

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《金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期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

二零一七年十一月七日



信用等级公告

联合[2017] 2670 号

联合资信评估有限公司通过对“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据信用评级报告”的信用状况进行综合分析和评估，确定

金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票
据优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年十一月七日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhcratings.com

金科地产集团股份有限公司2017年度第一期 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
优先级资产支持票据	150000.00	93.75	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10000.00	6.25	NR
合计	160000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

预期到期日：发行日后满六年之日
法定到期日：预期到期日届满两年后第一日
载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托贷款债权以及委托人作为委托贷款交易项下委托人的全部权利
底层基础资产：指特定期间基础债务人就其所管理的全部特定物业管理区域所享有收取物业费的权利
信用提升机制：超额覆盖、优先/次级结构、触发机制、差额支付机制
委托人/发起机构/差额支付承诺人/运营支持承诺人：金科地产集团股份有限公司
受托人/受托机构：中信信托有限责任公司
借款人/资产服务机构/出质人/基础债务人/物业服务提供方：金科物业服务集团有限公司
委托贷款银行/监管银行：中国建设银行股份有限公司重庆两江分行
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司重庆市分行
牵头主承销商/簿记受托人：招商证券股份有限公司
联席主承销商：中国建设银行股份有限公司

评级时间

2017年11月7日

分析师

屈晓灿 李泽 张睿君

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“金科地产集团股份有限公司2017年度第一期资产支持票据”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，同时考虑差额支付承诺人/运营支持承诺人金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”）的偿债能力和偿债意愿以及对于借款人金科物业服务集团有限公司给予的运营支持，确定“金科地产集团股份有限公司2017年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先级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法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易以委托贷款债权及委托贷款交易项下委托人的全部权利作为基础资产，主要还款来源为借款人金科物业服务集团有限公司（以下简称“金科物业”）所管理的全部特定物业管理区域在特定期间收取的物业费。在金科股份的支持下，金科物业管理规模逐年扩大、管理能力逐步加强，底层基础资产整体运营情况良好，物业费收缴率较高，未来产生现金流能力较强，对优先级资产支持票据本息的偿付具有较好的保障作用。
2. 本交易以优先/次级结构作为信用提升机制，优先级资产支持票据优先于次级资产支持票据获得本息偿付，有利于保障优先级资产支持票据本息的偿付。

3. 本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人金科股份承诺在信托利益分配过程中，发生信托账户内的资金不足以支付各项税费和优先级资产支持票据的本息情形时，履行差额支付义务。联合资信给予金科股份的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，金科股份信用水平很高，能够为优先级资产支持票据的偿付提供良好的信用支持。

关注及风险缓释

1. 本交易优先级票据各期利息和本金的还款来源主要为借款人金科物业未来特定期间对特定物业管理区域收取的物业费，在信托存续期内，若物业费收入发生大幅波动，或将导致基础资产委托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。

风险缓释：本交易入池物业较多，分散性较好，历史物业费收缴率较稳定，物业费波动幅度较小，后期物业费收入有望继续保持稳定态势，因而物业费收入面临的波动风险较小。

2. 本交易物业服务提供方为金科物业，金科物业的持续运营能力将对入池物业的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息的兑付。

风险缓释：根据运营支持承诺人金科股份出具的《运营支持承诺函》，金科股份承诺在信托存续期间，不可撤销地尽全力保障金科物业的正常运营。该安排有利于缓释金科物业的持续运营风险，保障优先级票

据本息按计划正常兑付。

3. 在信托开放期内，优先级票据持有人有权进行提前受偿登记并提前兑付相应的本金及利息，届时基础债务人将面临一定的偿付压力，优先级票据或将面临兑付失败风险。

风险缓释：根据交易文件约定，若基础债务人未能按期将委托贷款项下全部未偿本息足额偿还，差额支付承诺人金科股份将履行差额支付义务。金科股份信用水平很高，能够较好缓释优先级票据提前兑付的压力。

4. 信托存续期间，物业服务合同所对应之业主或业主委员会因选择变更物业管理服务商，或物业服务合同到期续签不利，或入池未交付物业未能如期交付，可能导致资产服务机构所归集的属于本交易的物业管理费收入较大幅度减少，从而对优先级信托单位的本息偿付造成不利影响。

风险缓释：根据金科物业提供的历史数据，金科物业旗下所管理的小区从未出现更换物管公司的先例，且物业管理行业中发生更换物管公司事件的概率较小；同时，《物业费收入质押合同》约定，若入池物业合同项下的一项或多项《物业服务合同》、《前期物业服务合同》出现合同期限届满、合同解除、合同终止等情形的，则质权人有权要求金科物业补充其他符合质押标准的质押财产继续为质权人提供质押担保。上述安排有利于缓释合同变更风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由发起机构金科地产集团股份有限公司和受托人中信信托有限责任公司提供，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金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任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，未因金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任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“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”优先级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

本交易的委托人金科地产集团股份有限公司将其对借款人金科物业服务集团有限公司享有的委托贷款债权以及委托人作为委托贷款交易项下委托人的全部权利作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）并设立“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”信托，中信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优先级资产支持票据和次级资产支持票据。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/差额支付承诺人/运营支持承诺人：金科地产集团股份有限公司
受托人/受托机构：中信信托有限责任公司
借款人/资产服务机构/出质人/基础债务人/物业服务提供方：金科物业服务集团有限公司
委托贷款银行/监管银行：中国建设银行股份有限公司重庆两江分行
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司重庆市分行
牵头主承销商/簿记受托人：招商证券股份有限公司
联席主承销商：中国建设银行股份有限公司
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：上海市锦天城（深圳）律师事务所
现金流评估预测机构：开元资产评估有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司
会计师：天健会计师事务所（特殊普通合伙）

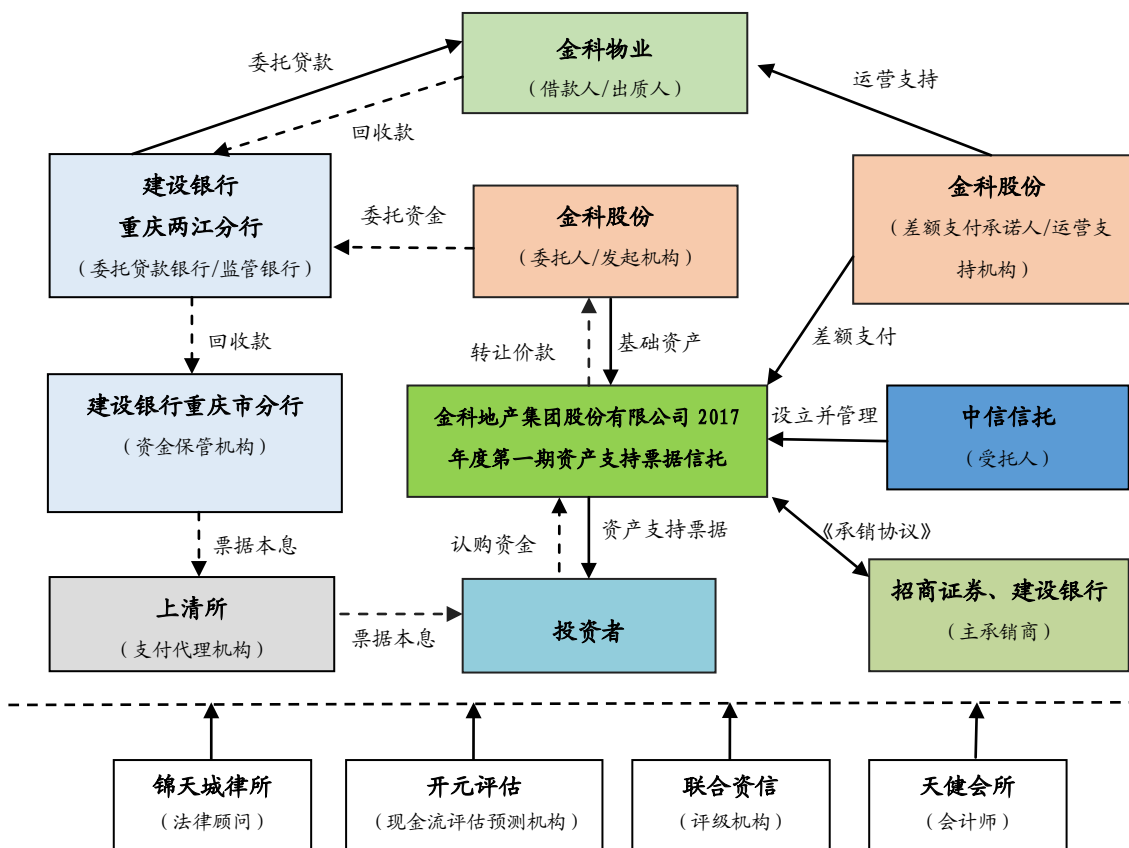


图 1 交易安排

2. 基础资产

本交易基础资产为由委托人金科股份为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托贷款债权以及委托人作为委托贷款交易项下委托人的全部权利。委托贷款的总规模为160000.00万元，由委贷银行中国建设银行股份有限公司重庆两江分行（以下简称“建设银行两江分行”）向借款人金科物业发放，贷款期限为6年，借款人按半年付息，同时按计划摊还本金。委托贷款用途为补充营运资金或用于其他银监会不禁止的用途。信托计划以底层基础资产作为质押担保，底层基础资产系指特定期间基础债务人金科物业就其所管理的全部特定物业管理区域所享有收取物业费的权利，包括其基于全部既有入池物业合同、以及未来基于管理特定物业管理区域所签署的物业合同及相关法律法规的规定而取得的、要求物业服务委托方支付物业费的应收账款债权以及为实现上述权利及收益而采取相应担保或补救措施或追究违约责任的权利，该质押担保机制为优先级资产支持票据本息的偿付提供了有利保障。

根据交易文件约定，底层基础资产需满足以下标准：（a）入池物业合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关物业服务委托方在入池物业合同项下合法、有效和有约束力的义务，出质人可根据其条款向物业服务委托方主张权利；（b）金科物业已经履行并遵守了任一份入池物业合同项下应尽义务；（c）物业服务委托方系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人、自然人或其他机构及组织，且未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照；（d）入池物业合同的任何一部分或全部均不存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权或者第三方的其他有效的权利主张，不存在针对金科物业或入池物业合同的、正在进行的、未决的或可能发生的民事或刑事诉讼、仲裁、争议、行政程序或其它法律程序，也不存在潜

在的针对金科物业或入池物业合同的、正在进行的、未决的或可能发生的民事或刑事诉讼、仲裁、争议、行政程序或其它法律程序；（e）入池物业合同项下的物业已经办理《商品房预售许可证》，且预计交付之日不晚于2018年12月31日。

委托贷款的还本计划如表2所示：

表 2 委托贷款还本计划 单位：万元

时间	委托贷款还本金额
2018 年上半年	5500.00
2018 年下半年	7500.00
2019 年上半年	11000.00
2019 年下半年	12000.00
2020 年上半年	13000.00
2020 年下半年	14000.00
2021 年上半年	15000.00
2021 年下半年	15000.00
2022 年上半年	16000.00
2022 年下半年	16000.00
2023 年上半年	17000.00
2023 年下半年	18000.00
合计	160000.00

3. 资产支持票据

本交易资产支持票据计划发行规模为160000.00万元，包括优先级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“票据”），其中优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易优先级票据预计发行150000.00万元，预计存续期限6年，按半年付息，并按计划摊还本金；次级票据预计发行规模10000.00万元，全部由金科股份或其指定完成次级资产支持票据认购程序第三方持有；同时，本交易在发行日后满三年之前设置了信托开放期，基础债务人有权选择提前偿还委托贷款未偿本金余额并结清利息，优先级资产支持票据持有人也有权在信托开放期进行提前受偿。优先级票据

的还本计划如表3所示：

表3 优先级票据还本计划 单位：万元

时间	优先级票据还本金额
2018 年上半年	5000.00
2018 年下半年	7000.00
2019 年上半年	10000.00
2019 年下半年	11000.00
2020 年上半年	12500.00

优先级票据采用固定利率，票面利率根据集中簿记建档结果确定；次级票据不设票面利

2020 年下半年	13200.00
2021 年上半年	14000.00
2021 年下半年	14500.00
2022 年上半年	14800.00
2022 年下半年	15400.00
2023 年上半年	16000.00
2023 年下半年	16600.00
合计	150000.00

率，在支付日按合同安排分配剩余收益。

表4 资产支持票据概况 单位：万元/%

名称	信用等级	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先级资产支持票据	AAA _{sf}	分期摊还	按半年	150000.00	93.75	固定利率	票据发行日后满六年之日	预期到期日满两年后第一日
次级资产支持票据	NR	—	—	10000.00	6.25	—	票据发行日后满六年之日	预期到期日满两年后第一日

二、基础资产分析

本交易基础资产为由委托人金科股份为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托贷款债权以及委托人作为委托贷款交易项下委托人的全部权利。委托贷款主要还款来源，为基础债务人金科物业在特定期限对特定物业管理区域收取的物业费。

1. 我国物业管理行业发展概况

物业管理是指业主对区分所有建筑物共有部分以及建筑区划内共有建筑物、场所、设施的共同管理或者委托物业服务企业、其他管理人对业主共有的建筑物、设施、设备、场所、场地进行管理的活动。《中华人民共和国物权法》第八十一条规定，业主可以自行管理物业，也可以委托物业服务企业或者其他管理者进行管理。物业管理有狭义和广义之分：狭义的物业管理是指业主委托专业服务企业或机构，按照合同或契约，运用现代经营手段和技术对房屋建筑及其设备，市政公用设施、绿化、卫生、交通、治安和环境容貌等管理项目进行维护、

修缮活动。广义的物业管理是指在物业的整个寿命周期内，为发挥物业的经济价值和使用价值，采取多种科学技术方法与管理手段，对各类物业实施全过程的管理，并为物业所有者或使用者提供有效周到的服务。

1981年深圳物业管理公司成立，标志着我国物业管理行业开始诞生。2003年9月1日，我国第一部《物业管理条例》正式施行，对规范物业管理，维护业主和物业管理企业的合法权益，改善人民群众的生活和工作环境，提供了重要的法律依据。经历37年的发展，物业管理的全面推进和广泛覆盖，对提高城市管理水平，改善人居和工作环境，增加就业、扩大消费、促进经济增长发挥了重要作用。

在物业管理行业快速发展过程中，也面临一些问题，包括：政策法规和市场体制尚不健全、物业管理企业的人工成本急剧上涨、物业管理企业收费较难、从业人员整体素质有待提高等。

综上所述，尽管物业管理行业是一个新兴

的行业呈现快速发展的局面，但是依旧存在若干困难和问题等待解决。而随着政策法规的不断完善和市场经济改革的深入发展逐步解决上述问题，物业管理行业有望得到快速发展。

2. 入池物业情况

本交易共涉及 90 个物业项目，建筑面积 1767.82 万平方米，包含住宅、商业、办公写字楼及工业物业，其中住宅物业占比达到 88.78% 左右。物业分别位于山东、江苏、安徽、浙江、湖北、湖南、河南、重庆、贵州、四川、云南、陕西、新疆十三个省市。

从入池物业已提供物业服务年限来看，截至预测基准日（2017 年 9 月 30 日），入池物业的服务年限基本集中在三年以内。其中，服务年限在两年以内的物业总面积占比较大，为 64.55%；未交付的物业面积占比为 19.05%。物业服务年限分布情况见表 5。

表 5 物业服务年限分布情况

单位：年/万平方米/%

物业服务年限	计费面积	面积占比
未交付	336.77	19.05
[0, 1)	580.21	32.82
[1, 2)	560.95	31.73
[2, 3)	230.41	13.03
[3, 4)	52.86	2.99
[4, 5)	6.62	0.37
合计	1767.82	100.00

截至预测基准日，本交易入池物业总计费面积约为 1767.82 万平方米，其中自持盘面积占比较大，为 58.71%。自持盘是由金科集团开发并交由金科物业管理的物业。具体分布见表 6。

表 6 入池物业类型分布情况

单位：万平方米/%

类型	计费面积	面积占比
自持盘	1037.91	58.71
外接盘	729.91	41.29
合计	1767.82	100.00

本交易入池物业区域分布较广，分别位于山东、江苏、安徽、浙江、湖北、湖南、河南、重庆、贵州、四川、云南、陕西、新疆十三个省市，其中又以重庆地区的物业为主，计费面积占比为 58.16%。其具体区域分布如表 7 所示：

表 7 入池物业地区分布 单位：万平方米/%

省份	计费面积	面积占比
重庆	1028.12	58.16
江苏	232.84	13.17
河南	161.18	9.12
四川	76.78	4.34
贵州	58.64	3.32
湖南	58.59	3.31
山东	53.33	3.02
湖北	23.21	1.31
陕西	22.29	1.26
新疆	19.05	1.08
安徽	12.69	0.72
云南	12.47	0.71
浙江	8.63	0.49
合计	1767.82	100.00

本交易入池物业主要集中在直辖市、省会城市或者副省级城市，占比达 76.90%。具体城市级别分布见表 8。

表 8 物业所在城市级别分布 单位：万平方米/%

物业所在城市级别	计费面积	面积占比
直辖市	1028.12	58.16
省会城市或者副省级城市	331.25	18.74
地级市	335.04	18.95
县级	73.42	4.15
合计	1767.82	100.00

本交易入池物业以高层等住宅类物业为主，占 88.78%。入池物业的业态分布如表 9 所示：

表 9 入池物业业态分布 单位：万平方米/%

物业类型	计费面积	面积占比
高层	1220.13	69.02

洋房	158.80	8.98
别墅	99.18	5.61
底商	98.59	5.58
多层	58.82	3.33
产业办公	37.63	2.13
公寓	32.48	1.84
独立商业	26.78	1.51
厂房等	14.95	0.85
写字楼	14.23	0.80
商业库房	3.26	0.18
幼儿园	2.98	0.17
合计	1767.82	100.00

注：该分类依据评估报告提供的分类标准。

从物业项目分布来看，截至预测基准日，金科物业提供物管服务的项目共有 90 个，单一最大面积服务项目的物业为重庆廊桥天都，计费面积为 51.95 万平方米，占比为 2.94%，集中度较低，面积占比前十五大入池物业见表 10。

表 10 面积占比前十五大入池物业 单位：万平方米/%

物业名称	所在城市	计费面积	面积占比
廊桥天都	重庆	51.95	2.94
遵义中央公园城	遵义	47.29	2.68
金科天宸	重庆	35.16	1.99
廊桥美丽墅	重庆	32.59	1.84
空港城	重庆	24.56	1.39
永川·公园王府	永川	20.78	1.18
如皋·世界城	如皋	20.47	1.16
无锡·财富商业广场	无锡	16.37	0.93
中央华府	重庆	16.07	0.91
苏州·观天天下花苑	苏州	15.61	0.88
金科星辰	重庆	14.01	0.79
机电城	重庆	11.39	0.64
张家港·廊桥美墅	无锡	7.73	0.44
永川·中央金街	永川	3.83	0.22
张家港·廊桥天都	无锡	1.64	0.09

截止 2017 年 6 月 30 日，已提供物业管理费收缴率数据的物业总面积为 1151.89 万平方米，占入池基础资产总建筑面积的 65.16%；该部分物业管理费收缴率在 85% 以上的物业占 95.22%，具体分布如表 11 所示：

表 11 物业费收缴率分布 单位：%/万平方米/%

当年收缴率	计费面积	面积占比
[75, 80)	13.83	1.20
[80, 85)	41.22	3.58
[85, 90)	282.74	24.55
[90, 95)	581.75	50.50
[95, 100)	232.36	20.17
合计	1151.89	100.00

2014 年至 2017 上半年，金科物业物业费收缴情况总体较为稳定。其中，当年应收物业费的加权平均收缴率为 91.91%，各年往期拖欠物业费加权平均回收率为 76.46%。历史物业费收入汇总情况见表 12 和表 13 所示。

表 12 历史当期物业费收缴情况 单位：年/万元/%

年份	应收本年物业费	实收本年物业费	收缴率
2014	1003.54	921.22	91.80
2015	3099.98	2855.46	92.11
2016	9912.21	9258.99	93.41
2017 上半年	10467.04	9467.16	90.45

表 13 历史拖欠物业费回收情况 单位：年/万元/%

年份	期初总欠款	当年实收	回收率
2014	263.63	220.65	83.69
2015	125.30	95.20	75.98
2016	274.62	226.48	82.47
2017 上半年	701.36	501.35	71.48

物业管理费实行的是政府指导价和市场调节价，物业收费标准一经确定，物业管理部不得随意更改及重复征收。金科物业根据政府有关规定及各地《物业服务收费管理实施办法》与地产开发商签订《前期物业服务合同》，合同内确定楼盘中各物业形态的物业费收取标准及开发商交房时点。在规定的交房时点后，金科物业将根据所签合同的规定，向开发商或业主收取物业服务费。收费标准的确定主要考虑当地物业服务收费标准的相关规定、物业服务合同的约定收费标准、备案价格、当地物业服务收费的市场行情和被评估单位申报的实际执行

的物业服务收费标准等因素综合比较后确定。开元评估对于入池物业的物业管理费评估标准如下：对于已交房物业，采用被评估单位申报的物业服务实际执行的收费标准进行现金流预测；对已未交付物业，采用物业服务合同约定的收费标准进行现金流预测。

综上所述，同类型物业的物业管理费会因地域不同有所差异，且一般情况下较为稳定。根据开元评估提供的评估报告，预期各地区平均物业服务收费标准如表 14 所示：

表 14 各地区平均物业费收费标准

单位：万平方米/元/月/平方米

省份	计费面积	平均物业费收费标准
安徽	12.69	2.23
贵州	58.64	3.21
河南	161.18	1.38
湖北	23.21	1.33
湖南	58.59	2.35
江苏	232.84	3.05
山东	53.33	3.81
陕西	22.29	3.47
四川	76.78	3.25
新疆	19.05	2.73
云南	12.47	3.79

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

本次交易中，受托人中信信托将以自身名义，在资金保管机构开立专门的信托账户，作为本信托独立的人民币银行结算账户；基础债务人金科物业将在资金监管银行处开立专门的物业费监管账户，作为归集底层基础资产产生的现金流的人民币银行结算账户。金科物业应在每个物业费划转日（T-7 日）将上一个收款期间收到的底层基础资产所产生的回收款划付至物业费监管账户。底层基础资产所产生的回收款超过委托贷款项下当期应偿付本息总额的部分，可以不强制划付至物业费监管账户。

浙江	8.63	3.00
重庆	1028.12	3.24
合计	1767.82	—

3. 未来物业费预测情况

根据金科股份出具的《运营支持承诺函》，自信托生效日起至信托财产分配完毕之日止的期间内，金科股份不可撤销地向受托人承诺将维持金科物业业务稳定、正常运营。

根据开元资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》，在相关假设前提下，预计信托存续期间，即 2018 年至 2023 年预测应收物业费情况见表 15。

表 15 未来物业费预测情况 单位：年/万元/%

年份	物业费收入	金额占比
2018	32613.71	12.51
2019	41761.47	16.16
2020	45260.40	17.69
2021	45260.40	17.83
2022	45260.40	17.89
2023	45260.40	17.92
合计	255416.78	100.00

金科物业作为资产服务机构授权资金监管银行于物业费监管账户划款日（T-6 日）将物业费监管账户内的资金余额全部划付至信托账户。如果差额支付启动日（T-5 日）上午 10:30 时信托账户中的资金少于基础债务人当期应还的当期本息金额的，则受托人应在该日中午 12:00 前通知差额支付承诺人承担差额支付义务。差额支付承诺人在收到受托人要求其承担差额支付义务的通知后，应于差额支付划款日（T-4 日）16:00 前支付差补款项至信托账户，以确保信托账户中的资金不少于当期应还的本息。

受托人、资金保管机构应按合同规定于每个信托利益核算日(T-3日)核算信托账户资金及该信托利益核算日后第一个支付日应支付的资产支持票据当期本金及利息和费用支出等有关的每笔资金数额。受托人应于每个支付日前的第二个工作日(T-2日)下午三点(15:00)前,指令资金保管机构将相应资金划转至支付代理机构指定的资金账户,用于兑付资产支持票据”的本金及利息,并于每个支付日¹(T日)下午三点(15:00)前,指令资金保管机构将相应数额的资金划转至指定账户,用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬。

2. 现金流支付机制

(1) 正常情况下,信托财产的分配

正常情况下,受托人、资金保管机构核算完当期应付的资产支持票据本息和费用等支出后,按照以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付):(a)印花税、增值税等应有信托缴纳的税费(如有);(b)信托财产应承担的费用²;(c)优先级资产支持票据当期应支付的利息;(d)优先级资产支持票据当期应支付的本金;(e)剩余资金按合同约定³支付给次级资产支持票据持有人。

(2) 加速清偿机制

如果触发委托贷款加速清偿事件,信托财产的分配方式将发生改变。

委托贷款加速清偿事件,分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事

件。自动生效的加速清偿事件系指以下任一事件:(a)基础债务人、差额支付承诺人发生任何丧失清偿能力事件;(b)根据《信托合同》约定,需要更换受托人、资产服务机构,且在90个自然日内仍无法找到合格的继任或后备机构;(c)在差额支付启动事件发生后的第一个差额支付划款日,差额支付承诺人未能按约定承担差额支付义务,导致信托账户内的资金不足清偿当期委托贷款本息。需经宣布生效的加速清偿事件系指以下任一事件:(d)自信托生效日(含该日)起的任一个计息期间内出现12个或12个以上物业合同在服务期限届满未能续期,或者因为金科物业违约被提前解除,或者物业合同因业主委员会与其他物业服务企业签订的物业服务合同而提前终止的情况;(e)在信托存续期间,金科物业提供的质押财产所对应的物业合同低于80份(含本数);(f)基础债务人出现可能影响委托贷款安全的重大不利变化或受到重大不利影响;(g)基础债务人发生重大违法经营行为而受到行政制裁导致对其后续经营产生实质性影响;(h)其他可能影响底层基础资产回收和委托贷款安全的重大事项。

发生任何一起自动生效的委托贷款加速清偿事件,委托贷款加速清偿事件应视为在该等事件发生之日进入加速清偿程序。发生任何一起经宣布生效的委托贷款加速清偿事件的,受托人应与主承销商召集资产支持票据持有人会议表决决定是否要求基础债务人提前偿还全部委托贷款未偿本金余额及应付未付利息且宣布信托进入加速清偿程序。资产支持票据于信托进入加速清偿程序之日提前到期。

信托进入加速清偿程序的,受托人应要求基础债务人在信托进入加速清偿程序之日起三十个工作日内偿还委托贷款未偿本金余额并结清截至信托进入加速清偿程序之日委托贷款全部未偿本金余额所对应的应付未付利息。如基础债务人未能在信托进入加速清偿程序之日起三十个工作日偿还委托贷款未偿本金余额并结

¹ 支付日,系指信托存续期间资产支持票据的支付日,第一个支付日为资产支持票据基准日满六个月之对应日,后续支付日为第一个支付日后每满六个月之对应日。如果该支付日不是工作日,则顺延至该日后的第一个工作日。正常情况下,最后一个支付日为第十二个支付日。在基础债务人按约定选择提前偿还全部的委托贷款本息或者全体优先级资产支持票据持有人选择提前受偿全部优先级资产支持票据的情况下,最后一个支付日为第六个支付日。

² 该费用包括信托财产应承担的税收(如有),跟踪评级报酬(初始评级费用由发起机构承担),受托人、资金保管机构、支付代理机构、会计师信托存续期间报酬,信托设立的公告费用(如有),信托财产清算费用(如有),信托财产应承担的其它费用和支出。

³ 在信托利益核算日后第一个支付日支付完毕当期优先级资产支持票据利息和本金后,支付剩余资金之50%给次级资产支持票据持有人。最后一个支付日,优先级资产支持票据应付未付利息及本金全部偿付完毕后,支付全部剩余资产给次级资产支持票据持有人。

清应付未付利息，受托人应于下一个工作日通知差额支付承诺人就委托贷款未偿本金余额及该等应付未付利息承担差额支付义务，差额支付承诺人应于信托进入加速清偿程序之日起四十个工作日内将差补款项划入信托账户。

(3) 加速清偿下，信托财产的分配

信托进入加速清偿程序后，受托人应于收到任何一笔基础债务人还款、处置质押物的处置价款后十个工作日内，以信托账户内资金为限按如下顺序分配信托的信托利益：(a) 基础资产及底层基础资产处置费用；(b) 印花税、增值税等应有信托缴纳的税费（如有）；(c) 信托财产应承担的费用；(d) 优先级资产支持票据应付未付的本金直至全部清偿完毕；(e) 优先级资产支持票据应付未付的利息直至全部清偿完毕；(f) 剩余资金全部作为次级资产支持票据持有人收益。

如若基础债务人未能按期将委托贷款项下全部未偿本息足额偿还，且差额支付承诺人未及时履行差额支付义务的，受托人应当立即行使《物业费收入质押合同》项下的担保权利，要求资产服务机构按日将底层基础资产所产生的回收款划付至物业费监管账户，并按月将物业费监管账户内资金划至信托账户，直至基础债务人全部未偿委托贷款本息清偿完毕。

3. 开放期安排

信托开放期，系指信托第六个支付日之前的第二十九个工作日（包括该日）至第二十六个工作（不含该日）之间的期间，受托人、主承销商、联席主承销商按照交易文件的约定，对不愿继续持有优先级资产支持票据的投资者进行提前受偿登记。

基础债务人有权于提前还款选择日⁴主动选择提前偿还委托贷款未偿本金余额并结清利息（基础债务人只能选择偿还全部而非部分的

未偿本金余额及利息）。如基础债务人选择提前还款的，基础债务人应在该提前还款选择日对应的委托贷款还款日（即第六个委托贷款还款日）提前偿还全部委托贷款未偿本金余额并结清利息。资产支持票据于提前到期日提前到期。

基础债务人未提前偿还委托贷款未偿本金余额的，优先级资产支持票据持有人有权在信托开放期进行提前受偿登记，且受托人应于提前受偿登记日对于该部分优先级资产支持票据应兑付的未偿本金余额及应付利息进行核算，并对相应的受益人进行登记，受益人一经上述登记的，不得以任何形式转让已经进行提前受偿登记的优先级资产支持票据，基础债务人应根据受托人登记的提前受偿票面金额，于相应的委托贷款还款日提前偿还相同金额的委托贷款本金，并偿还相应待偿还委托贷款利息；对于未进行提前受偿登记的，视为其愿意继续持有优先级资产支持票据。

4. 结构化安排

(1) 超额覆盖

本交易优先级票据的实际还款来源为质押财产产生的未来物业费收入，根据评估机构出具的现金流预测报告，在正常情景下未来各期物业费收入对优先级票据应付本息的覆盖倍数均在 1.30 倍以上，保障程度较高，对优先级票据提供一定的信用支持。

(2) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级和次级资产支持票据。资产池回收的资金按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，优先级资产支持票据优先于次级资产支持票据获得本息偿付。

(3) 触发机制

本交易设置“委托贷款加速清偿事件”作为触发机制，委托贷款加速清偿事件发生后，信托将进入加速清偿程序，基础债务人应在三十个工作日内偿还委托贷款未偿本息，若基础债务人未能足额偿付，则由差额支付承诺人进

⁴提前还款选择日，系指信托第六个支付日之前的第三十个工作日，提前还款选择日为基础债务人有权行使提前还款选择权的日期。基础债务人有权在提前还款选择日之前宣布其于对应的委托贷款还款日提前偿还委托贷款全部剩余本金并结清利息。

行差额补足。若差额支付承诺人未及时履行差额支付义务的，受托人应当立即行使《物业费收入质押合同》项下的担保权利，要求按日归集回收款至物业费监管账户，并按月划转至信托账户，直至基础债务人全部未偿委托贷款本息清偿完毕。

本交易触发机制的设置在一定程度上缓释了事件风险的影响。

(4) 差额支付机制

本交易设置了差额支付机制，在以下任一差额支付事件发生时，差额支付承诺人应根据《差额支付协议》的约定履行差额支付义务：

(a) 对每个信托利益核算日前，信托账户内可供分配资金金额不足于支付本信托项下该日分配应付未付的税费、应付未付的保管费、应由信托财产承担的信托报酬及其他信托费用以及优先级资产支持票据的应付未付本金和利息所需资金；(b) 委托贷款还款核算日上午 10:30 时，物业费监管账户中的资金少于基础债务人当期应还的本息金额；(c) 在发生委托贷款加速清偿事件后，如基础债务人在信托进入加速清偿程序之日起三十个工作日内未能偿还委托贷款未偿本金余额并结清利息。

作为差额支付承诺人，金科股份经营情况良好，财务状况稳健，信用水平很高，能够为优先级票据的本息偿付提供较好的信用支持。

5. 交易结构风险分析

(1) 入池物业运营收入波动风险

根据交易结构安排，优先级票据各期利息和本金的还款来源主要为借款人金科物业收取的物业费，在信托存续期内，若入池物业运营收入发生大幅波动，或将导致基础资产委托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。

本交易入池入池物业数量较多，分散性较好，物业费收缴率较高，后期物业管理费收入有望继续保持稳定态势，因而入池物业运营收入面临的波动风险较小。

(2) 金科物业持续运营风险

本交易物业服务提供方为金科物业，金科物业的持续运营能力将对入池物业的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息的兑付。

根据运营支持承诺人金科股份出具的《运营支持承诺函》，自信托生效日起至信托财产分配完毕之日止的期间内，金科股份不可撤销地向受托人承诺将维持金科物业业务稳定、正常运营；对金科物业所有运营成本、人员工资、应缴纳税费等提供运营支持，并保证金科物业能够正常、稳定运营，不会出现因金科物业的运营状况影响底层基础资产的回收款的收取的情况；促使金科物业有充足的流动资产以确保金科物业能够按时足额支付其在金科物业财产权信托计划中应当支付的任何金额；若金科物业于承诺期间内任何时候确定其流动性资产将不足以如期履行其在任何交易文件项下应当履行的支付义务，金科股份将在知晓后立即采取一切恰当方式为金科物业提供足够的资金以便金科物业可以如期履行有关支付义务；若受托人解散、清算或破产或受到任何限制或受托人的法人名称、经营范围、注册资本或股东发生任何的变化，或受托人发生更换，金科股份在本承诺函项下的义务均不受上述事项影响。上述安排有利于缓释金科物业的持续运营风险。

(3) 合同变更风险

信托存续期间，物业服务合同所对应之业主或业主委员会因选择变更物业管理服务商，或物业服务合同到期续签不利，或入池未交付物业未能如期交付，可能导致资产服务机构所归集的属于本交易的物业费较大幅度减少，从而对优先级信托单位的本息偿付造成不利影响。

本交易《物业费收入质押合同》约定，若入池物业合同项下的一项或多项《物业服务合同》、《前期物业服务合同》出现合同期限届满、合同解除、合同终止等情形的，则质权人有权要求金科物业补充其他符合质押标准的质押财

产继续为质权人提供质押担保，该设置一定程度上缓释了合同变更对优先级票据本息偿付造成的不利影响；同时联合资信在现金流压力测试中，通过提高预期物业费收入损失比例来测试基础资产现金流入对优先级票据本息的覆盖程度，评级结果已经反映了上述风险。

（4）混同风险

若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产所涉及的特定期间的收入与借款人的其他资金发生混同，从而给本交易基础资产造成损失。

本交易设置了监管账户，入池物业的运营收入将按半年归集至监管账户，若发生委托贷款加速清偿事件，委托贷款将提前到期，若基础债务人未能按期将委托贷款项下全部未偿本息足额偿还，且差额支付承诺人未及时履行差额支付义务的，受托人应当立即行使《物业费收入质押合同》项下的担保权利，要求资产服务机构按日将底层基础资产所产生的回收款划付至物业费监管账户，并按月将物业费监管账户内资金划至信托账户，直至基础债务人全部未偿委托贷款本息清偿完毕。

监管账户的设置以及约定条件下的回收款划转频率的增加，一定程度上可缓解本交易面

临的混同风险。

（5）流动性风险

本交易中，基础资产当期所产生的收益可能不足以按时支付优先级票据预期收益及各项相关税费，从而产生流动性风险。

本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人金科股份信用水平很高，能够为优先级票据的偿付提供较好的流动性支持。

（6）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与合格实体进行的活期存款、定期存款、通知存款、协定存款或保本型银行理财产品，并按照届时双方约定的利率计息。合格实体，就评级机构而言，系指主体长期信用等级为 AAA 的金融机构。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于支付日前第三个工作日上午九点前到期或赎回，且受托人不必就提前提取或赎回支付任何罚金或违约金。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

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR⁵）来定量评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的关键指标。

（1）正常情景下 DSCR 测算

在假定外部宏观经济条件持续稳定，金科物业预测期间的经营环境、经营条件以及市场

情况无重大变化，以及无其他人力不可抗拒等因素对金科物业持续运营造成重大不利影响的前提下，联合资信根据评估公司提供的评估报告以及现有的交易结构安排，假设优先级票据的发行利率为 6%，测算在正常情景下，资产池当期预计现金流对于优先级票据本息的偿债覆盖倍数水平。优先级票据本息的偿债覆盖倍数水平决定了本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度，详见表 16。

¹ 偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额；

表 16 正常情景下优先级票据本息 DSCR

单位：万元

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2018 年上半年	14491.01	9541.31	1.52
2018 年下半年	17081.48	11390.04	1.50
2019 年上半年	19807.05	14178.25	1.40
2019 年下半年	20975.76	14875.70	1.41
2020 年上半年	22253.85	16042.90	1.39
2020 年下半年	22376.66	16364.71	1.37
2021 年上半年	22459.39	16765.34	1.34
2021 年下半年	22515.14	16841.77	1.34
2022 年上半年	22552.68	16703.07	1.35
2022 年下半年	22577.97	16855.30	1.34
2023 年上半年	22595.02	16989.37	1.33
2023 年下半年	22606.50	17105.29	1.32
合计	252292.51	183653.05	—

测试结果表明，在正常情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.30 倍以上，表明各期应收物业管理费收入对优先级票据的期间本息支出保障程度高。

(2) 压力情景下 DSCR 测算

本交易现金流会受到入池物业收缴率、欠款回收率、物业费损失率、物业服务合同是否顺利续签、与物业服务密切相对应的实物标的是否如期交付等因素影响，进而影响票据各期的 DSCR 水平同时，同时，票据发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，也会影响票据各期的 DSCR 水平。联合资信综合考虑上述因素的影响，分别设置了拖欠加压、损失加压、发行利率上升加压以及综合情景加压四种压力情景。

压力情景 1：根据金科物业提供的入池物业历年管理费欠款情况来看，金科物业的欠费率稳定在 8% 左右，且拖欠部分 76% 左右将在第二年实现回收。假设未来欠费率每半年小幅上升 0.5%，拖欠部分 75% 在第二年实现回收，通过将欠款率上调对预计现金流进行加压，加压后优先级票据本息的偿债覆盖倍数如表 17 所示。

表 17 压力情景 1—优先级票据本息 DSCR

单位：万元

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2018 年上半年	13654.53	9541.31	1.43
2018 年下半年	16023.94	11390.04	1.41
2019 年上半年	19426.79	14178.25	1.37
2019 年下半年	20568.77	14875.70	1.38
2020 年上半年	21816.90	16042.90	1.36
2020 年下半年	21892.97	16364.71	1.34
2021 年上半年	21951.29	16765.34	1.31
2021 年下半年	21951.29	16841.77	1.30
2022 年上半年	21923.01	16703.07	1.31
2022 年下半年	21923.01	16855.30	1.30
2023 年上半年	21894.72	16989.37	1.29
2023 年下半年	21894.72	17105.29	1.28
合计	244921.93	183653.05	—

压力情景 2：根据金科物业提供的入池入池物业清单统计得出，“外接盘”所对应物业收入占比 31.62%，已提供物业服务两年以内的物业（含未交付物业）其预期物业管理费收入占 81.49%，其中未交付物业管理费占比 19.58%，后期若未成功续签合同可能会对预期物业管理费收入产生不良影响，假设未来每一期由于上述因素给预期物业管理费造成 10% 的损失，通过设置损失率对预计现金流进行加压，加压后优先级票据本息的偿债覆盖倍数如表 18 所示。

表 18 压力情景 2—优先级票据本息 DSCR

单位：万元

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2018 年上半年	13504.48	9541.31	1.42
2018 年下半年	15847.86	11390.04	1.39
2019 年上半年	18312.22	14178.25	1.29
2019 年下半年	19273.10	14875.70	1.30
2020 年上半年	20367.18	16042.90	1.27
2020 年下半年	20367.18	16364.71	1.24
2021 年上半年	20367.18	16765.34	1.21
2021 年下半年	20367.18	16841.77	1.21
2022 年上半年	20367.18	16703.07	1.22

2022 年下半年	20367.18	16855.30	1.21
2023 年上半年	20367.18	16989.37	1.20
2023 年下半年	20367.18	17105.29	1.19
合计	229875.10	183653.05	—

压力情景 3：假设优先级票据发行利率上浮 100BP，影响预计优先级票据本息支出，加压后优先级票据本息的偿债覆盖倍数如表 19 所示。

表 19 压力情景 3—优先级票据本息 DSCR

单位：万元

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2018 年上半年	14491.01	10291.31	1.41
2018 年下半年	17081.48	12115.04	1.41
2019 年上半年	19807.05	14868.25	1.33
2019 年下半年	20975.76	15515.70	1.35
2020 年上半年	22253.85	16627.90	1.34
2020 年下半年	22376.66	16887.21	1.33
2021 年上半年	22459.39	17221.84	1.30
2021 年下半年	22515.14	17228.27	1.31
2022 年上半年	22552.68	17017.07	1.33
2022 年下半年	22577.97	17095.30	1.32
2023 年上半年	22595.02	17152.37	1.32
2023 年下半年	22606.50	17188.29	1.32
合计	252292.51	189208.55	—

组合压力情景：结合上述三种单因素压力

情景，假设各期物业管理费欠费率 8%，且拖欠部分 60%左右将在第二年实现回收；各期物业管理费损失率为 10%；优先级票据发行利率上浮 100BP。加压后优先级票据本息的偿债覆盖倍数如表 20 所示。

表 20 组合压力情景—优先级票据本息 DSCR

单位：万元

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2018 年上半年	12424.12	10291.31	1.21
2018 年下半年	14580.03	12115.04	1.20
2019 年上半年	17502.66	14868.25	1.18
2019 年下半年	18500.41	15515.70	1.19
2020 年上半年	19670.29	16627.90	1.18
2020 年下半年	19725.11	16887.21	1.17
2021 年上半年	19785.02	17221.84	1.15
2021 年下半年	19788.67	17228.27	1.15
2022 年上半年	19791.47	17017.07	1.16
2022 年下半年	19791.47	17095.30	1.16
2023 年上半年	19790.11	17152.37	1.15
2023 年下半年	19790.11	17188.29	1.15
合计	221139.45	189208.55	—

测试结果显示，在上述各种压力情景下，优先级票据本息各期 DSCR 均在 1.15 倍及以上，表明在各压力情景下，本交易优先级票据的本息均可正常兑付。

五、主要参与方履约能力

1. 借款人/资产服务机构/出质人/基础债务人/物业服务提供方

本交易的借款人/资产服务机构/出质人/基础债务人/物业服务提供方为金科物业服务集团。金科物业具有独立法人资格，具备国家一级资质。公司成立于 2000 年，公司注册资本 5000 万元，在职员工 12000 余人。金科物业服务集团有限公司为金科地产集团股份有限公司的全资子公司。

金科物业服务覆盖北京、重庆、四川、江苏、湖南、陕西、山东、贵州、新疆、云南、河南等 16 个省、自治区及直辖市，进驻 70 余城，管理规模达 1.6 亿平方米。物业服务形态涵盖住宅物业、商写物业、高校以及政府部门办公楼等诸多类型，管理方式从最初的委托管理转型为“全委服务、咨询服务、股权合作、专项合作”为一体的多样化发展。金科物业的主营业务为自持物业的运营管理，营业收入来

源主要为物业费收入。

截至 2016 年，金科物业资产总额 22.16 亿元，所有者权益 1.22 亿元；2016 年实现营业收入 8.43 亿元，净利润 1.22 亿元。

总体来看，金科物业运营管理经验丰富，运营实力较强。金科物业作为本交易的物业服务提供方和资产服务机构，能够为本交易提供良好的服务。

2. 委托人/发起机构/差额支付承诺人/运营支持承诺人

本交易的委托人/发起机构/差额支付承诺人/运营支持承诺人为金科地产集团股份有限公司。金科股份前身为重庆东源钢业股份有限公司（以下简称“东源钢业”），系 1986 年 12 月经重庆市人民政府批准，由重庆钢铁公司以第四钢铁厂为主体进行股份制试点组建的股份有限公司，1996 年 11 月 28 日，经中国证监会证监批准，在深圳证券交易所上市交易，证券简称“重庆东源”。上市后经过多次股本变化及重大资产重组，2009 年 3 月，重庆东源拟新增股份吸收合并重庆市金科实业（集团）有限公司（以下简称“金科集团”），2011 年 5 月得到中国证监会批复，重庆东源以 5.18 元/股的价格新增 90849.82 万股股份吸收合并金科集团，金科集团全体股东以其拥有的金科集团权益（评估作价 470602.07 万元）折为重庆东源的股本，成为重庆东源的股东，2011 年 6 月，重庆东源名称变更为“金科地产集团股份有限公司”。至此，公司股份总数增至 115854.01 万股，注册资本 115854.01 万元；金科投资持有公司 25283.54 万股，占公司总股本的 21.82%，成为公司控股股东；黄红云、陶虹遐一致行动人通过直接和间接方式合计持有公司 55930.11 万股，占公司总股本的 48.28%，为公司实际控制人。后期，经过几轮股权变动，截至 2017 年 6 月末，发起机构总股本为 534336.83 万股，金科投资持有发起机构 75850.61 万股，占发起机构总股本的 14.20%，为发起机构控股股东；黄

红云及其一致行动人陶虹遐合计持有发起机构 140194.22 万股，占公司总股本的 26.24%，黄红云为发起机构实际控制人。

截至 2017 年 6 月底，公司内设董事会办公室、审计风控部、证券事务部、投资部、法律事务部、资金管理部和财务管理部等职能部门。公司纳入合并财务报表范围的子公司 191 家，其中一级子公司 51 家，二级子公司 140 家，业务涉及房地产开发、酒店服务、物业管理、新能源发电等业务板块。截至 2017 年 6 月末，公司（合并）资产总额 1337.30 亿元，所有者权益 214.79 亿元；2017 年上半年，公司实现营业收入 104.15 亿元，利润总额 5.27 亿元。

（1）经营分析

金科股份是一家以房地产开发为主，社区生活服务、酒店经营管理、园林、装饰、门窗和新能源发电等相关多元化产业经营为辅的大型企业集团。房地产业务板块主要为住宅开发，辅以商业地产开发、产业地产开发与运营，开发模式以独立开发为主，公司营销以自有销售团队为主。房地产业务主要布局长三角经济圈、京津冀经济圈、成渝经济圈和长江经济带的“三圈一带”，形成了重庆、华东、华北和中西部的区域发展格局，已进驻全国多个省（市），开发项目主要集中于重庆、北京、成都、苏州、南京、合肥、郑州、武汉、天津、济南、青岛等主要一二线城市。物业管理为公司房地产升级转型的重点发展方向，公司通过打造智慧生活社区，为公司管理的物业项目业主提供全方位的人性化服务，以收取基本物业费和其他增值服务收入为主要收入来源，业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等省市。

2014 至 2016 年及 2017 年上半年，金科股份实现营业收入分别为 173.24 亿元、193.99 万元、322.35 万元和 104.15 万元，2016 年营业收入增长较快。近三年一期，营业收入来源结构变化不大，主营业务收入占营业收入比例维持在 99%左右，其中房地产销售收入在主营业务收入中占比最高，最近三年一期占营业收入比

例分别为 91.36%、92.97%、93.87%和 89.22%。

毛利润变化方面，近三年及一期，发起机构的营业毛利分别为 398,684.87 万元、551156.97 万元、668583.84 万元和 177856.99 万元。发起机构主营业务毛利占比大且主要为房地产销售，近三年及一期，发起机构主营业务毛利分别为 382024.10 万元、534323.58 万元、648873.57 万元和 167036.84 万元，其中，房地产销售业务毛利润分别为 363292.19 万元、493642.33 万元、596217.53 万元和 142183.13 万元，毛利率分别为 22.96%、27.37%、19.70%和 15.04%。近三年发起机构毛利润增加主要系房地产销售业绩突出，营业收入大幅增加所致；毛利率下降则主要系房地产行业受到地价大幅上涨等因素影响较大导致行业整体利润空间被压缩所致。近三年及一期，发起机构物业管理业务毛利润分别为 8627.27 万元、13688.91 万元、21665.99 万元和 8447.62 万元，毛利率分别为 19.85%、23.24%、22.27%和 18.64%，发起机构近年来大力发展物业管理业务，规模增长迅速，毛利率较为稳定。

公司主营业务收入主要来源于重庆、江苏地区。2014 至 2016 年，上述两个地区实现营业收入占发起机构主营业务收入的比例均超过 80%，并往河北、江苏、湖北、天津等地拓展。2016 年，发起机构土地项目总投资约 208 亿元，新增获取 34 宗土地，2017 年上半年，土地投资约 204 亿元，新增获取 22 个项目，新进郑州、南京、武汉、天津、南宁等重点城市，三圈一带的“核心十城”布局基本完成，逐步实现公司“二线热点城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”的发展思路。

总体看，近年来，公司主营业务收入波动增长，主营业务中房产销售业务占比高，房地产业务是公司主要利润来源。

（2）财务分析

在资本结构方面，截至 2017 年上半年，公司资产总额 1337.30 亿元，负债合计 1122.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）214.78 亿

元。2014 至 2017 年，公司资产规模逐年增长。从资产结构来看，发起机构资产结构较为稳定，以流动资产为主。近三年及一期末，发起机构流动资产分别为 7518472.43 万元、8738746.20 万元、9926509.52 万元和 12317210.10 万元，占总资产比例分别为 91.62%、91.45%、90.86%和 92.10%，持续保持在 90%以上。近三年一期末，非流动资产分别为 688108.24 万元、816533.47 万元、998406.89 万元和 1055833.46 万元，占总资产比例分别为 8.38%、8.55%、9.14%和 7.90%。发起机构流动资产占比较高主要是发起机构主营业务为房地产开发及销售，因此存货作为流动资产科目在总资产中占比较大。发起机构流动资产主要为货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产。近三年一期末，以上项目占流动资产的比例分别为 99.03%、99.17%、99.16%和 99.33%。流动资产中存货占比较大，近三年一期末存货占流动资产的比例分别为 82.81%、82.58%、72.06%和 72.25%。

在现金流方面，2014 年至 2017 年上半年，发起机构经营活动产生的现金流量净额分别为 -838476.30 万元、41227.00 万元、624412.15 万元和 -755232.19 万元。经营活动现金流量净额波动较大，主要系发起机构房地产业务规模持续扩大，且项目开发周期较长，经营性现金流流出和流入存在阶段性的不匹配的情况所致。总体看，公司经营活动回笼现金的能力一般，但由于公司新增开发项目较多，项目投入不断增加，公司经营活动产生的现金流不能够满足未来的经营扩张与投资需求，公司有一定的对外融资要求。

在偿债能力方面，截至 2017 年 6 月末，发起机构合并口径资产负债率为 83.94%，扣除预收账款后的资产负债率为 56.58%，流动比率为 1.98，速动比率为 0.55，发起机构流动比率较高，资产流动性较好，但由于房地产企业存货规模较大，速动比率较低。截至 2017 年 6 月末，发起机构有息负债金额为 5951143.80 万元，其

中短期借款 562200.00 万元、一年到期的长期借款 491700.00 万元、长期借款 3120565.90 万元、应付债券 1726781.05 万元和长期应付款 49896.85 万元。发起机构负债规模增长较快，主要系发起机构为扩大业务规模，土地储备及在建项目投资额不断增长，购买原材料等短期营运资金需求和补充项目建设等长期营运资金需求增长较快，若房地产市场或金融市场发生重大波动，发起机构资金来源保障不足，将导致偿债压力较大。如果负债水平不能保持在合理的范围内，发起机构将面临一定的偿债风险。截至 2017 年 6 月末，发起机构短期有息债务余额为 1053900.00 万元，长期有息债务余额为 4897243.80 万元，偿还借款压力较大，公司存在一定代偿风险，整体看偿债能力一般。

总体来看，金科股份开发经验丰富，近年来经营规模较大，土地储备较充足，自持物业质量较高，营业收入规模较大，联合资信给予金科股份的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。作为本交易的委托人/发起机构/差额支付承诺人/运营支持承诺人，金科股份信用水平很高，履约能力良好。

3. 监管银行/资金保管机构

本交易的监管银行/资金保管机构为中国建设银行股份有限公司。中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）成立于 1954 年 10 月，是四大国有控股银行之一。建设银行于 2005 年 10 月在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2015 年末，建设银行股本总额 2500.11 亿元，其最大股东为中央汇金公司，持股比例为 57.31%。

截至 2016 年末，建设银行资产总额 209637.05 亿元，其中贷款和垫款净额 114883.55 亿；负债总额 193740.51 亿元，其中客户存款余额 154029.15 亿元；股东权益合计 15896.54 亿元；不良贷款率 1.52%；拨备覆盖率 150.36%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 14.94%，一级资

本充足率 13.15%，核心一级资本充足率 12.98%。2016 年全年，建设银行实现营业收入 6050.90 亿元，净利润 2323.89 亿元。

建设银行严格遵守《公司法》、《商业银行法》等相关法律及监管法规的要求，结合公司治理实践经验，不断优化公司治理结构，完善公司治理制度，明确股东大会、董事会、监事会及高级管理层的权力和责任，建立了完善的决策、执行和监督机制，确保了各方独立运行、有效制衡。

近年来，建设银行积极开展内部控制现场测试和非现场评价，在内部控制评价过程中未发现重大和重要内部控制缺陷。建设银行根据监管要求，贯彻落实财政部等五部委《企业内部控制基本规范》及其配套指引的要求，成立内控合规部，围绕内部环境、风险评估、控制活动、信息沟通、内部监督等五要素，明确了内部控制的目标、原则和管理要求，并制定了内部控制基本规定。同时，建设银行制定了内部控制评价办法，按照主要业务流程中关键控制点的控制状况进行评价，推动实现内部控制全员、全面、全过程管理。建设银行制定了《中国建设银行内部控制体系建设三年规划》，明确了未来三年内控体系建设的目标、内容、责任与时间进度，以确保内控体系建设工作持续改进。

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

4. 受托人

本交易的受托人是中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）。中信信托成立于 1988 年 3 月，并于 2002 年 9 月经中国人民银行批准重新登记。目前中信信托注册资本金 100 亿元人民币，其中中国中信有限公司持股 80%，中信兴业投资集团有限公司持股 20%。

截至 2016 年末，中信信托资产总额 279.22 亿元，所有者权益 202.14 亿元。2016 年，中信

信托实现营业收入 58.18 亿元，净利润 31.22 亿元。

中信信托自 2002 年重新登记以来，遵照中国银行业监督管理委员会的监管要求，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，增强风险控制能力，在规范经营方面取得了一定的发展。中信信托已经基本建立了一套完整的公司

治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架，能够较为有效地防范各种风险。

总体来看，中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本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。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构系在中国依法设立并有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，为交易商协会会员，不存在法律、法规、规范性文件及公司章程规定的需要予以终止的情形；发行文件编制合法合规，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署，对交易文件各方产生约束力；本项目的中介机构均具备《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件要求的相关资质，与发起机构不存在关联关系；基础资产的形成与取得合法合规，基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策的规定，基础资产真实有效、权属明确，基础资产

不存在任何抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形，基础资产形成与取得符合法律法规的要求，不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形；发起机构已采取相关措施，在本项目各参与方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，确保基础资产在资产支持票据池存续期内产生的现金流作为偿付支持；质押财产真实有效且权属清晰无争议，质押财产不存在任何质押等第三方权利负担的情形，质押财产在《物业费收入质押合同》生效后办理质押登记，符合《物权法》等法律法规的规定；本项目交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排，并制定了符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件要求的现金流归集、管理机制、资金混同风险防范措施以及投资者保护机制；本项目安排的信用增进方式符合《合同法》、《资产支持票据指引》、《管理办法》等有关法律、法规等规范性文件的规定；本项目募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求，发起机构的治理结构、业务运营符合有关法律、法规和规范性文件的规定，发起机构的受限资产、或有事项对本项目不存在不利影响。

七、评级结论

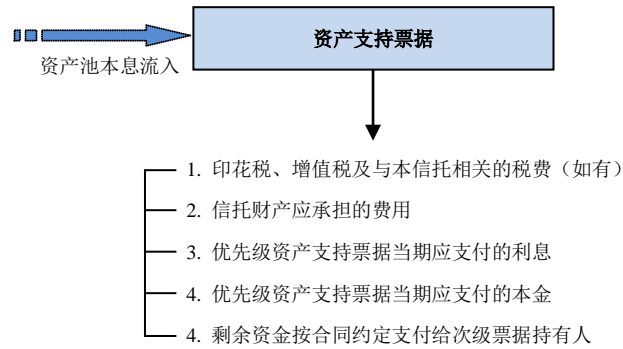
联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风

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，同时考虑差额支付承诺人/运营支持承诺人金科地产集团股份有限公司的偿债能力和偿债意愿以及对于借款人金科物业服务集团有限公司给予的运营支持，确定“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”的评级结

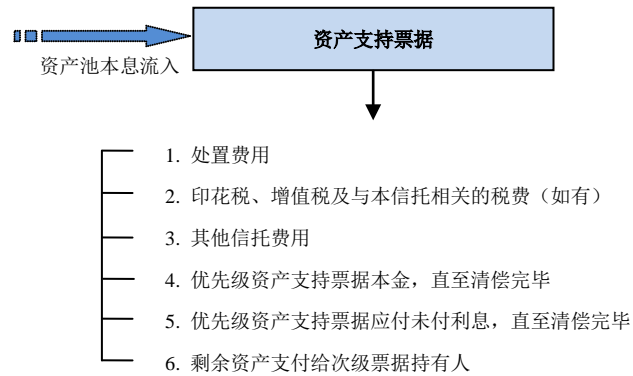
果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 正常情况下现金流分配



附图 2 加速清偿下现金流分配



附件 1 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）。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_{sf}）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_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。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。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据 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“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”优先级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。

金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任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“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”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“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”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“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”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。

如金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“金科地产集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据”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金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。