力方面。从短期偿债能力指标看，2014至2016年，碧桂园控股流动比率分别为1.23倍、1.35倍和1.20倍，基本保持稳定；现金短期债务比分别为1.82倍、2.15倍和2.27倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力逐年增强；从长期偿债能力指标看，2014至2016年，碧桂园控股EBITDA分别为169.45亿元、154.97亿元和223.11亿元，呈波动增长态势，年均复合增长14.75%。近三年，碧桂园控股EBITDA利息倍数分别为3.47倍、3.06倍和3.24倍，基本保持稳定；碧桂园控股EBITDA全部债务比分别为0.28倍、0.17倍和0.16倍，呈逐年下降态势，主要系全部债务规模大幅增加所致；资产负债率分别为76.70%、75.32%和86.20%，2016年较上年上升10.88个百分点。总体看，碧桂园控股短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提升，考虑到碧桂园控股资产规模大，作为中国最知名的房地产企业、香港联交所上市公司，融资渠道丰富，对其偿债能力提供了一定保障等因素综合来看，其整体偿债能力极强。

综合来看，碧桂园控股经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园控股的主体信用等级为AAA，其作为共同债务人，还款能力极强，为资产支持票据的兑付提供强有力的信用支持。

### 3. 共同债务人—碧桂园地产

碧桂园地产是由佛山市顺德区宙华投资咨询有限公司（以下简称“宙华投资”）于2015年4月20日出资设立的有限责任公司，设立时注册资本为人民币50000.00万元，初始名称为佛山市顺德区碧桂园地产有限责任公司，2017年5月27日，更名为现名。碧桂园地产成立之后，碧桂园控股、宙华投资及碧桂园地产自身

进行了一系列的增资和架构重组，截至2016年底，碧桂园地产实收资本1329298.70万元，母公司为宙华投资，最终控股公司为碧桂园控股，实际控制人为杨惠妍女士。

截至2017年6月底，碧桂园地产合并资产总计5128.77亿元，负债合计4625.29亿元，股东权益（含少数股东权益）503.48亿元，其中归属于母公司所有者权益为389.97亿元。2017年上半年，碧桂园地产实现营业收入361.55亿元，净利润（含少数股东损益）31.32亿元；经营活动现金流量净额为-204.04亿元，现金及现金等价物净增加额198.27亿元。

#### （1）经营分析

碧桂园地产经营业务主要为房地产开发与销售。2014至2016年，碧桂园地产营业收入规模逐年增长，年均复合增长57.44%。2016年，碧桂园地产实现营业收入889.63亿元，同比增长56.43%，主要系在房地产市场城市间日益分化的背景下，为保证利润规模的增长，加大房地产项目开发规模，使得项目竣工交付面积持续快速增长，带动结转收入增加所致。2014至2016年，碧桂园地产净利润（含少数股东损益）呈快速增长态势，年均复合增长46.51%。2016年，碧桂园地产实现净利润90.50亿元，同比增长82.07%，增长幅度高于营业收入增长幅度，主要系收购合营企业及联营企业产生的负商誉以及非同一控制下企业合并产生的负商誉大幅增加导致营业外收入大幅增长所致。

从碧桂园地产主营业务收入的构成来看，房地产开发板块是主要收入来源，近三年占碧桂园地产主营业务收入的比例均在99.50%以上。2016年，碧桂园地产房地产开发业务实现营业收入885.78亿元，占当年主营业务收入的99.73%。此外，收入构成中还包括租金收入和酒店服务收入，近三年占主营业务收入的比重均在0.50%以下。2016年，碧桂园地产实现租金收入0.40亿元，酒店服务收入2.01亿元，分别占当年主营业务收入的0.05%和0.23%，对收入的影响很低。

从毛利率情况来看，碧桂园地产毛利率呈波动下降态势。2014至2016年，碧桂园地产综合毛利率分别为29.26%、22.06%和23.03%。2016年较上年毛利率小幅增长0.97个百分点，主要系一、二线城市项目增加，整体房价上行，带动主营业务收入增幅高于主营业务成本增幅所致；2015年较2014年，毛利率下降7.20个百分点，主要系碧桂园地产的项目多在三、四线城市，受房地产市场城市间分化的影响，碧桂园地产为实现销售收入目标和公司一贯的快周转模式，适当采取促销、降价方式促进项目销售所致。近三年，碧桂园地产主营业务成本快速增长，年均复合增长64.11%，主要系地价、人工成本等项目大幅增长所致。碧桂园地产重点关注存在有效需求的地区和有利于公司快速发展的地区，与国内大型房地产上市公司相比，盈利能力处于行业一般水平。

总体看，2014至2016年，碧桂园地产收入规模快速增长。2015年，碧桂园地产为应对市场变化，采取较多的促销手段，当年毛利率降幅较大，2016年，碧桂园地产毛利率小幅增长。总体看，碧桂园地产的盈利能力一般。

## （2）财务分析

资产质量方面。2014至2016年，碧桂园地产资产规模迅速增长，年均复合增长60.68%。截至2016年底，碧桂园地产资产总额为3445.92亿元，较年初增长104.84%。其中，流动资产和非流动资产分别占比86.46%和13.54%。资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。截至2017年6月底，碧桂园地产资产总额5128.77亿元，较年初增长48.84%，其中，流动资产4618.56亿元，占比90.05%，非流动资产510.21亿元，占比9.95%，资产结构以流动资产为主，流动资产占比较年初进一步提高。总体看，碧桂园地产资产规模逐年快速增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货占比较高，符合房地产开发企业的特征。碧桂园地产的资产受限程度一般，存在一定的资金占用，整体资产质量较好。

负债和所有者权益方面。2014至2016年，碧桂园地产负债规模快速增长，年均复合增长64.18%。截至2016年底，碧桂园地产负债合计3003.72亿元。负债结构方面，流动负债和非流动负债分别占比92.34%和7.66%，以流动负债为主。截至2017年6月底，碧桂园地产负债总额4625.29亿元，较年初增长53.99%。其中，流动负债4242.01亿元，占比91.71%，非流动负债383.28亿元，占比8.29%，负债结构仍以流动负债为主，与资产结构相匹配。截至2017年6月底，碧桂园地产的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为90.18%、51.56%和40.59%，均较上年末有所上升。总体看，近三年，随着碧桂园地产业务规模的扩大，整体负债规模快速增长，负债结构以流动负债为主，债务负担有所加重，碧桂园地产存在一定的偿债压力；2014至2016年，碧桂园地产所有者权益年均复合增长41.65%。截至2016年底，所有者权益442.20亿元，较年初增长50.46%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益为362.71亿元，少数股东权益为79.49亿元。碧桂园地产所有者权益主要由股本（占比30.06%）和未分配利润（占比50.18%）构成。截至2017年6月底，碧桂园地产所有者权益为503.48亿元，较年初增长13.86%。其中，归属于母公司所有者权益为389.97亿元，少数股东权益为113.52亿元。所有者权益主要由股本（占比26.40%）和未分配利润（占比49.41%）构成。总体看，碧桂园地产所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益的稳定性较低。

盈利能力方面。2014至2016年，碧桂园地产营业收入快速增长，分别为358.89亿元、568.72亿元和889.63亿元，年均复合增长57.44%，主要系碧桂园地产近年来持续扩大房地产开发业务，结转收入规模逐年增加所致。房地产开发销售是碧桂园地产营业收入的主要来源，近三年，其在营业收入的占比均超过99.50%；租金收入、提供酒店服务收入以及其

他业务收入占营业收入的比重较小，合计不超过 0.50%。2014 至 2016 年，碧桂园地产营业成本呈快速增长态势，分别为 253.86 亿元、443.35 亿元和 683.83 亿元，年均复合增长 64.13%。近三年，碧桂园地产营业利润率呈波动下降态势，分别为 21.36%、15.85%和 17.30%，2015 年营业利润率大幅下降，主要系碧桂园地产采取较多的促销手段，使得营业收入增幅低于营业成本增幅所致；2016 年，营业利润率小幅增加，主要系一、二线城市项目增加，整体房价上行，带动营业收入增幅高于营业成本增幅所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产利润总额分别为 56.25 亿元、66.36 亿元和 115.58 亿元，年均复合增长 43.34%；净利润分别为 42.16 亿元、49.71 亿元和 90.50 亿元，年均复合增长 46.51%。2017 年上半年，碧桂园地产实现营业收入 361.55 亿元，净利润 31.32 亿元，营业利润率为 15.97%。总体看，碧桂园地产盈利规模较大。2015 年，受房地产市场城市间分化的影响，碧桂园地产为实现销售收入目标和快周转模式，采取促销、降价方式促进项目销售，导致主营业务盈利能力下降；2016 年，碧桂园地产的盈利能力有所回升。未来，随着在建项目实现销售以及预售项目竣工交付结转收入，碧桂园地产有望保持收入和利润规模。联合资信注意到，2016 年四季度起出台的各项调控政策以及三、四线城市去化压力可能对碧桂园地产的收入规模和盈利水平带来一定的不利影响。

现金流方面。从经营活动情况来看，2014 至 2016 年，碧桂园地产经营活动产生的现金流入分别为 565.54 亿元、614.48 亿元和 1651.00 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 535.91 亿元、566.40 亿元和 1,501.56 亿元，年均复合增长 67.39%，主要系碧桂园地产房地产业务签约金额逐年增加所致；收到其他与经营活动有关的现金主要包括关联方代垫款项、第三方代垫款项、外包建筑商代垫款项和收取保证金等，近三年分别为 29.64 亿元、48.08 亿元和 149.44 亿元，年均复合增长 124.56%，

主要系第三方代垫款和外包建筑商代垫款项大幅增长所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产经营活动产生的现金流出分别为 524.69 亿元、777.20 亿元和 1,584.81 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 404.43 亿元、606.41 亿元和 919.71 亿元，年均复合增长 50.80%，主要系房地产业务扩张，购置土地和相关原材料支出增加所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产经营活动产生的现金流量净额分别为 40.86 亿元、-162.72 亿元和 66.19 亿元。2015 年现金流量净额为负，主要系碧桂园地产买地支出大幅增加所致；从投资活动情况来看，碧桂园地产投资活动现金流入全部为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额，2014 至 2016 年，投资活动现金流入分别为 0.02 亿元、0.90 亿元和 0.43 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 326.71%。2014 至 2016 年，投资活动现金流出分别为 94.15 亿元、90.59 亿元和 802.72 亿元，年均复合增长 191.99%，主要系为关联方提供资金，使得支付其他与投资活动有关的现金大幅增加所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产投资活动产生的现金流量净额分别为 -94.13 亿元、-89.69 亿元和 -802.29 亿元，投资活动现金支出较大，投资活动现金流呈净流出状态；从筹资活动情况来看，2014 至 2016 年，碧桂园地产筹资活动现金流入分别为 114.59 亿元、402.88 亿元和 1312.18 亿元，年均复合增长 238.39%，主要系碧桂园地产取得借款、收到关联方提供的资金大幅增加所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产筹资活动现金流出分别为 52.58 亿元、100.73 亿元和 385.82 亿元，年均复合增长 170.89%，主要系偿还债务和支付分红款增加所致。2014 至 2016 年，碧桂园地产筹资活动产生的现金流量净额分别为 62.01 亿元、302.15 亿元和 926.36 亿元，筹资活动现金流呈净流入状态。2017 年上半年，碧桂园地产经营活动现金流入 1294.58 亿元，经营活动现金流量净额为 -204.04 亿元，投资活动现金流量净额为 -442.06 亿元，筹资活动现金流

量净额为 844.37 亿元。总体看，2016 年，碧桂园地产经营活动现金流呈净流入状态，由于投资活动资金需求较大，筹资规模持续增长，考虑到碧桂园地产的在建项目较多，随着项目推进，筹资压力较大。

偿债能力方面。从短期偿债能力指标来看，2014 至 2016 年，碧桂园地产流动比率逐年下降，分别为 1.13 倍、1.12 倍和 1.07 倍；碧桂园地产速动比率波动上升，分别为 0.46 倍、0.39 倍和 0.53 倍。近三年，现金短期债务比波动下降，分别为 2.18 倍、1.33 倍和 2.16 倍；经营现金流动负债比率分别为 4.03%、-13.23% 和 2.39%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障程度较弱。总体看，碧桂园地产的短期偿债能力一般；从长期偿债能力指标来看，近三年，碧桂园地产债务规模逐年增长，相应的偿债压力也有所加大。2014 至 2016 年，碧桂园地产 EBITDA 分别为 57.18 亿元、68.07 亿元和 117.74 亿元，年均复合增长 43.49%，主要来自利润总额的增长。近三年，EBITDA 利息倍数分别为 6.83 倍、4.82 倍和 5.70 倍，EBITDA 对利息的保障能力尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.39 倍、0.24 倍和 0.32 倍，EBITDA 对全部债务的保障水平波动下降；经营现金债务保护倍数分别为 0.28 倍、-0.58 倍和 0.18 倍，经营活动产生的现金流量净额对全部债务的保障能力较弱。整体看，碧桂园地产的长期偿债能力尚可。总体看，碧桂园地产短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可，考虑到碧桂园地产间接融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

综合来看，碧桂园地产经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园地产的主体信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，其作为共同债务人，还款能力极强，为资产支持票据的兑付提供强有力的信用支持。

#### 4. 资金保管银行

本交易的资金保管银行为浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）北京分行。浙

商银行是中国银监会批准的 13 家全国性股份制商业银行之一。浙商银行前身为浙江商业银行，是一家于 1993 年成立的中外合资银行。2004 年 6 月 30 日，经中国银监会批准，重组、更名、迁址，改制为现在的浙商银行。浙商银行于 2016 年 3 月在香港联合交易所挂牌上市。截至 2016 年底公司股本为 179.60 亿股，其最大股东为浙江省金融控股有限公司和浙江省财务开发公司，持股比例均为 14.79%。

截至 2016 年底，浙商银行资产总额 13548.55 亿元，其中贷款及垫款总额 4594.93 亿元；负债总 12873.79 亿元，存款总额 7362.44 亿元；股东权益合计 674.75 亿元。2016 年浙商银行实现净营业收入 159.64 亿元，净利润 47.35 亿元。2016 年浙商银行托管资产规模达到 14235.16 亿元，全年实现托管及其他受托业务收入 1.92 亿元。

浙商银行实行审慎稳健的风险管理策略，注重风险管理与业务经营的匹配性以及风险管理的有效性和策略性，建立了与全资产经营战略相适应的全面风险管理体系。

总体来看，浙商银行公司治理规范、财务状况优良。浙商银行作为本交易的资金保管银行，尽职能力很强，能为本交易提供良好的服务。

#### 5. 受托人

本交易的受托人是五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”），五矿信托前身是庆泰信托投资有限责任公司，经中国银行业监督管理委员会批准，于 2010 年 10 月 8 日在西宁成立，注册资本金 20 亿元人民币。股东为五矿资本控股有限公司，占比 66%，青海省国有资产投资管理有限公司，占比 30.98%，西宁城市投资管理有限公司，占比 2.96%，青海华鼎实业股份有限公司，占比 0.06%。

截至 2017 年 6 月 30 日，五矿信托信托资产总额 111.68 亿元；所有者权益 108.30 亿元；2017 年上半年实现营业收入 10.04 亿元，净利

润 6.19 亿元。

五矿信托通过优化决策机制、调整组织架构、加强制度建设和流程管理等多种方式，着力提升内控的有效性和合理性，使内部控制的相关要求在各业务环节中更易辨识和落实。

公司加强内部控制机制建设，建立系统化的公司制度体系，强化层级授权体系，明确各部门、各岗位的职责和权限，在加强部门之间协调的同时，增强各部门在其管理范围内的强度和弹性。不断健全基本业务和管理制度，细化业务管理办法和操作流程，并根据业务发展需要及时升级信息系统。在管理结构上，实行前中后台职责分离，对固有业务和信托业务进行严格的分离和岗位设置；在管理流程上，实行尽职调查、制定方案、专业审核、严格审批、过程管理、风险监控，使业务运行的每一个过

程和环节均有章可循。

公司积极推进公司内控缺陷整改工作，定期对内控评价工作发现的内控缺陷，逐个确认相关风险点并制定相应的整改措施，并对缺陷整改情况进行自我评价和监督评价，通过公司内控标准的修订和完善，持续推进风险管理、内部控制基础工作的健全完善。

五矿信托的内部控制体系嵌入到业务核心流程，风险控制、审计监督、运营管理等更加立体、全面地作用于业务各环节，逐步形成了全过程的风险管控体系，保障了项目安全稳定运行。

总体来看，五矿信托股东实力强、财务实力稳健、内部风控体系较为完整，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

## 六、法律要素分析

本交易严格遵照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《信托公司管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等相关法律、行政法规、规范性文件，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布的《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》、《非金融企业资产支持票据指引》等相关规则指引，以及其他现行有效的法规与规范的相关规定开展。

联合资信收到的模式法律意见书表明：受托机构、主承销商、发起机构暨资产服务机构、保管银行、评级机构、法律顾问均具有法定必备的主体资格、资质、许可，并取得了合法、有效的内部授权；信托文件的约定未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在信托文件约

定的生效条件得到满足后，信托文件将对相关的当事人产生合法、有效的法律约束力；在满足信托文件约定的设立前提后，信托计划可依法、有效设立；基础资产交付及基础资产回收资金的归集安排在适用法律项下合法、有效，通过在信托文件中作出上述安排，实现信托计划与发起机构之间的风险隔离，并降低现金流的归集风险。

联合资信收到的补充法律意见书表明：经适当核查，抽样基础资产的债权人具有法定必备的主体资格、资质、许可；抽样基础资产符合适用法律所规定的条件，且满足《信托合同》约定的入池标准中除第（5）款外的相关要求；抽样基础资产转让行为合法有效；在满足《信托合同》约定的入池标准中第（5）款及信托文件约定的设立前提后，信托计划可依法、有效设立并由受托机构根据适用法律规定和信托文件约定发行资产支持票据。

## 七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，在对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，确定“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链

应付账款资产支持票据”的评级结果为：资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。上述资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于信托终止日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

## 附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而资产支持票据的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA<sub>sf</sub>）来特指资产支持票据的信用等级。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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。各等级含义如下表所示：

等级	含义	
投资级	AAA <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB <sub>sf</sub>	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB <sub>sf</sub>	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B <sub>sf</sub>	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 联合资信评估有限公司关于 前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范,联合资信将在“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级,跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

前海结算商业保理(深圳)有限公司/五矿国际信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料,包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”信用等级有效期内,于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化,或发生可能对“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件,受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”相关信息,如发现“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”出现重大变化,或发现存在或出现可能对“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时,联合资信将就该项进行必要调查,及时对该项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如前海结算商业保理(深圳)有限公司/五矿国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料,导致联合资信无法对“前海结算 2017 年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据”信用等级变化情况做出判断,联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与前海结算商业保理(深圳)有限公司/五矿国际信托有限公司联系,并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。