

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《魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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。



信用等级公告

联合[2019] 353 号

联合资信评估有限公司通过对“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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，确定魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款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
二零一九年二月十九日



魏桥金融保理2019年度第一期中国宏桥供应链应付账款 资产支持票据信用评级报告

评级结果

名称	发行金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先级资产支持票据	24800.00	94.66	AAA _{sf}
次级资产支持票据	1400.00	5.34	NR
总计	26200.00	100.00	—

注：1. NR——未予评级，下同。

2. 上述评级结果成立的假设前提是保理公司已支付保理款项，且直接债务人和共同债务人已出具付款确认书；

3. 上述评级结果仅在资产支持票据发行利率不超过 8.50% 的情况下有效。

交易概览

载体形式：信托型资产支持票据

基础资产：重庆魏桥金融保理有限公司依据保理合同对债务人享有的每一笔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：重庆魏桥金融保理有限公司

受托人/发行载体管理人：云南国际信托有限公司

资金保管银行：中国民生银行股份有限公司大连分行
牵头主承销商/簿记管理人：中国民生银行股份有限公司

联席主承销商：中信证券股份有限公司

债务人：中国宏桥集团有限公司下属公司

共同债务人：山东宏桥新型材料有限公司（第一共同债务人）、中国宏桥集团有限公司（第二共同债务人）

评级时间

2019 年 2 月 19 日

分析师

徐 阳 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通过对“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”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综合考量，确定“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”项下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优先级资产支持票据利息获得及时支付和本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，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共同债务人对其到期应付义务的书面确认，且不享有任何扣减、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山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“山东宏桥”）和中国宏桥集团有限公司（以下简称“中国宏桥”），联合资信给予其主体信用等级分别为 AA⁺ 和 AAA，从而本交易基础资产信用质量良好，面临的违约风险极低。

关注及风险缓释

1. 本交易第二共同债务人中国宏桥集团有限公司是境外注册企业，根据其注册地法律，由中国宏桥出具的《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障碍，或将影响《付款通知书》的可执行性。

风险缓释：根据本交易域外法律意见，已确认中国宏桥主体良好存续，具备签署、交付、履行和执行付款确认书并履行相应义务的所有法人权利和权限。此外，考虑到本交易所涉债务人全部为中国宏桥下属公司，且债务人及第一共同债务人山东宏桥均为境内主体，都有义务按《付款确认书》的约定向信托计划履行还款义务。加之中国宏桥良好的信用水平，因中国宏桥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，进而导致优先级资产支持票据无法正常兑付的可能性很小。

2. 本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持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。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 28616.15 万元，资产支持票据发行规模为 26200.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。本交易优先级资产支持票据预计存续期限为 352 天。联合资信对资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在费率ⁱ0.51%，税率 3.60%，票据发行利率不超过 8.50%的情况下资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

3. 本交易拟入池资产均为到期一次性偿付，存在一定集中兑付的风险。另外，本交易入池资产相关债务人均为中国宏桥下属公司，债务人集中度极高，存在一定的集中违约风险。

风险缓释：山东宏桥、中国宏桥经营情况良好，财务状况稳健，其作为共同债务人，还款能力很强，将为优先级资产支持票据本息的兑付提供强有力的信用支持。同时，联合资信将对相关债务人的还款表现以及中国宏桥、山东宏桥的主体信用等级变动保持持续关注。

4. 本交易优先级资产支持票据信用级别与第二共同债务人中国宏桥主体级别高度相关，若中国宏桥主体信用等级发生变动将会影响本交易优先级资产支持票据信用级别。

风险缓释：中国宏桥经营良好，主体信用等级极高，未来展望稳定。联合资信将会对中国宏桥、山东宏桥的主体信用等级变动保持持续关注。

ⁱ 费率指从“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据信托”出具的各项费用合计费率，具体费用包括登记托管机构收取的费用和受托机构收取的管理费，下同。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构重庆魏桥金融保理有限公司和受托人云南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重庆魏桥金融保理有限公司/云南国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆魏桥金融保理有限公司/云南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，未因重庆魏桥金融保理有限公司/云南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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”项下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级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/发起机构重庆魏桥金融保理有限公司（以下简称“魏桥金保”）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，将基础资产委托给云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）并设立“魏桥金保 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据信托”，云南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：重庆魏桥金融保理有限公司
受托人/发行载体管理人：云南国际信托有限公司
资金保管银行：中国民生银行股份有限公司大连分行
牵头主承销商/簿记管理人：中国民生银行股份有限公司
联席主承销商：中信证券股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：上海清算所（银行间市场清算所股份有限公司）
法律顾问：上海市锦天城律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：中国宏桥集团有限公司下属公司
共同债务人：山东宏桥新型材料有限公司（第一共同债务人）、中国宏桥集团有限公司（第二共同债务人）

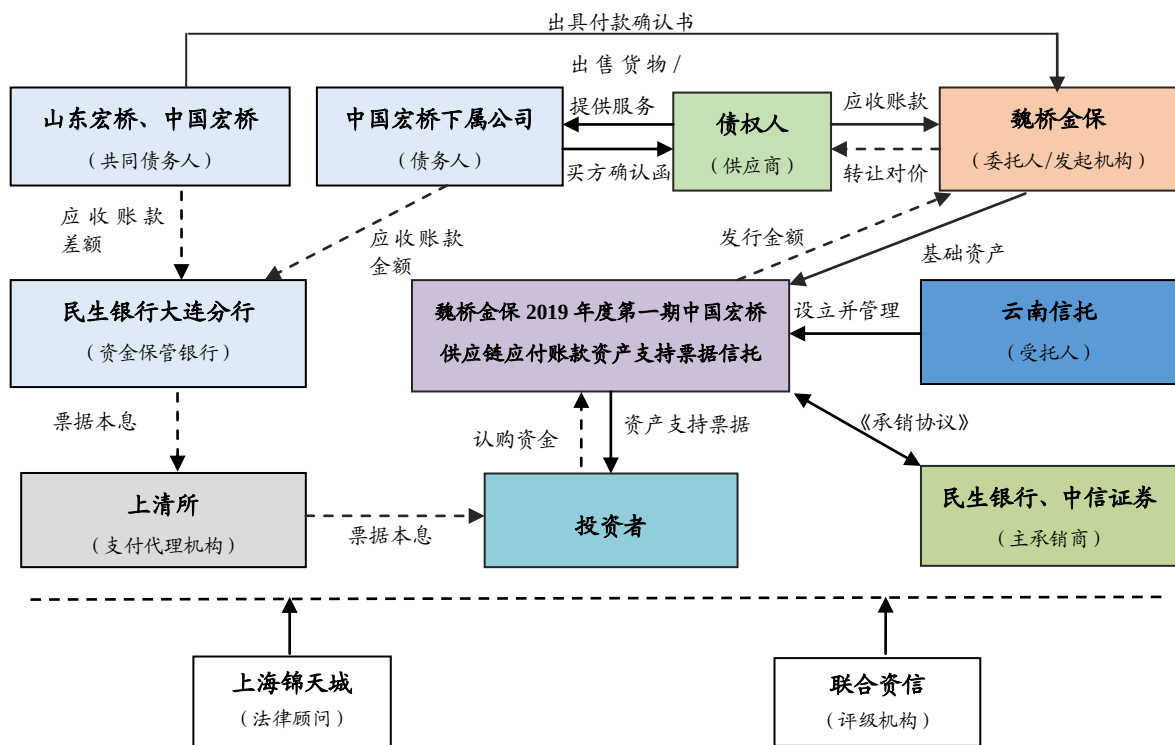


图 1 交易安排ⁱⁱ

ⁱⁱ 图中虚线表示资金流动方向，实线表示法律权利义务关系。

2. 资产支持票据

本交易共设置优先级资产支持票据和次级

资产支持票据，优先级资产支持票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预计

存续期限为352天，还本付息方式为到期一次性还本付息；次级资产支持票据无票面利率，在

优先级资产支持票据本息完成兑付后，获得次级收益和本金。

表2 资产支持票据概况

名称	发行金额 (万元)	占比 (%)	还本付息方式	利率类型	预计存续 期限(天)	法定存续 期限(月)
优先级资产支持票据	24800.00	94.66	到期一次性还本付息	固定利率	352	36
次级资产支持票据	1400.00	5.34	到期一次性还本付息	—	352	36

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，每一笔资产必须在初始起算日、信托财产交付日满足以下要求：(a) 融资人、债务人及共同债务人均系依法设立且合法存续的法人或其他机构；(b) 融资人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，融资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，融资人在向委托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及其附属担保权益；(c) 资产池中的融资人与共同债务人之间不存在关联关系；(d) 委托人已根据保理合同的约定向融资人支付该笔应收账款的转让对价；(e) 融资人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且债务人已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；(f) 共同债务人已向受托人出具《付款确认书》，且该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效；(g) 债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵消全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（法定抵销权除外）；(h) 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，但委托人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；(i) 委托人为融资人提供的保理服务真实、合法、有效，委托人与融资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，委托人向融资人受让其享有的该笔应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权及其附属担保权益；(j) 基础资产均来源于委托人自行向融资人办理的保理业务，不存在再保理的情形；(k) 基础交易合同及适用法律未对融资人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对融资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；(l) 融资人或委托人已将该笔应收账款债权转让予委托人或受托人的事宜向债务人及共同债务人发出书面通知并已取得债务人及共同债务人出具的书面回执；(m) 基础资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均不晚于信托成立日起满12个月的对应日；(n) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(o) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序。

本交易资产池概况如下：

表3 资产池概况

应收账款余额总计(万元)	28616.15
应收账款笔数(笔)	99
债务人户数(户)	14
单笔应收账款最小余额(万元)	2.50
单笔应收账款最大余额(万元)	11000.00

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。截至初始起算日，入池资产共计 99 笔，涉及 14 户债务人，应收账款余额共计 28616.15 万元。

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款均为贸易款。入池应收账款债务人、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 14 户中国宏桥下属公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 11000.00 万元，占比 38.44%。占比较大的前五家债务人应收账款余额共计 24261.12 万元，占比 84.78%，

债务人集中度较高。具体分布见表 4。

表 4 资产池前五大债务人

单位：笔/万元/%

债务人	笔数	应收账款余额	占比
山东宏桥新型材料有限公司	1	11000.00	38.44
山东魏桥铝电有限公司	9	4121.56	14.40
惠民县汇宏新材料有限公司	1	4100.00	14.33
滨州宏诺新材料有限公司	24	2823.48	9.87
邹平县宏正新材料科技有限公司	16	2216.08	7.74
合 计	51	24261.12	84.78

从债务人所在地区分布情况来看，债务人全部分布在山东省，应收账款地区集中度较高。

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，受托人云南信托应根据《资金保管协议》的约定在资金保管银行开立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，魏桥金保将回购价款或赎回价款付至信托账户；魏桥金保在债务人还款日前 2 个工作日及共同债务人还款日前 1 个工作日分别向债务人和共同债务人提示付款并确认债务人拟付款情况。山东宏桥下属子公司应在应收账款到期日前一个工作日 12:00 前向信托账户足额支付该笔应收账款的未偿价款余额。若中国宏桥下属公司未将全部应收账款划付至信托账户，则共同债务人山东宏桥及/或中国宏桥应在应收账款到期日 15:00 点前向信托账户足额支付应收账款的未偿价款余额。

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)缴纳到期应纳未纳或预提的信托税费(如有)；(b)同顺序按比例支付受托人费用、支付代理机构报酬及登记服务费和簿记建档费(如有)；(c)支付优先级资产支持票据的利息；(d)支付优先级资产支持票据的本金；(e)支付次级资产支持票据的本金；(f)剩余资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托财产在分配指令中指示资金保管机构按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应按受偿金额比例支付）：(a)缴纳到期应纳未纳或预提的信托税费(如有)；(b)支付清算期间产生的清算费用；(c)同顺序按比例支付累计应付未付的支付代理机构报酬；受托人、资产服务机构、资金保管机构可报销费用；受托人垫

付费用及登记服务费和簿记建档费（如有）；(d) 支付优先级资产支持票据的利息；(e) 支付优先级资产支持票据的本金；(f) 剩余信托财产全部按信托财产原状分配给次级资产支持票据持有人。

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，若中国宏桥下属公司未来将全部应收账款划付至信托账户，共同债务人山东宏桥和中国宏桥应向信托账户划付等额于中国宏桥下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金之和的资金。中国宏桥是外国企业法人，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，当中国宏桥下属公司无法偿还应收账款，中国宏桥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。

根据本交易境外律师康德明律师事务所出具的法律意见（以下简称“开曼法律意见”），已就中国宏桥的主体资格和其签署《付款确认书》的内部授权事宜发表域外法律意见，确认中国宏桥主体良好存续，具备签署、交付、履行和执行确认书并履行相应义务的所有法人权利和权限。在公司或决议的授权人士代表公司正式签署并交付确认书后，确认书将根据其条款构成公司有效及具有约束力的可强制执行义务；无需或不用为确保确认书可在开曼群岛执行而将其在由开曼群岛任何政府当局或监管机关备存的登记册中登记或存档，但若确认书对公司资产设立抵押，则公司及其董事有义务根据相关规定将该项抵押的详情登录在公司的按揭及抵押登记册内；确认书规定的义务不违反任何中国宏桥注册所在地现行有效的法律、法规、命令或法令。鉴于上述，该风险并不会削

弱中国宏桥应承担的付款履约义务，不存在法律瑕疵。此外，考虑到本交易所涉债务人全部为中国宏桥下属公司，且债务人及第一共同债务人山东宏桥均为境内主体，都有义务按《付款确认书》的约定向信托计划履行还款义务。加之第二共同债务人中国宏桥良好的信用水平，因中国宏桥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，进而导致优先级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，且优先级资产支持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 28616.15 万元，资产支持票据发行规模为 26200.00 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优先级资产支持票据本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

（3）集中风险

本交易拟入池资产均为到期一次性还本付息，存在一定集中兑付的风险。另外，本交易入池资产相关债务人均为中国宏桥下属公司，债务人集中度极高，存在一定的集中违约风险。

山东宏桥经营情况良好，财务状况稳健，其作为第一共同债务人，还款能力很强；中国宏桥作为第二共同债务人，还款能力极强。共同债务人将为优先级资产支持票据本息的兑付提供强有力的信用支持。同时，联合资信将对相关债务人的还款表现以及中国宏桥、山东宏桥的主体信用等级变动保持持续关注。

（4）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。具体而言，约定信托账户内的资金在闲置期间以同业存款的方式存放于主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。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，最迟应于支付日前的第 3 个工作日上午 9:00

前将合格投资形成的资产变现，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金，以保证优先级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共同债务人中国宏桥下属公司，若中国宏桥下属公司未将全部应收账款划付至信托账户，则由共同债务人山东宏桥股和中国宏桥对不足部分进行补足。联合资信给予山东宏桥和中国宏桥的主体信用等级分别为 AA⁺ 和 AAA，其中中国宏桥信用等级与资产支持票据的目标等级一致。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优先级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优先级资产支持票据预期支出的保障程度。本交易优先级资产支持票据预计存续期限为 352 天，假定优先级资产支持票据发行利率分别为下表中所设值，测算的覆盖倍数如下表所示：

表 6 压力情景下优先级资产支持票据覆盖倍数

单位：%/万元/倍

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	优先级资产支持票据 覆盖倍数
7.50	26663.72	1.0732
7.70	26713.28	1.0712
7.90	26762.84	1.0692
8.10	26812.39	1.0673
8.30	26861.95	1.0653
8.50	26911.50	1.0633

注：优先级资产支持票据覆盖倍数=应收账款余额/项目信托应付优先级资产支持票据本息费总和

从压力测试的结果来看，在费率为 0.51%，税率为 3.60%，优先级资产支持票据发行利率不超过 8.50% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的保障程度均达到 1 倍以上。在考虑本交易共同债务人偿债能力及偿债意愿的情况下，优先级资产支持票据能够通过 AAA_{sf} 级的压力测试。

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/资产服务机构为魏桥金保，魏桥金保成立于 2016 年 11 月，注册资本为 5 亿元人民币，实收资本 5 亿元。魏桥金保是由山东魏桥创业集团有限公司、麦启投资（上海）有限公司与山东创新集团有限公司共同出资组建的服务于魏桥集团上下游企业的保理公司。

魏桥金保目前主要的业务模式包括：以受让应收账款的方式提供融资；应收账款的收付结算、管理与催收；销售分户（分类）账管理；与本公司业务相关的非商业性坏账担保；客户资信调查与评估及相关咨询服务；再保理业务；金融类应收账款资产转让、承销。

截至 2018 年 9 月 30 日，魏桥金保资产

总额为 288994.81 万元，负债总额为 235603.52 万元，所有者权益总额为 53322.52 万元。2018 年前三季度，魏桥金保实现营业收入 11305.43 万元。

总体来看，魏桥金保运营时间较短，资产规模较小，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. 第一共同债务人—山东宏桥

山东宏桥前身为山东魏桥染织有限公司，成立于 1994 年 7 月 27 日，成立时为中外合资经营企业，初始注册资本 300 万美元，其中，山东魏桥创业集团有限公司（以下简称“魏桥集团”）持有 60% 股权，香港中大汇文有限公司持有 40% 股权。2010 年 2 月 5 日，公司变更为现名。2010 年 3 月，公司成为宏桥投资（香港）有限公司（以下简称“宏桥投资（香港）”）的全资子公司。2011 年 3 月，中国宏桥（股票代码：1378.HK）在香港联合交易所红筹上市。中国宏桥通过中国宏桥投资有限公司和宏桥投资（香港）间接控制山东宏桥。经过多次股权转让及增资扩股，截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为 153312 万美元，是宏桥投资（香港）的全资子公司，自然人张士平先生拥有实际经营决策权，是公司实际控制人。

山东宏桥产品以液态铝合金为主，公司经营范围：铝矿砂（铝矾土）贸易；铝锭、铝板、铝箔、铝带、铝产品和铝型材的加工及销售；备案范围内的自营进出口业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。公司设有人力资源部、行政管理部、物资供应部、销售部、财务部、安监部、环保部、企管部、计量处、煤炭供应部、煤监部、信息管理部和审计监察部 13 个职能部门。截至 2018 年 6 月底，公司拥有合并范围的子公司合计 30 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1520.26 亿元，所有者权益 509.67 亿元（其中少数股东权益 10.29 亿元）；2017 年公司实现

营业收入 973.76 亿元，利润总额 60.67 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1673.57 亿元，所有者权益 538.02 亿元（其中少数股东权益 12.79 亿元）；2018 年 1 至 9 月公司实现营业收入 660.87 亿元，利润总额 43.80 亿元。

（1）经营分析

山东宏桥是全球最大的铝产品制造商之一，拥有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴及北海 8 个生产基地，生产基地相互间的距离在 80 公里内，均处于山东省滨州市铝产业集群范围内，8 个生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高。截至 2018 年 6 月底，公司电解铝年产能合计 646 万吨，行业内排名前列。

山东宏桥拥有自备电厂，且孤网运行，电力成本低。电力供应方面，拥有自备电厂和自建输电网络，所有生产基地由自建电网连接，公司的电力系统可持续稳定供应生产，自发电供应可有效降低电力成本。2017 年，山东宏桥电力自给率为 73.73%。

山东宏桥着力拓展上游产业链，完善铝矾土—氧化铝—铝合金产业链。在氧化铝和铝矾土供应方面，公司为了保证氧化铝的供给，与印度、澳大利亚、马来西亚等国家的企业签署了采购铝矾土的长期合同。为了拓展上游产业链，进一步提高氧化铝自产率，公司自建了粉煤灰综合利用生产线。此外，公司还在几内亚参股投资建设铝矾土项目。截至 2018 年 6 月底，山东宏桥氧化铝年设计产能为 1300 万吨，自给率为 89.22%。

山东宏桥坐落于滨州地区铝产业集群范围内，集群内具有完整的上下游产业链，基本能够做到自给自足，需要外部采购的原料主要是铝矾土和煤炭，从而整个产业集群的成本都较低。山东宏桥处于产业链的中间环节，具有重要地位。在原材料成本方面，2010 年公司与当地铝产业集群内氧化铝供货商签订了长期氧化铝供应协议，集中采购及大规模的采购量使公司的氧化铝采购价格较

低，缓解了原料上涨的压力；在运输成本方面，外购氧化铝主要从当地铝产业集群内企业购买，液态铝合金直接从公司的生产车间运往产业集群内企业，运输距离较短降低了公司的运输成本；大规模的生产使公司在原材料、能源等购买方面具有较强的议价能力，从而取得有利的价格和条款，具有成本优势。在下游销售方面，采用液态铝合金的销售方式，在节约了下游厂商的重熔成本的同时，还节约了公司的熔铸成本，因此吸引了许多铝材制造企业在公司附近投资建厂。

总体看，作为国内铝行业的领先企业，山东宏桥在生产规模、成本控制、电力自给率和产业链布局等方面具有较强的综合竞争优势。

（2）财务分析

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1520.26 亿元，所有者权益合计 509.67 亿元（其中少数股东权益 10.29 亿元）。2017 年，公司实现合并营业收入 973.76 亿元，利润总额 60.67 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1673.57 亿元，所有者权益合计 538.02 亿元（其中少数股东权益 12.79 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 660.87 亿元，利润总额 43.80 亿元。

受公司业务规模扩大影响，2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 21.13%。截至 2017 年底，公司资产总额为 1520.26 亿元，较上年底增长 12.42%；其中，流动资产占比 36.97%，非流动资产占比 63.03%，资产结构以非流动资产为主。2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 27.72%，主要系公司业务规模扩大，导致货币资金、应收票据等增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 562.05 亿元，较上年底增长 24.38%，主要由货币资金（占 40.85%）、应收票据（占 21.78%）和存货（占 27.25%）构成。

2015~2017 年，伴随公司业务规模扩大，公司货币资金规模有所增长，年均复合增长

61.23%。其中，2016 年，公司货币资金余额较上年底增长 30.51%，主要系 2016 年公司产品销量增长带动经营活动产生现金流入增长所致；2017 年，较上年底增长 99.17%，主要系 2017 年经营现金留存规模较大。截至 2017 年底，公司货币资金主要为银行存款，占比 94.52%；其中使用受限资金共 12.63 亿元，主要为票据、信用证及贷款保证金，占比为 5.50%，占比较低。

从经营活动产生的现金流看，2015~2017 年，经营活动现金流入快速增长，年均复合增长 34.41%。2017 年，公司经营活动现金流入为 910.93 亿元。经营活动现金流入增加主要依赖于液态铝合金等产品的销售收入增长。2015~2017 年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长 20.24%。2017 年，公司经营活动现金流出为 623.46 亿元。经营活动现金流出主要为公司生产规模扩大，购买商品及劳务支付增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额快速增长，2017 年为 287.48 亿元。近三年，现金收入比波动中有所下降，分别是 112.12%、114.92% 和 92.29%，公司收入实现质量有所下降，主要由于公司使用票据结算规模较大所致，公司实际收入实现质量较高。

从投资活动产生的现金流看，2015~2017 年投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 54.65%，其中，2016 年投资活动现金流入大幅减少至 0.23 亿元，主要是由于报表编制口径变化所致，2016 年投资活动现金流入未包含超过三个月的受限定期存款；2017 年投资活动现金流入大幅增加，为 38.80 亿元，主要系公司收回一名独立供货商协议借款所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动中有所增长，分别为 176.45 亿元、258.72 亿元和 214.42 亿元，年均复合增长 10.24%，其中 2016 年，投资活动现金流出同比增长 46.63%，主要系公司推进已规划铝产能扩充及配套热电设施项目建设所支付的现金增加及收购子公司北海信和新材料有限公司所支

付的现金所致；2017 年公司对一名独立供货商公司借款 130.57 亿元（在支付其他与投资活动有关的现金科目中体现）。2015~2017 年，随着公司不断扩张，持续增加项目建设投入，公司投资活动现金流均表现为净流出，分别是-160.22 亿元、-258.49 亿元和-175.62 亿元。近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-87.23 亿元、-108.61 亿元和 111.85 亿元。公司度过快速扩张期，未来投资压力将会逐渐减少。

2015~2017 年，公司流动比率分别是 87.71%、119.02%和 107.34%，速动比率分别是 56.54%、74.15%和 78.09%。2015~2017 年公司经营性现金流动负债比率分别为 18.58%、39.48%和 54.90%，经营活动现金流量净额对公司流动负债保障能力较高。总体看，山东宏桥短期偿债能力较强。

综合来看，山东宏桥作为国内铝行业的龙头企业，在区位优势、产业链布局、经营规模以及技术研发水平等方面具备较强的行业竞争优势。在铝行业整体波动的背景下，公司经营现金流状况佳。经联合资信评估有限公司评定，公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。其作为共同债务人，还款能力较强，为资产支持票据的兑付提供强有力的信用支持。

3. 第二共同债务人—中国宏桥

中国宏桥 2010 年 2 月 9 日于开曼群岛注册成立，注册资本为 1 亿美元。公司于 2011 年 3 月 24 日在香港交易所主板上市（1378.HK）。经历数次股本变更，截至 2018 年 6 月底，公司在香港交易所流通股票 72.60 亿股，公司第一大股东为中国宏桥控股有限公司（以下简称“宏桥控股”），持有公司 68.00%股份，张士平先生通过士平兴旺私人信托公司持有宏桥控股全部股份，是公司实际控制人。

公司是铝产品制造企业，经营范围包括：铝矿砂（铝矾土）贸易；铝锭、铝板、铝箔、

铝带、铝产品和铝型材的加工及销售；备案范围内的自营进出口业务（需凭许可证经营的凭许可证经营）。

截至 2017 年底，公司资产总额 1581.18 亿元，所有者权益 632.17 亿元；2017 年，公司实现营业收入 933.13 亿元，利润总额 70.92 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 1659.96 亿元，所有者权益 592.47 亿元；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 443.27 亿元，利润总额 31.01 亿元。

（1）经营分析

公司是全球最大的铝产品制造商之一，主要经营实体为山东宏桥新型材料有限公司，坐落于滨州地区铝产业集群范围内，集群内具有完整的上下游产业链，基本能够做到自给自足，从而整个产业集群的成本都较低。经过多年发展，公司围绕“铝电网一体化”和“上下游一体化”持续发展，已逐步形成了一条从电力-氧化铝-铝合金-铝加工型材的完整铝加工产业链。公司业务主要包括液态铝、铝合金锭及铝合金加工等。其中液态铝合金是公司主要的收入及利润来源。

从收入结构看，液态铝是公司的核心业务，2015~2017 年，随着生产规模的扩大及产品价格上涨，公司液态铝合金板块收入快速增长，年均复合增长率为 37.34%，2017 年为 760.01 亿元，同比增长 41.14%。公司液态铝板块收入规模在公司营业收入中占比逐年降低，主要系公司开拓国内铝合金锭和铝合金加工产品的市场所致，但液态铝合金收入占比均在 80%以上，主营业务突出。公司位于滨州的铝产业集群内，下游客户集中在公司附近，下游客户为了节约生产成本，选择以液态铝合金形式购买公司的铝产品。与铝合金锭相比，液态铝合金不仅使公司和客户避免铸造及再熔炼成本，也使双方节省了铝合金锭储存成本。2015 至 2017 年，铝合金锭业务收入快速增长，年均复合增长率为 160.20%，2017 年为 117.2 亿元，主要由于公

司产能扩张，公司兼顾产业集群内客户液态铝合金需求的同时，积极开拓国内铝合金锭的市场所致。2015~2017年，公司铝深加工产品收入快速增长，年复合增长63.31%，主要系公司加大对铝下游产业的开拓，提升高附加值产品占比所致。公司蒸汽产品整体收入占比不大，2017年占比为0.2%。

主营业务毛利率方面，2015~2017年，公司毛利率波动中有所下降，分别为20.3%、23.1%和16.0%，其中，2016年，公司液态铝合金产品毛利率同比增长2.8个百分点，主要系液态铝合金平均销售价格增长所致；2017年，公司液态铝合金产品毛利率同比下降7.1

个百分点，主要系煤炭、阳极炭块等原材料采购成本增长，导致吨铝生产成本增长所致。

2018年1~6月，公司实现营业收入443.27亿元，同比下降6.0%，主要系公司于2017年下半年关停部分铝产能所致。同期，公司毛利率为14.7%。

总体看，近年来伴随铝产品产能扩大及铝价回升，公司收入规模大幅增长，液态铝业务为公司主要的收入来源；随着深加工项目的逐步达产，公司深加工业务收入大幅增加；原铝价格以及煤炭价格波动使得公司盈利能力波动下降。

表7 2015~2018年6月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%） 单位：亿元/%

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液态铝合金	402.92	91.4	--	538.48	87.7	--	760.01	81.4	--	359.50	81.1	--
铝合金锭	17.31	3.9	--	50.89	8.3	--	117.20	12.6	--	33.48	7.6	--
铝合金加工产品	20.31	4.6	--	24.13	3.9	--	54.17	5.8	--	47.66	10.8	--
铝产品合计	440.54	99.9	20.3	613.50	99.9	23.1	931.38	98.8	16.0	440.64	99.5	--
蒸汽	0.56	0.1	49.0	0.46	0.1	28.4	1.75	0.2	11.4	2.63	0.5	--
合计	441.10	100.0	20.3	613.96	100.0	23.1	933.13	100.0	16.0	443.27	100.0	14.7

资料来源：公司提供

2015至2017年，公司销售债权周转次数分别为7.77次、6.59次和7.71次；存货周转次数分别为3.00次、3.21次和4.79次；总资产周转次数分别为0.46次、0.49次和0.62次。

总体看，公司整体经营效率水平一般。

（2）财务分析

截至2017年底，公司资产总额1581.18亿元，所有者权益632.17亿元；2017年，公司实现营业收入933.13亿元，利润总额70.92亿元。截至2018年6月底，公司资产总额1659.96亿元，所有者权益592.47亿元；2018年1~6月，公司实现营业收入443.27亿元，利润总额31.01亿元。受公司业务规模扩大影响，2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为21.74%。截至2017年底，公司资产总额为1581.18亿元，较上年底增长10.94%；其中，流动资产占比41.33%，非流动资产占比

58.67%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2015至2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长41.30%，主要系公司业务规模扩大，导致货币资金、应收票据等增加所致。截至2017年底，公司流动资产合计653.43亿元，较上年底增长33.96%，主要由货币资金（占35.49%）、应收票据（占18.23%）和存货（占23.85%）构成。

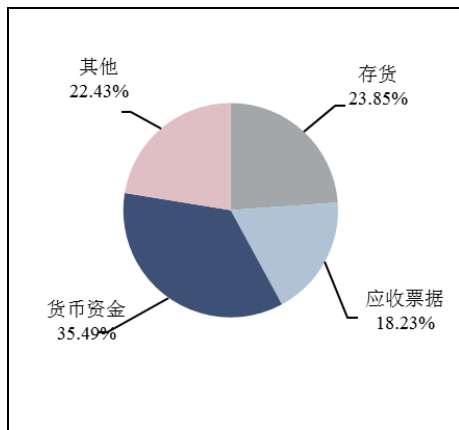


图2 截至2017年底公司流动资产构成

资料来源：公司财务报告

2015至2017年，伴随公司业务规模扩大，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长59.72%。截至2017年底，公司货币资金231.88亿元，主要为现金及银行结余；其中使用受限资金共12.63亿元，主要为票据、信用证及贷款保证金，占比为5.44%，占比较低。

2015至2017年，公司应收票据快速增长，年均复合增长率26.00%。截至2017年底，公司应收票据119.12亿元，较上年底增长22.53%，主要系公司业务规模扩大，银行承兑汇票结算方式有所增长及深加工业务增长所致。公司无所有权受限的应收票据。

公司存货主要由原材料、在产品和产成品构成。2015至2017年，公司存货规模波动中有所增长，年均复合增长率为12.86%。截至2017年底，公司存货账面余额155.85亿元，较上年底下降9.09%，主要系公司关停部分产能，减少原材料库存所致。截至2017年底，公司存货主要由原材料和在制品构成，公司产成品以液态铝为主，按订单生产后即运往下游客户，产品的性质特点决定公司存货中产成品较少。公司存货规模较大，未来若铝产品价格大幅波动，可能存在跌价风险；截至2017年底公司共计提存货减值准备1.50亿元，计提比例为0.96%。

非流动资产

2015至2017年，公司非流动资产波动中有

所增长，年均复合增长12.00%。截至2017年底，公司非流动资产927.76亿元，较上年底下降1.03%，主要由物业、厂房及设备（占90.53%）构成。

2015至2017年，公司固定资产规模波动中有所增长，年均复合增长9.67%。截至2017年底，公司固定资产账面余额839.86亿元，较上年底减少3.08%，主要系公司关停部分铝产能致使计提减值准备及计提折旧影响所致。截至2017年底，公司固定资产原值1145.84亿元，累计计提折旧及减值305.98亿元，固定资产成新率73.30%，成新率较高。

截至2018年6月底，公司资产总额1659.96亿元，较上年底增长4.98%，主要系货币资金增加所致。截至2018年6月底，公司货币资金365.48亿元，较上年底增长66.69%，主要系公司经营活动、投资活动及筹资活动均产生的现金净流入所致。截至2018年6月底，公司应收票据76.94亿元，较上年底下降35.41%，主要系公司铝产品销售量降低、用以结算的银行承兑汇票相应减少所致。公司资产结构方面，流动资产占46.86%，非流动资产占53.14%，与年初相比，流动资产占比有所提高。

总体来看，伴随公司扩张产能规模，公司资产规模持续扩大；其中，流动资产中货币资金及应收票据规模较大，流动性较强，非流动资产中固定资产规模较大，与生产型企业的性质匹配；公司整体资产质量较好。

所有者权益

2015至2017年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长21.19%，主要系储备增长所致，2017年，公司权益总额532.17亿元。从构成来看，公司拥有人应占权益512.33亿元，占权益总额的96.27%；股本占0.99%，储备占99.01%。整体看，公司权益结构稳定性较弱。

截至2018年6月底，公司所有者权益合计592.47亿元，较上年底增长11.33%，主要系储备增长所致。公司拥有人应占权益568.58亿元，占权益总额的95.97%；股本占0.97%，储备占

99.03%，较上年底变化不大。

总体看，伴随公司储备增长，公司权益规模不断扩大，但权益结构稳定性较弱。

负债

2015至2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长22.24%。截至2017年底，公司负债总计1049.02亿元，较上年底增长8.33%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占52.68%，非流动负债占47.32%，公司负债构成中流动负债占比略高。

2015至2017年，公司流动负债不断增长，年均复合增长14.57%。截至2017年底，公司流动负债合计552.65亿元，主要由贸易应付账款及应付票据（占29.06%）、其他应付款及应计费用（占29.57%）、银行借款-须于一年内偿还（占17.24%）和中期票据及债券-须于一年内偿还（占13.02%）构成。

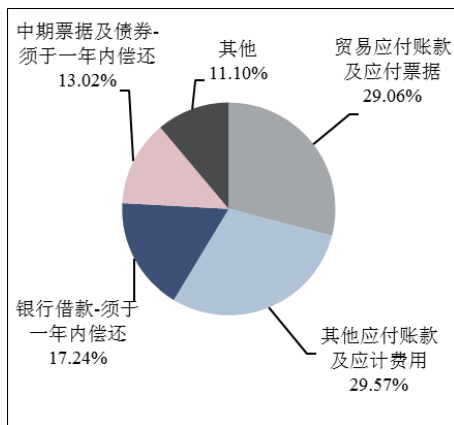


图3 截至2017年底公司流动负债构成

资料来源：公司财务报告

2015至2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长34.25%，截至2017年底为496.36亿元，主要系银行借款-须于一年后偿还及中期债券及票据-须于一年后偿还增长所致。截至2017年底，公司非流动负债主要由银行借款-须于一年后偿还（占21.17%）和中期债券及票据-须于一年后偿还（占73.08%）构成。

2015至2017年，公司贸易应付账款及应付票据快速增长，年均复合增长67.06%。截至2017

年底，公司贸易应付账款及应付票据160.60亿元。其中，应付账款为140.60亿元，主要为应付于第三方的贸易应付账款，从账龄看，6个月以内占98.82%；应付票据为20.00亿元。

公司其他应付款及应计费用主要为物业、厂房及设备应付账款、应付质保金及应付股息等。2015至2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长率为26.20%。截至2017年底，公司其他应付款及应计费用为163.43亿元，较上年底增长29.68%，其中应付物业、厂房及设备款61.00亿元、应付质保金29.44亿元、应付股息31.66亿元。

2015至2017年，公司银行借，波动中有所下降，年均复合变动率为7.42%。截至2017年底，公司银行借款共200.38亿元。其中，于一年内到期95.29亿元，同比下降33.41%；第2年到期27.05亿元，3至5年到期78.04亿元。截至2017年底，公司银行借款中，定息借款利率为3.15%~6.09%，浮息借款的利率为3.90%~6.09%。

2015至2017年，公司中期债券及票据快速增长，年均复合增长91.08%。截至2017年底，公司中期债券及票据共434.68亿元，其中于一年内到期71.96亿元，同比增长883.54%，于一年后到期362.72亿元，同比下降8.68%。公司的中期债券及票据利率为3.84%~8.69%。从账龄看，公司银行及其他借贷1年内到期的占16.56%、1~5年的占65.64%、5年以上的占17.80%。

2015至2017年，公司业务规模不断扩大，资金需求增加，银行贷款、中期票据、债券等融资工具规模扩大，使得公司全部债务呈波动增长态势，年均复合增长15.10%。截至2017年底，公司全部债务715.59亿元，其中短期债务占33.10%，长期债务占66.90%。公司债务以长期债务为主，债务结构与资产结构匹配。从债务指标看，2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所下降。2015~2017年，公司资产负债率、全部

债务资本化比率和长期债务资本化比率加权平均值分别为66.71%、59.32%和47.51%，截至2017年底分别为66.34%、57.35%和47.36%，整体看，公司债务规模较大，整体债务负担偏高。

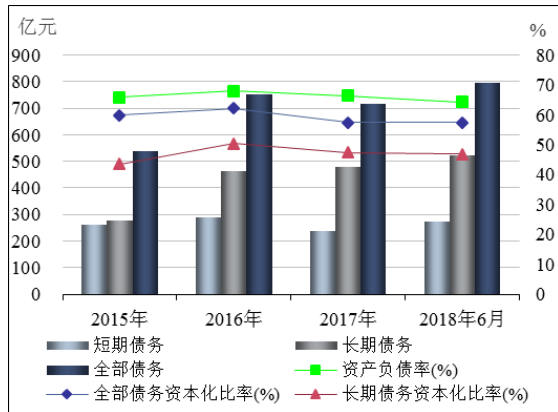


图4 2015至2018年6月公司债务情况

资料来源：公司财务报告

截至2018年6月底，公司负债合计1067.49亿元，较上年底增长1.76%，其中流动负债占49.62%，非流动负债占50.38%。截至2018年6月底，公司全部债务合计796.21亿元，其中短期债务占34.44%，长期负债占65.56%，较上年底变化不大。截至2018年6月底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降，分别为64.31%、57.34%和46.84%。公司整体债务负担仍偏高。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模有所攀升，债务规模较大，债务负担整体偏重。

(3) 盈利能力

2015至2017年，得益于铝产品产量的增加及价格上涨，公司营业收入分别为441.10亿元、613.96亿元和933.13亿元，年均复合增长45.45%。2015~2017年，公司营业成本快速增长，分别为351.58亿元、471.99亿元和784.29亿元，年均复合增长率为49.36%。

2015至2017年，公司期间费用总额增长较快，年均复合增长率23.79%，2017年合计64.12亿元，其中财务费用占比较高，为97.51%。

2015~2017年，公司财务费用快速增长，年均复合增长12.62%，主要系债务规模攀升导致财务费用较大幅度增长。近三年，公司期间费用率持续下降，分别是9.49%、9.11%和6.87%，公司费用控制能力较好。

2015至2017年，公司除税前溢利波动增长，年均复合增长率为16.13%，其中，2017年公司利润总额为70.92亿元，较上年减少27.37%，主要系公司资产计提大额资产减值损失所致。

从盈利指标看，2015至2017年，受铝价波动影响，公司营业利润率波动中有所下降，分别为20.29%、23.12%和15.95%，但均处于较高水平。2015~2017年，公司总资产收益率分别是7.58%、8.40%和7.52%。2015至2017年，净资产收益率分别是9.99%、14.92%和9.97%。总体看，公司净资产收益率、总资产收益率和营业利润率均处于较高水平。

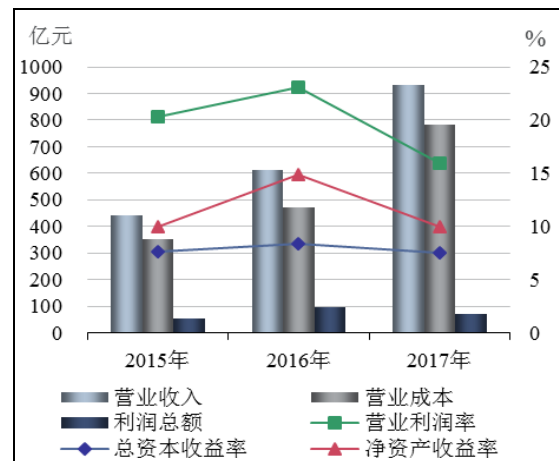


图5 2015至2017年公司盈利情况

资料来源：公司财务报告

2018年1~6月，公司实现营业收入443.27亿元，实现利润总额31.01亿元，营业利润率为14.69%。2018年1~6月，公司期间费用率为8.30%；同期，公司出售附属公司制收益为-6.49亿元，主要系公司处置沾化茂宏长期股权投资所致。

总体看，随着公司不断扩大产能，公司营业收入规模持续增长；公司期间费用控制能力

较强；2017年公司资产计提大额资产减值损失导致利润总额降幅较大，公司整体盈利水平仍较高。

（4）现金流

从经营活动来看，2015至2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为77.70亿元、128.29亿元和326.20亿元。2015~2017年，受公司业务规模的不断扩张、利润规模的快速增长的影响，公司营运资金变动前之经营活动现金流量快速增长，分别为133.67亿元、184.64亿元和237.08亿元。

投资活动方面，2015至2017年，随着公司不断扩张，持续增加项目建设投入，公司投资活动现金流均表现为净流出，分别是-173.96亿元、-292.49亿元和-195.88亿元。近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-96.26亿元、-164.20亿元和130.32亿元。公司度过快速扩张期，未来投资压力将会逐渐减少。

公司筹资活动资金主要来自于新筹得银行借贷、发行中期票据及债券及发行短期债券及票据及其他借贷。2015至2017年筹资活动产生的现金流量净额分别为104.73亿元、205.89亿元和-39.35亿元。近三年，公司通过直接、间接融资等外部融资手段筹措资金规模较大，但2017年公司外部融资规模有所减少。

总体看，随着公司不断扩大业务规模，公司经营活动产生的现金流快速增长。2017年开始，公司减缓投资力度，投资压力逐渐减少，筹资力度也有所收缩；未来公司以去杠杆为目标，资金压力有望逐渐缓和。

（4）偿债能力

2015至2018年6月底，公司流动比率分别是77.73%、98.24%、118.24%和146.84%，速动比率分别是48.67%、63.71%、90.03%和114.45%。2015~2017年，公司经营性现金流流动负债比率分别为18.45%、25.84%和59.03%，经营活动现金流量净额对公司流动负债保障能力较高。总体

看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA快速增长，年均复合增长19.97%。2017年公司EBITDA为189.46亿元。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为3.61倍、5.34倍和4.61倍，覆盖倍数较高；2015~2017年，公司全部债务/EBITDA保护倍数分别为4.10倍、4.03倍和3.78倍，保障能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

总体看，公司利润水平高，现金流较充裕，长短期偿债能力较强，此外，公司（1378.HK）系香港交易所主板上市公司，具备直接融资能力，整体偿债能力极强。

（6）抗风险能力

基于对煤炭、电力及电解铝行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及公司在区位优势、产业链布局、经营规模以及技术研发水平等方面素质的综合判断，公司综合抗风险能力极强。

公司作为中国主要的铝生产企业之一，在区位优势、产业链布局以及经营规模等方面具备较强的行业竞争优势。随着行业景气度回升，公司收入规模持续增长，盈利水平虽有所波动但均处于行业较高水平，经营现金流状况佳。同时联合资信也关注到近年来电解铝行业产能过剩、公司产品较为单一以及债务规模增长较快等因素给公司信用水平带来的不利影响。

综合来看，中国宏桥经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予中国宏桥的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。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中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）大连分行。民生银行成立于1996年，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行。

2000年12月，民生银行A股股票在上海证券交易所挂牌上市。2009年11月，民生银行在香港联交所主板上市交易。截至2017年9月30日，民生银行第一大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例为18.91%。

截至2017年年末，民生银行资产总额为59020.86亿元，贷款余额为28043.07亿元，不良贷款率为1.71%，不良贷款拨备覆盖率为155.61%，拨贷比为2.66%，资本充足率为11.85%，一级资本充足率为8.88%。2017年，民生银行实现营业收入1442.81亿元，利润总额为605.62亿元。

截至2017年12月31日，民生银行资产托管总规模达到7.74万亿元。其中，纯托管业务规模4.2万亿，占比37.3%，从产品规模结构来看，其中，信托计划、银行理财、券商资管和基金专户规模占比较大，均超过10%，合计规模占比达61.38%，托管产品结构日趋优化。

截至2018年9月末，民生银行资产总额为59658.27亿元，所有者权益为4224.44亿元。2018年前三季度营业收入为1156.52亿元，净利润为431.58亿元。

信用风险管理方面，民生银行由风险管理委员会对信用风险防范进行决策和统筹协调，主要通过采取专业化授信评审、集中质量监控、问题资产集中运营和清收等手段进行信用风险管理。

操作风险管理方面，民生银行根据操作风险的监管要求，推进操作风险管理三大工具在全行的落地实施，包括开展操作风险与控制自我评估，建立操作风险关键风险指标监测体系和操作风险损失数据管理体系；实施操作风险监控资本计量，健全外包风险管理，加速推进业务连续性体系建设；有计划有重点地排查业务经营领域风险。

在金融市场业务方面，民生银行抓住金融市场发展机遇，加强同业战略合作平台建设，截至2017年9月，民生银行交易及银行账户投资净额19537.78亿元，同业资产规模达到

2512.47亿元，同业负债规模达到13499.31亿元，资产托管规模余额69881.35亿元。

总体看来，民生银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。

5. 受托人

本交易的受托机构是云南信托。云南信托成立于1997年，注册资本金人民币12亿元。近年来，云南信托在长期业务发展上采取“全面跟踪、重点布局、局部突破”战略，在短期业务发展上，采取“一保、二推、三探索”的战略，即保持现有业务延续、推动转型业务发展、探索创新业务孵化。围绕发展战略需要，公司将构建有利于业务持续发展和转型创新的运营体系，形成包括研究开发、人力资源、合规风控、投资运营在内的多角度支撑力量。2015年3月，经中国银监会批复，公司获得特定目的信托受托机构资格，准予进入银行间交易市场发行资产支持证券。

截至2017年末，云南信托资产规模27.97亿元，所有者权益合计23.24亿元。2017全年营业收入为5.52亿元，净利润2.47亿元。

截至2017年末，云南信托管理信托资产规模达3696.40亿元，信托权益合计3685.45亿元，全年实现信托净利润超过91.10亿元，云南信托主营业务发展态势良好。其中受托资产资产占比较多的包括证券、工商企业、基础产业、金融机构、房地产业等。在2017年主营业务收入中，手续费及信托佣金收入占比较高，达到82.91%。

截至2018年三季度末，云南信托资产规模29.10亿元，所有者权益合计25.43亿元，营业收入为4.81亿元，净利润2.19亿元。

总体来看，云南信托财务实力稳健，经营状况良好，尽职能力较强。

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：发起机构及其他参与机构均依法设立并有效存续，且具有相关资质，其他机构与发起机构不存在关联关系；发行文件及交易文件已按相关要求编制，各交易文件一经合法有效签署和交

付则对交易文件各方生效并具有约束力；基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，其形成与取得符合法律法规的要求，不存在禁止、限制转让等情形；且本项目交易文件关于基础资产合格标准的约定与相关规定对基础资产的要求一致，满足本交易合格标准的基础资产即可满足基础资产真实、合法、有效、权属清晰且无权利负担的要求；本项目交易结构不存在损害发起机构股东和债权人利益的不当安排，并制定了相关风险的防范措施以及投资者保护机制，在一定程度上缓解资产与发起机构自有财产的混同风险；本项目安排的信用增级方式符合相关法律规定，合法有效；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。

七、评级结论

联合资信通过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，确定“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”项下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支付和本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，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具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款 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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”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。

重庆魏桥金融保理有限公司/云南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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”相关信息，如发现“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆魏桥金融保理有限公司/云南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“魏桥金融保理 2019 年度第一期中国宏桥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重庆魏桥金融保理有限公司/云南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。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。