

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《深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区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

二〇二〇年四月七日



信用等级公告

联合[2020] 784 号

联合资信评估有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月七日



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

<http://www.lhratings.com>

深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第三期 华发大湾区资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	发行占比 (%)	信用级别
优先级	60000.00	95.42	99.83	AAA _{sf}
次级	100.00	0.16	0.17	NR
票据合计	60100.00	95.58	100.00	—
初始超额抵押	2778.82	4.42	—	—
资产池合计	62878.82	100.00	—	—

注：1. 上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下有效；2. NR 表示未予评级，下同

交易概览

载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：发起机构为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人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：深圳前海联捷商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司
资金保管机构：兴业银行股份有限公司
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：上海浦东发展银行股份有限公司
债务人：珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司
共同债务人¹：珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间

2020 年 4 月 7 日

分析师

王 放 杨润泽 高维蔚

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

¹ 共同债务人：就珠海华发实业股份有限公司下属公司所负有的应收账款债务，共同债务人指珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司；就其他应收账款而言，共同债务人指珠海华发集团有限公司。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对资产支持票据进行了现金流分析及压力测试。

本次交易入池资产池包含 99 笔应收账款债权，就每一笔基础资产而言，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”，主体信用等级为 AAA，展望为稳定）通过债务加入的方式成为各笔入池应收账款债权的共同债务人，承诺对应收账款的到期兑付承担差额补足付款义务，是资产支持票据的主要信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到 1 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 4.50%、存续期限不超过 365 天的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息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. **共同债务人信用水平极高。**本交易合格标准约定，债务人、共同债务人通过《买方确认函》、《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。联合资信评定共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本交易面临

的违约风险极低。

2. **基础资产入池标准较严格。**本交易制定了较为严格的基础资产入池标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人和共同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抗辩的权利（抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始债权人²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）。如债务人未能在该等应收账款到期日³前足额清偿该笔应收账款债权，则共同债务人须将相应应付款项付至信托账户，以履行到期清付该笔应收账款债权的义务。

关注及风险缓释

1. **本交易存在一定的利率风险。**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在评级过程中尚未确定，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62878.82万元，资产支持票据发行规模为60100.00万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对优先级资产支持票据进行测试，结果表明在优先级资产支持票据发行利率不超过4.50%、存续期限不超过365天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。

2. **现金流回款时间极为集中，债务人集中度高。**本交易入池资产初始为各供应商享有的对华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司的应收账款债权及其附属担保权益，深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）通过与各供应商签署应收账款转让协议获得了对应收账款

债权及其附属担保权益。同时，各笔应收账款债权到期日均重新约定为同一到期日，导致本交易现金流回款时间极为集中，优先级资产支持票据的本息到期兑付的压力很大。另外，本交易入池资产相关债务人均为华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司，债务人集中度高，存在集中违约风险。

风险缓释：华发集团经营情况良好，财务状况稳健，其作为共同债务人，还款能力极强，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华发集团的主体信用等级变动保持持续关注。

3. **存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人和共同债务人均均为房地产企业，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：共同债务人华发集团作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势，并拥有极高的主体长期信用等级，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。

² 原始债权人：系指为接受保理商提供的保理服务，与发起机构签订《应收账款转让合同》并将其在基础合同项下的对债务人享有的应收账款债权转让予保理商的中国境内法人或其他机构。

³ 应收账款到期日：系指根据保理合同、买方确认函及付款确认书的约定，债务人和共同债务人应履行应收账款债权项下还款义务的最晚日期，以《买方确认函》载明的日期为准，即预期到期日前的第5个工作日。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司和受托人华能贵诚信托有限公司提供，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深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚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，未因深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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/发起机构联捷保理将其合法所有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，将基础资产委托给华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）并设立“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据信托”，华能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（包括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权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：深圳前海联捷商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司
资金保管机构：兴业银行股份有限公司
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：上海浦东发展银行股份有限公司
登记托管机构/代理支付机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：广东恒益律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司
共同债务人：珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司

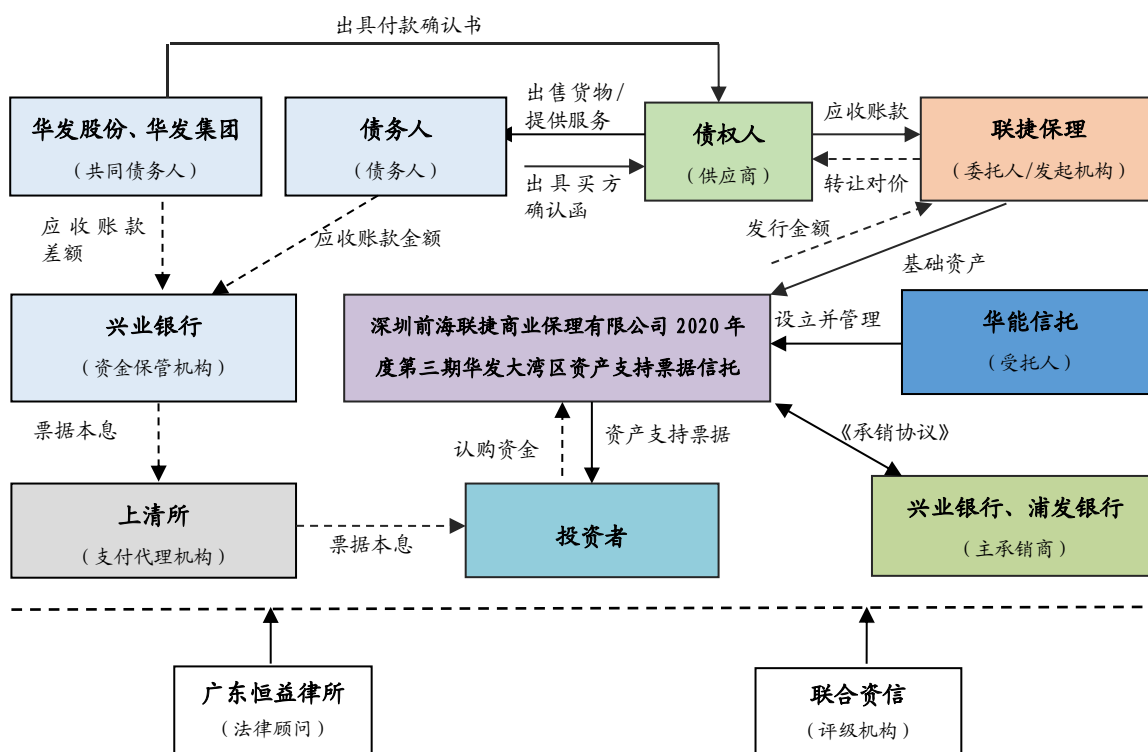


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易设置了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365天，到期一次还本付息；次级资产

支持票据不设票面利率，预计存续期限365天，到期一次还本，并获得最终的清算收益。本次资产支持票据募集资金用途以募集说明书披露为准，主要用于补充营运资金或偿还金融机构借款等符合国家法律法规及政策要求的用途。

表 2 资产支持票据概况

票据名称	发行金额（万元）	资产占比（%）	发行占比（%）	还本付息方式	利率类型	预计存续期限（天）
优先级	60000.00	95.42	99.83	到期一次还本付息	固定利率	365 天
次级	100.00	0.16	0.17	到期一次还本	—	365 天
票据合计	60100.00	95.58	100.00	—	—	—
初始超额抵押	2778.82	4.42	—	—	—	—
资产池合计	62878.82	100.00	—	—	—	—

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产为委托人合法所有的应收账款债权及其附属担保权益。

根据本交易约定，每一笔应收账款债权必须在信托财产交付日满足以下要求：(a)原始债权人及债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；(b)基础交易合同项下原始债权人具有签订基础交易合同时所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；(c)原始债权人与债务人之间的基础交易真实、合法、有效，原始债权人与债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件适用法律为中国法律，且在适用法律下均合法及有效；并且，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权时，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(d)联捷保理已根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价；(e)原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的到期应尽的合同义务且债务人、共同债务人已通过《买方确认函》、《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，每笔资产具有明确的付款计划；(f)债务人在基础交易合同项下不享有任何抗辩的权利（为避免疑义，前述抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求或原始债权人逾期提供产品或服务等原因而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）；(g)保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与原始债权人双方签署的应收账款转让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，保理商向原始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；(h)该笔应收账款债权的债权到期日应早于信托预期到期日，但晚于信托生效日⁴；(i)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应收账款债权而通过中登网转让登记至其名下除外；(j)基础交易合同及适用法律未对原始债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对原始债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(k)应收账款转让合同及适用法律未对保理商受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在应收账款转让合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(l)原始债权人已就其向保理商转让应收账款债权并最终将由保理商委托予信托的事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的《买方确认函》；共同债务人已出具《付款确认书》；(m)华发确认函⁵在适用法律下均合法、有效；(n)基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(o)基础资产不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序及未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施，以致于对信托合法受让、持有基础资产或对基础资产的可回收性产生重大不利影响；(p)同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池。除上述条件外，基础资产池中原始债权人与债务人涉及关联交易的应收账款债权金额占入池应收

⁴ 信托生效日：系指《信托合同》约定的条件均满足时信托生效之日。在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第二期华发大湾区资产支持票据信托”中，信托财产交付日、信托生效日为同一日。

⁵ 华发确认函：系指《买方确认函》和《付款确认书》的统称。

账款债权总额的比重不超过25%。（为避免疑义，前述关联交易系指存在关联关系的原始债权人与债务人之间的交易；关联关系依据截至信托财产交付日华发集团、华发股份已出具的最近一期年度审计报告显示的关联方认定。）

就每一笔应收账款债权而言，除上述所列的入池标准外，委托人进一步作出陈述和保证如下：(a)合格的资产，委托人保证资产在信托生效日、信托财产交付日均符合合格标准；(b)资产信息的准确性，经委托人采取合理审慎措施调查和审查，委托人向受托人披露的本合同项下的资产的任何信息所有重要方面均是真实、准确和完整的；委托人不知道有任何变化、发展或事件会使本合同和其他资产文件中所列的任何信息不真实或有误导性；(c)合法，委托人出售的资产是合法有效的，不与中国法律相冲突，且委托人对资产享有的请求权是完全的、合法的；亦不能被撤销或宣布无效；(d)委托人的出售权，委托人是唯一对应收账款转让合同项下应收账款债权回收款享有请求权的人，对相关的附属权益（如有）亦拥有合法的、可按应收账款转让合同的条款及相关判决或裁决申请强制执行的请求权；依据中国法律，委托人完全有权出售、转让和移交资产，不存在对资产交易本身的限制，且不需要获得原始债权人、债务人、共同债务人或任何其他主体的同意；(资产(或其部分)均非由委托人作为资产组合收购的一部分收购而来；(e)没有质押担保或负担；经委托人采取合理审慎措施调查和审查，在资产转让前，委托人未曾向任何第三方转让过资产，资产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，也不存在针对资产的任何争议、诉讼、仲裁或任何其他形式的行政、司法强制措施，并且没有任何第三方对资产提出任何权利主张，以致于对信托合法受让、持有基础资产或对基础资产的可回收性产生重大不利影响；受托人将取得该资产的完全的权利，且转让后该资产上亦不存在任何债

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；(f)权利的承继，在资产转让后，受托人将成为应收账款转让合同项下的唯一债权人，并在完成必要的变更、转移登记(如适用)后对相关的附属权益（如有）拥有合法的、可按应收账款转让合同的条款及相关判决或裁决申请强制执行的请求权；该权利将具有对抗所有第三人的效力；并且受托人将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据等资产文件，拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权；(g)不侵犯债权人利益，委托人根据本合同向受托人出售资产并不侵犯委托人任何债权人的利益，或者已经征得委托人债权人的同意；(h)无重大不利变化，应收账款转让合同项下应收账款债权的可回收性在本合同签订日前未发生任何重大不利变化；据委托人所知，截至信托生效日，共同债务人未发生申请停业整顿、申请解散、申请或被申请人破产（含破产重整、破产和解和破产清算）、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照；(i)可强制执行，资产文件，包括但不限于应收账款转让合同、付款确认书，均构成对原始债权人、债务人、共同债务人合法、有效且具有约束力的义务，若原始债权人、债务人或共同债务人违约，受托人可按资产文件的条款及相关判决或裁决对原始债权人、债务人、共同债务人申请强制执行；(j)原始债权人、债务人以及共同债务人的抗辩，原始债权人、债务人、共同债务人履行应收账款转让合同和付款确认书项下义务的所有先决条件（付款期限除外）均已得到满足；(k)破产，截至信托生效日，无任何资产成为任何破产、重整、和解或其他类似程序中的标的，亦无任何应收账款转让合同项下债务人或付款确认书项下共同债务人成为任何破产、重整、和解或其他类似程序的主体，以至于对信托合法受让、持有资产或对资产可回收性产生重大不利影响；(l)选择权，除应收账款转让合同、付款确认书约定的以外，委托人未就其在任何或部分资产及相关权益，给予或同意给予任何

对资产的可回收性产生重大不利影响的选择权（已在应收账款转让合同中约定的提前还款选择权除外）；(m)除已取得或作出且现行有效的政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续以外，不需要其他政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续，以确保与资产相关的任何文件的有效性、可执行性或作为证据的可接受性；(n)在信托生效日之前，委托人持有与资产有关的、为资产提供适当有效的服务和执行所必需的各项文件；(o)在资产转让予受托人时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该资产所享有的合法权利。

截至本报告出具日，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）	62878.82
应收账款笔数（笔）	99
债务人户数（户）	21
单笔应收账款最小余额（万元）	49.50
单笔应收账款最大余额（万元）	5491.80
单户应收账款最小余额（万元）	264.40
单户应收账款最大余额（万元）	8308.19

4. 现金流安排

本交易现金流主要来自于应收账款在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及资金划转

在信托生效日之前，受托人华能信托应根据《资金保管合同》⁶的约定在资金保管机构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。

自信托生效日（含该日）起，资产服务机构应于每个提示付款日⁷下午三点（15:00）前向

债务人提示付款并确认债务人拟付款情况。资产服务机构根据与各债务人的确认结果确定是否需要通知共同债务人付款。若需要，受托人授权资产服务机构应于每个支付日⁸前紧邻的提示付款日下午五点（17:00）前向共同债务人发出通知。自信托生效日（含该日）起，债务人应将基础合同、买方确认函、付款确认书项下基础合同项下应收账款的未偿价款余额于每个债务人还款日下午三点（15:00）前支付至信托账户；共同债务人应将基础合同、买方确认函、付款确认书项下基础合同项下应收账款的未偿价款余额于每个共同债务人还款日十二点（12:00）前支付至信托账户。

信托账户内的资金所产生的利息于资金保管机构结息日⁹结息，该等利息应记入信托账户。

(2) 现金流支付机制

受托人于每个支付日将信托账户内的信托财产按以下顺序进行分配：(a)向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（包括受托人代为缴纳的应由信托财产承担的税收）（如有）；(b)同顺序按比例支付(i)资金保管机构的报酬；(ii)后备资产服务机构的报酬（如有）；(iii)支付代理机构的报酬；(iv)受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期末付金额，如有）；(c)支付优先级资产支持票据的预期收益；(d)支付优先级资产支持票据的本金，直至清偿完毕；(e)剩余信托财产（如有）全部分配给次级资产支持票据持有人（如信托财产中存在现金、存款及合格投资以外的信托财产（非现金信托财产），则以其届时存续状态现状分配给次级资产

⁶ 《资金保管合同》：系指受托人与资金保管机构签署的《深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第二期华发大湾区资产支持票据信托资金保管合同》及对该合同的任何修改或补充。

⁷ 提示付款日：系指资产服务机构向各债务人和/或共同债务人提示还款之日，分别为债务人还款日/共同债务人还款日前第 30、10、5 个工作日。其中，债务人还款日指债务人应向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额之日，即预期到期日前的第 6 个工作日；共同债务人还款日指共同债务人应向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额之日，即预期到

期日前的第 5 个工作日。其中，就某一日期相对于每一笔应收账款债权而言，未偿价款余额系指 A-B：A 指其初始起算日未偿价款余额；B 指自初始起算日之后起至该日之前，有关该笔应收账款债权的所有已经偿还的价款。

⁸ 支付日：系指登记托管机构/支付代理机构向资产支持票据持有人划转其信托利益分配款项之日，在债务人和/或共同债务人于债务人还款日/共同债务人还款日向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额的情形下，即为预期到期日；在其他情形下，为预期到期日、清算后支付日。

⁹ 资金保管机构结息日：系指资金保管机构对保管资金按季进行结息之日，即每年的 3 月 21 日、6 月 21 日、9 月 21 日、12 月 21 日。

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按以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付):**(a)**向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的,且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收(包括受托人代为缴纳的应由信托财产承担的税收)(如有);**(b)**支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用;**(c)**同顺序按比例支付**(i)**资金保管机构的报酬;**(ii)**后

备资产服务机构的报酬(如有);**(iii)**支付代理机构的报酬;**(iv)**受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额(包括以往各期末付金额,如有);**(d)**支付优先级资产支持票据的预期收益利息;**(e)**支付优先级资产支持票据的本金,直至清偿完毕;**(f)**剩余信托财产(如有)全部分配给次级资产支持票据持有人(如信托财产中存在非现金信托财产,则以其届时存续状态现状分配给次级资产支持票据持有人)。

二、交易结构分析

1. 交易结构风险分析

(1) 利率风险

本交易存在利率风险,但资产池对资产支持票据本金形成超额抵押,量化测算表明在预期的发行利率上限范围内、存续期不超过 365 天的情况下,资产池回收款可以覆盖票据端本息支出。联合资信将对发行利率保持持续关注。

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 62878.82 万元,资产支持票据发行规模为 60100.00 万元,资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行测试,测试表明在预计应由信托财产承担的综合费率不超过 0.17%,优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下有效的情况下资产池回收款可以覆盖优先级票据端本息支出。此外,联合资信将对发行利率保持持续关注。

(2) 再投资风险

信托账户中待分配资金可进行合格投资,使信托财产面临再投资风险。本交易制定了严

格的合格投资标准,有利于降低再投资风险。

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,本交易交易文件约定受托人可以将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行存款的方式存放于联合资信给予的主体信用等级不低于 AAA 的金融机构。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

2. 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/资产服务机构为联捷保理。联捷保理成立时间较短,业务规模尚小,但有较为完善的风险管理制度,应能履行作为本交易资产服务机构的职责。联合资信对其作为资产服务机构的履约能力将保持关注。

联捷保理成立于 2016 年 11 月,由深圳前海环融联易商业保理有限公司全资设立,注册资本 5.50 亿元人民币。其中,深圳前海环融联易商业保理有限公司是深圳前海联易融金融服务有限公司(以下简称“联易融”)的全资子公司。截至 2018 年底,联易融持有联捷保理 100% 股权,联捷保理为其全资子公司。

截至 2019 年 3 月末，联易融在职员工 367 人，其中 298 人服务于联易融旗下的供应链金融业务，即可服务于联捷保理供应链业务的人员为 298 人，其中管理委员会 9 人、强信用业务条线 50 人、项目管理部 10 人、风险管理部 8 人，运营中心 89 人，信息科技中心 109 人、法务合规部 8 人、人力行政部 8 人、财务管理部 7 人。联捷保理根据供应链金融业务流程特点设置职责清晰的多个岗位，进行接替流水式集中作业。

截至 2018 年底，联捷保理资产总额为 23.27 亿元，所有者权益总额为 5.75 亿元。2018 年，联捷保理实现营业收入为 3.28 亿元，净利润 0.29 亿元。2018 年，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 -39.92 亿元，主要为 ABS、再保理业务及票据贴现、质押业务产生的现金流入及流出。

截至 2019 年 6 月底，联捷保理资产总额为 17.86 亿元，所有者权益总额为 5.89 亿元。2019 年上半年，联捷保理实现营业收入 3.74 亿元，净利润 0.13 亿元。2019 年上半年，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 16.80 亿元。

风控方面，由于联捷保理的主营业务是基于核心企业信用的供应链上游应收账款融资业务，其主要风险体现在核心企业的信用风险以及业务本身的操作风险。信用风险方面，联捷保理主要通过规范企业准入筛选标准、进行合规检查及实地调查、建立项目审批制度和审查委员会、贷后管理来防范。应对操作风险方面，联捷保理将操作风险进行分类和分等级，对应不同类别、等级的风险来指定操作细则，规范操作流程。

总体看，联捷保理成立时间较短，业务规模尚小，但有较为完善的风险管理制度，应能履行作为本交易资产服务机构的职责。

（2）共同债务人一——华发股份

华发股份作为本交易的共同债务人一，其经营状况良好。联合资信将对其履约能力保持

关注。

本交易的共同债务人一是华发股份。华发股份前身系珠海华发集团有限公司的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992 年 4 月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委（1992）50 号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992 年 10 月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委（1992）93 号文批准更名为现名。经中国证券监督管理委员会证监发行〔2004〕7 号文批准，2004 年 2 月，华发股份在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。华发股份经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至 2018 年底，华发股份注册资本为 21.18 亿元，控股股东华发集团直接持有华发股份 24.19%的股权，并通过全资子公司珠海华发综合发展有限公司持有华发股份 4.29%的股权，华发股份实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

华发股份本部内设董事局秘书处、财务管理部、人力资源管理中心、投资拓展中心、资金管理中心、股权投资管理中心、证券及投资者关系管理部、市场营销管理中心、设计管理中心等共 20 个职能部门。截至 2018 年，华发股份纳入合并范围的控股子华发股份 271 家；华发股份拥有在职员工 4972 人。

截至 2018 年底，华发股份合并资产总额 1822.09 亿元，所有者权益合计 321.84 亿元（含少数股东权益 173.11 亿元）；2018 年，华发股份实现营业收入 236.99 亿元，利润总额 30.85 亿元。

（a）经营分析

华发股份主营业务为房地产开发与销售，拥有房地产一级开发资质。华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式。华发股份主要开发产品为住宅、车库及商铺。华发股份投资布局聚焦于粤港澳

大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为华发股份战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为华发股份战略发展方向。

近年来随着开发销售规模的扩大，华发股份营业收入快速增长，2016—2018年分别为132.98亿元、199.17亿元和236.99亿元。从收入构成看，近三年华发股份房地产开发与销售收入占比均维持在95%左右，华发股份主营业务突出；华发股份其他业务收入主要是与房地产

开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，对华发股份整体经营影响不大。

从毛利率水平看，近年来受房地产市场周期波动以及结转项目影响，华发股份综合毛利率有所下降，2016—2018年分别为32.28%、28.18%和27.28%，其中房地产开发与销售的毛利率分别为33.29%、28.60%和27.95%。

总体看，华发股份主营业务突出，近年来收入规模快速增长，毛利率水平有所回落，但整体盈利能力仍维持在较高水平。

表4 2016—2018年华发股份营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	125.40	94.30	33.29	190.08	95.44	28.60	226.61	95.62	27.95
其他业务	7.58	5.70	15.60	9.09	4.56	19.27	10.38	4.38	12.52
合计	132.98	100.00	32.28	199.17	100.00	28.18	236.99	100.00	27.28

资料来源：华发股份提供

(b) 财务分析

财务概况

华发股份提供的2018年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

截至2018年底，华发股份合并资产总额1822.09亿元，所有者权益总额321.84亿元（含少数股东权益173.11亿元）。2018年，华发股份实现营业收入236.99亿元，利润总额30.85亿元。

资产质量

2016—2018年，华发股份资产总额增长较快，资产以流动资产为主。截至2018年底，华发股份资产总额1822.09亿元，其中流动资产占比为93.03%，非流动资产占比为6.97%。华发股份流动资产中存货占比较高，现金类资产较为充裕。

2016—2018年，华发股份流动资产快速增长，年均复合增长26.23%。截至2018年底，华发股份流动资产1695.06亿元，同比增长31.01%，主要系存货和其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占比11.29%）、存货（占比75.76%）和其他流动资产（占比8.05%）

构成。

2016—2018年，华发股份货币资金波动中有所增长，年均复合增长9.90%。截至2018年底，华发股份货币资金191.39亿元，同比增长70.98%，主要系2018年预收房款增加所致；华发股份货币资金主要由银行存款（占比99.96%）构成；受限货币资金0.46亿元，占货币资金余额的0.24%，受限货币资金主要为银行借款及履约保证金和银行按揭贷款。

2016—2018年，华发股份其他应收款快速增长，年均复合增长286.37%。截至2018年底，华发股份其他应收款33.26亿元，同比增长324.25%，主要系土地竞买保证金增加所致。

2016—2018年，华发股份存货快速增长，年均复合增长24.75%。截至2018年底，华发股份存货账面价值1284.16亿元，同比增长25.40%，主要系房地产开发投入增加所致；其中开发成本1070.86亿元，占比83.39%。华发股份累计计提存货跌价准备149.23万元。

2016—2018年，华发股份其他流动资产快速增长，年均复合增长92.08%。截至2018年底，华发股份其他流动资产136.48亿元，同比增长

44.08%，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加所致；其中主要包括预交税费（26.19亿元）和拆出款项（109.81亿元）。

2016—2018年，华发股份非流动资产快速增长，年均复合增长30.82%。截至2018年底，华发股份非流动资产合计127.03亿元，同比增长23.41%，主要以长期股权投资（占比50.83%）、投资性房地产（占比18.71%）和递延所得税资产（占比17.24%）为主。

2016—2018年，华发股份长期股权投资快速增长，年均复合增长58.24%。截至2018年底，华发股份长期股权投资合计64.56亿元，同比增长36.87%，主要系对联营、合营企业的投资增加所致。

2016—2018年，华发股份投资性房地产相对保持稳定。截至2018年底，华发股份投资性房地产合计23.77亿元，同比增长0.35%，华发股份投资性房地产全部被用于借款抵押。

2016—2018年，华发股份递延所得税资产快速增长，年均复合增长41.79%。截至2018年底，华发股份投资性房地产合计21.90亿元，同比增长32.61%，主要系土地增值税准备金、预收账款预计利润、可抵扣亏损等项目可抵扣暂时性差异增加所致。

总体看，近年来，华发股份资产持续增长，以流动资产为主，流动资产中货币资金较充裕，存货和其他流动资产占比相对较大。综合看，资产质量良好。

所有者权益

2016—2018年，华发股份所有者权益不断增长，年均复合增长17.74%。截至2018年底，华发股份所有者权益合计321.84亿元，其中，归属于母公司的所有者权益合计148.73亿元，同比增长25.17%，主要系华发股份发行永续债带来其他权益工具增长所致。华发股份归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占14.24%、资本公积占9.84%，其他权益工具占20.83%，未分配利润占48.85%。

总体来看，受其他权益工具增长影响，华发股份归属于母公司所有者权益快速增长，未

分配利润占比高，华发股份所有者权益稳定性一般。

负债

2016—2018年，华发股份负债总额快速增长，年均复合增长28.70%。截至2018年底，华发股份负债合计1500.25亿元，同比上升29.59%，其中流动负债占66.40%，非流动负债占33.60%。2016—2018年，华发股份流动负债快速增长，年均复合增长52.25%。截至2018年底，华发股份流动负债为996.21亿元，同比增长63.28%。截至2018年底，华发股份流动负债主要由短期借款（占12.70%）、预收款项（占39.17%）、其他应付款（占10.24%）和一年内到期的非流动负债（占25.49%）等构成。

2016—2018年，华发股份短期借款快速增长，年均复合增长107.90%。截至2018年底，华发股份短期借款为126.56亿元，同比增长40.05%，主要系增加借款所致；华发股份短期借款主要由保证借款（占比41.13%）和信用借款（占比44.25%）构成。

2016—2018年，华发股份预收款项快速增长，年均复合增长27.44%。截至2018年底，华发股份预收款项为390.25亿元，同比增长38.78%，主要系预收楼款增长所致；华发股份预收款项主要由预收楼款（占比98.76%）构成。

2016—2018年，华发股份一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长76.80%。截至2018年底，华发股份一年内到期的非流动负债为253.95亿元，同比增长142.81%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2016—2018年，华发股份非流动负债波动中有所增长，年均复合增长2.90%。截至2018年底，华发股份非流动负债为504.04亿元，同比下降7.94%。截至2018年底，华发股份非流动负债主要由长期借款（占68.22%）和应付债券（占31.53%）构成。

2016—2018年，华发股份长期借款波动中有所下降，年均复合下降4.23%。截至2018年底，华发股份长期借款为343.87亿元，同比下降

15.48%，主要系一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018年，华发股份应付债券快速增长，年均复合增长26.48%。截至2018年底，华发股份应付债券为158.91亿元，同比增长13.86%，主要系华发股份2018年发行债券（50亿元）所致。

2016—2018年，华发股份全部债务快速增长，截至2018年底，华发股份全部债务为883.87亿元，较上年增长19.22%，其中短期债务381.10亿元（占43.12%），长期债务502.78亿元（占56.88%）。债务指标方面，2016—2018年华发股份债务指标有所优化。截至2018年底，华发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.34%、73.31%和60.97%，均较上年底有所下降。

总体看，华发股份负债规模有所增长，负债结构中流动负债占比有所上升，债务规模有所扩大，债务负担较重。

盈利能力

2016—2018年，华发股份营业总收入快速增长，年均复合增长33.49%。2018年，华发股份实现营业总收入236.99亿元，同比增长18.99%，主要系2018年华发股份房地产结转项目增长所致；同期，华发股份营业成本快速增长，年均复合增长38.33%，2018年为172.35亿元，同比增长20.48%。华发股份营业利润率波动下降，2018年为18.93%，较2017年提高0.48个百分点。同期，华发股份实现利润总额30.85亿元，同比增长23.00%。

2016—2018年，华发股份期间费用快速上升，年均复合上升43.93%。2018年，期间费用合计20.14亿元，较上年增长68.22%，其中，销售费用同比增长70.86%，主要系华发股份销售规模增长相应费用增加所致；管理费用同比增长46.21%，主要系随着华发股份规模扩大职工薪酬增长所致；财务费用同比增长238.42%，主要系对外融资借款增加相应利息支出增加所致。从费用构成看，销售费用占比45.47%，管

理费用占比43.04%，财务费用占比11.48%，销售费用和管理费用占比较高。

盈利指标方面，2016—2018年，营业利润率波动下降、总资本收益率和净资产收益率持续增长，三年均值分别为19.32%、2.30%和7.19%；2018年分别为18.93%、2.53%和7.46%。总体看，华发股份收入及利润规模实现较快增长，华发股份盈利能力可持续性较强。

现金流分析

从经营活动看，2016—2018年，华发股份经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长9.60%，华发股份经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2018年为347.46亿元，同比增长47.32%。华发股份经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2018年为131.83亿元，同比增长54.19%。华发股份经营活动产生的现金流量净额波动中有所下降，2018年为211.15亿元。2018年，华发股份现金收入比为146.61%，较2017年上升28.19个百分点。

从投资活动看，2016—2018年，华发股份投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长538.37%，2018年为45.72亿元；华发股份投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产和投资支付的现金为主，2018年为356.02亿元，同比增长4.65%；投资活动现金流量净额-310.29亿元。

从筹资活动看，2016—2018年，华发股份筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长8.46%，2018年，华发股份筹资活动现金流入量同比增长8.61%，以取得借款收到的现金（497.40亿元）为主。同期，筹资活动现金流出为351.26亿元，同比变化不大；筹资活动现金流量净额226.59亿元。

总体看，华发股份经营活动现金流出规模增加，投资活动现金净流出规模扩大，对外部融资依赖度提高。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，华发股份短期偿

债指标有所下降，截至 2018 年底，华发股份流动比率和速动比率分别为 170.15%和 41.25%，较 2017 年底分别下降 41.92 和 2.97 个百分点；2016—2018 年，受流动负债快速增长影响，华发股份经营现金流动负债比快速下降，分别为 44.37%、18.52%和 16.06%，考虑到华发股份经营活动现金流入量大，流动负债中预收账款占比较高，短期偿债压力不大。

从长期偿债能力看，华发股份 EBITDA 快速增长，年均复合增长 29.22%，2018 年为 31.72 亿元，同比增长 22.96%。近三年，华发股份全部债务/EBITDA 波动下降，三年均值为 24.53 倍，2018 年为 23.11 倍；EBITDA 利息倍数波动上升，三年均值为 0.67 倍，2018 年为 0.70 倍。华发股份长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，华发股份对外担保余额为 28.72 亿元，其中，对合营公司珠海琴发实业有限公司提供连带责任担保 28.32 亿元，对合营公司珠海正汉置业有限公司提供连带责任担保 0.40 亿元。整体看，华发股份或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底，华发股份无重大未决诉讼或仲裁事项。华发股份共获得授信额度 1305.70 亿元，已使用 554.35 亿元，未使用 751.35 亿元，华发股份间接融资渠道畅通。同时，华发股份为上市公司，具有直接融资渠道。

华发股份在巩固珠海地区房地产企业龙头地位的基础上，稳步增加新进城市的项目储备，土地储备较为充足，业务发展较为稳健。华发股份收入规模大幅增长，经营性净现金流持续大额净流入。同时，考虑到房地产业务受政策调控影响大、在建项目对开发资金的需求较大、债务负担较重等因素也对其信用水平带来的不利影响。未来，随着华发股份储备及在建项目的持续推进，华发股份经营状况将保持良好。

（3）共同债务人二——华发集团

本交易的共同债务人二为华发集团，华发集团的主体信用等级为 AAA，展望为稳定，信

用级别极高，违约风险极低。联合资信认为其作为共同债务人二的履约能力极强。

本交易的共同债务人二是华发集团。华发集团成立至今已三十多年历史，现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），为国有资产授权经营单位。截至 2019 年 3 月底，华发集团注册资本和实收资本均为 111978.97 万元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。截至 2018 年底，华发集团拥有纳入合并范围控股或全资子公司华发集团共 407 家。华发集团控股上市子公司 3 家，分别为珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，2018 年底华发集团直接和间接合计持股比例 28.48%）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：HK.0982，2018 年底华发集团间接持股比例 36.88%）和珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，以下简称“华金资本”，2018 年底华发集团间接持股比例 28.46%，控制不合并）。目前，华发集团本部内设战略运营管理中心、人力资源管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心等职能部门。

截至 2018 年底，华发集团资产总额 2826.17 亿元，所有者权益 860.58 亿元（含少数股东权益 547.53 亿元）；2018 年，华发集团实现营业收入 532.79 亿元，利润总额 56.16 亿元。

截至 2019 年 3 月底，华发集团资产总额 3028.77 亿元，所有者权益 880.36 亿元（含少数股东权益 559.96 亿元）；2019 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 158.98 亿元，利润总额 18.48 亿元。

（a）基础素质分析

华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一。根据《珠海市市

属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，华发集团与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”，为珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业。目前珠海市由国资委履行出资人职责的市属企业有 16 家。华发集团与格力集团是 16 家市属国企中的龙头企业。华发集团目前形成了涵盖城市运营、房产开发、金融产业、产业投资、商贸服务等业务的多元化格局，其城市运营、房产开发、金融产业和产业投资等核心业务居珠海市第一。

政府支持方面，2016 年，华发集团获得珠海市国资委增资款 18800.00 万元，计入“资本公积”；同期，华发集团将之前年度珠海市国资委投资款转增实收资本 11978.97 万元，资本实力进一步增强。

（b）经营分析

华发集团经过三十多年的发展，目前已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。2016—2018 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增幅为 28.76%，主要系房地产和大宗商品批发业务收入快速增长带动；2018 年，华发集团实现营业收入 532.79 亿元，同比增长 20.66%。

受毛利率水平较低的大宗商品批发业务收入占比上升、房地产开发业务毛利率下降等因素影响，2016—2018 年华发集团综合毛利率有所下降，分别为 22.25%、22.09% 和 20.71%。

分业务看，近年来华发集团各主要业务收入规模均呈上升趋势。2016—2018 年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，华发集团房地产销售收入年均复合增长 34.78%，2018 年为 228.00 亿元，同比增长 18.94%，占营业收入比重为 42.79%；华发集团房地产业务保持较高的毛利率水平，2018 年为 28.02%。近三年，受益于土地出让单价的提升，华发集团土地一级开发收入年均复合增长 3.71%，2018 年，华发集团

实现土地一级开发收入 46.35 亿元，同比下降 9.17%，系出让规模下降；毛利率波动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。城市运营、房产开发作为华发集团传统核心产业，是华发集团利润的主要来源及可持续发展的主要支撑，收入占比和毛利率处于较高水平。大宗商品批发业务是仅次于房地产业务的华发集团第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率低、盈利能力弱。2018 年，华发集团扩大电解铜等有色金属贸易规模，大宗商品批发业务实现收入 199.77 亿元，同比增长 22.03%；同期，华发集团大宗商品批发业务毛利率同比变动较小，为 0.32%。近年来，作为华发集团核心突破板块的金融板块业务快速发展，全牌照业务格局逐步完善；收入来源包括利息收入、手续费及佣金收入、顾问咨询费、担保收入等，业务规模不断扩大，收入水平持续提升；2018 年华发集团金融板块实现收入 9.98 亿元，毛利率 68.92%。汽车销售板块营收保持稳定，物业服务板块在华发集团持续的培育下保持收入增长趋势，但上述业务对收入和利润贡献小。

2019 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 159.98 亿元，同比增长 157.06%，系大宗商品贸易板块规模持续提升；业务毛利率为 20.83%，较上年变化不大。

（c）财务分析

财务概况

华发集团提供了 2016—2018 年度合并财务报表，其中 2016 年度和 2018 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2017 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论；华发集团提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面：2016 年，华发集团新增纳入合并范围的控股子公司 29 家，其中 27 家为新设公司，2 家为非同一控制下企业合并；2017

年，华发集团合并范围新增子公司51家，其中43家为新设子公司，7家为非同一控制下企业合并所得，1家为无偿划拨，不再纳入合并的控股子公司6家；2018年，华发集团合并范围新增子公司137家，其中新设子公司101家，通过同一控制下企业合并取得子公司4家，通过非同一控制下企业合并取得子公司32家，不再纳入合并范围的控股子公司6家。截至2018年底，华发集团拥有合并范围内子公司407家。总体看，近三年及一期华发集团合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对华发集团财务数据可比性影响较小。

截至2018年底，华发集团资产总额2826.17亿元，所有者权益860.58亿元（含少数股东权益547.53亿元）；2018年，华发集团实现营业

收入532.79亿元，利润总额56.16亿元。

截至2019年3月底，华发集团资产总额3028.77亿元，所有者权益880.36亿元（含少数股东权益559.96亿元）；2019年1—3月，华发集团实现营业收入158.98亿元，利润总额18.48亿元。

资产质量

近年来，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额快速增长，三年复合增长率为22.23%。2018年底，华发集团资产总额2826.17亿元，同比增长23.69%，主要系存货、货币资金、投资性房地产、其他流动资产、其他应收款等增长所致。从构成看，流动资产一直是华发集团资产总额的主要组成部分，2018年底占比为82.26%。华发集团主要资产构成见下表。

表5 华发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	209.59	11.08	215.91	9.45	349.35	12.36	380.32	12.56
存货	1071.80	56.66	1270.49	55.61	1527.66	54.05	1628.03	53.75
其他流动资产	46.04	2.43	104.91	4.59	152.92	5.41	181.58	6.00
流动资产	1556.24	82.27	1869.81	81.84	2321.90	82.16	2537.49	83.78
可供出售金融资产	52.98	2.80	80.74	3.53	111.74	4.06	84.74	2.80
长期股权投资	101.24	5.35	146.70	6.42	180.44	6.38	186.42	6.16
非流动资产合计	335.39	17.73	414.99	18.16	504.26	17.74	491.28	16.22
资产总计	1891.63	100.00	2284.79	100.00	2826.17	100.00	3028.77	100.00

资料来源：华发集团财务报表

2016—2018年，华发集团流动资产快速增长，年均复合增幅为22.15%。2018年，受房地产项目持续投入、对外融资和房屋销售导致货币资金增加、华发股份向关联方拆出资金增加影响，华发集团流动资产同比增长24.44%至2321.90亿元；主要由存货、货币资金、其他流动资产等构成。

2016—2018年，华发集团货币资金逐年增加，年均复合增幅为29.11%。2018年底，华发集团货币资金同比增长61.81%至349.35亿元，主要由银行存款（占比91.00%）及存放中央银行法定存款准备金（占比6.93%）组成；年末受

限货币资金28.99亿元（受限比例8.30%），主要为保证金及存放中央银行法定存款准备金。

2016—2018年，华发集团存放同业款项有所波动，2018年底为78.39亿元，同比下降7.31%，全部为存放境内银行同业。

华发集团存货主要由开发成本、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，近三年年均复合增长9.39%；2018年底华发集团存货同比增长20.24%至1527.66亿元；其中，开发成本1299.50亿元，同比增加151.16亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括无锡原中南装

饰城地块、梧桐湖国际社区、温州市鹿城区松台街道项目、万科·华发观贤别墅等。华发集团存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分土地一、二级开发成本。2018年底华发集团存货中开发产品净值192.85亿元，同比增加96.77亿元，主要新增完工项目包括上海静安府、珠海华发十字门国际花园、珠海横琴华发首府花园、上海杨浦华发公馆等。年末华发集团共计提存货跌价准备261.66万元。

2016—2018年，华发集团其他流动资产年均复合增长82.24%，2018年底为152.92亿元，同比增长45.77%，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加所致。年末其他流动资产主要由拆出款项及其他（115.01亿元）、预交税费（26.64亿元）、委托贷款（8.31亿元）构成。

2016—2018年，华发集团非流动资产年均复合增长22.62%。2018年底华发集团非流动资产同比增长20.38%至504.26亿元，主要系投资性房地产、长期股权投资和可供出售金融资产增长带动。构成主要以长期股权投资、可供出售金融资产、投资性房地产为主。

2016—2018年，华发集团可供出售金融资产快速增长，2018年底为114.74亿元，同比增加34亿元，主要系增加对珠海工智股权投资基金（有限合伙）、珠海农智股权投资基金（有限合伙）、珠海华金智盈投资基金合伙企业（有限合伙）、厦门国际银行股份有限公司等成本计量的可供出售权益工具所致。

2016—2018年，华发集团长期股权投资年均复合增长33.50%。2018年底为180.44亿元，同比增长23.00%，主要系增加对珠海华金阿尔法二号股权投资基金合伙企业（有限合伙）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）、珠海华金同达股权投资基金合伙企业（有限合伙）等基金投资，上海华泓钜盛房地产开发有限公司、宁波招海置业有限公司等房地产合营及联营企业和珠海华润银行股份有限公司等金融类参股企业的投资。2018年底，华发集团投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限公司（32.96亿元）、上海华泓钜盛房地产开发

有限公司（28.59亿元）、华金资本（13.61亿元）等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司。

2018年底，华发集团受限资产账面价值合计588.07亿元，以存货、长期股权投资、固定资产、货币资金和投资性房地产为主；受限资产账面价值占资产总额的20.81%。

2019年3月底，华发集团资产总额3028.77亿元，较上年底增长7.17%，主要来自房地产开发板块新开工项目及在建项目持续投入。

总体看，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额不断增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好。但受限资产规模较大，对华发集团流动性产生一定影响。

所有者权益

受永续债发行、子公司少数股东权益增长、少数股东注资及留存收益增加等因素影响，2016—2018年，华发集团所有者权益逐年增长，年均复合增幅为36.18%；2018年底华发集团所有者权益同比增长37.93%至860.58亿元。从构成看，所有者权益中少数股东权益占63.74%，资本公积占17.92%、其他权益工具占10.67%。

2016—2018年，华发集团资本公积波动增长，年均复合增幅为13.18%。2018年底华发集团资本公积同比增加35.98亿元至154.26亿元，主要系子公司华发综合发展引入少数股东（珠海工智股权投资基金（有限合伙）及珠海农智股权投资基金（有限合伙））的投资，投资价款与按持股比例相对应享受的可辨认净资产份额之间的差额增加资本公积溢价。

华发集团少数股东权益规模较大，主要是合并华发股份所致。2017年，华发集团少数股东权益同比增加151.65亿元至374.27亿元，主要系：(1)因审计报告分类，华发集团将子公司综合发展发行的永续债由其他权益工具调整计入少数股东权益（期末金额为87.69亿元，2016年底为69.69亿元，体现在“其他权益工具”

科目)；(2)华发集团合并华发股份、华金证券等，少数股东增资及留存收益增加带动少数股东权益增加；(3)因对珠海发展投资基金（有限合伙）并表而增加的少数股东权益（期末余额43.36亿元）。2018年底，华发集团少数股东权益同比增长46.29%至547.53亿元，主要系吸收少数股东投资及少数股东收益增长所致。

2016—2018年，华发集团其他权益工具分别为69.69亿元、72.00亿元和91.80亿元，其中2016年主要为子公司综合发展发行的永续中票（2017年起将其调入少数股东权益）。2017年底为华发集团本部发行的两期永续中票（17华发集团MTN001、17华发集团MTN002）和对中海信托股份有限公司12亿元的可续期债¹⁰。2018年底其他权益工具同比增加19.80亿元，主要为华发集团从兴业国际信托和交行国际信托取得的可续期债。

2019年3月底，华发集团所有者权益880.36亿元，较上年底增长2.30%，系利润留存和少数股东权益增加所致。

负债

2016—2018年，华发集团负债总额快速增长，年均复合增幅为17.34%。2018年底，华发集团负债总额同比增长18.35%至1965.59亿元，主要系华发集团房地产预售增多及对外借款影响。从构成看，受预收款项及一年内到期的非流动负债快速上升带动流动负债增长影响，华发集团流动负债比重逐年提升，2018年底为64.75%。

2016—2018年，华发集团流动负债年均复合增长27.75%；2018年底为1272.78亿元，同比增长33.37%，主要系一年内到期的非流动负债、预收款项、短期借款、其他流动负债增加所致。流动负债以预收款项（占32.06%）、一年内到期的非流动负债（占23.44%）、短期借款（占13.80%）、其他应付款（占9.01%）为

主。

2016—2018年，华发集团短期借款快速增长，2018年底为175.61亿元，同比增长24.68%，以信用借款、抵押借款和保证借款为主。

华发集团流动负债中预收款项占比较高，主要为华发股份预收房款。2016—2018年，华发集团预收款项大幅增长，年均复合增幅为27.50%；2018年底，华发集团预收款项同比增长37.90%至408亿元，主要系武汉华发外滩首府、武汉华发中城荟、苏州姑苏院子等项目预收楼款增加（预收房款期末余额合计385.43亿元）。

2016—2018年，华发集团一年内到期的非流动负债波动中大幅增长，2018年底为298.40亿元，主要系一年内到期的长期借款快速增长所致。

2016—2018年，华发集团非流动负债年均复合增长3.42%，2018年底，华发集团非流动负债为692.80亿元，同比变动不大；从构成看，以长期借款（占比53.98%）和应付债券（占比44.60%）为主。

2016—2018年，华发集团长期借款波动下降，年均复合下降3.76%；2018年底，华发集团长期借款374亿元，以保证借款、抵押借款等为主。

2016—2018年，华发集团应付债券逐年增长，年均复合增幅为16.83%。2018年底，华发集团应付债券309亿元，同比增长24.49%，主要系华发集团本部及下属子公司华发综合发展、华发股份发行公司债、中期票据及美元债所致。

2019年3月底，华发集团负债总额1296.76亿元，较上年底变化不大；受发行中期票据影响，债务结构调整以长期债务为主。

将华发集团发行的超短期融资券（“其他流动负债”）、资产支持证券和售后回租融资款（“长期应付款”）等有息部分计入债务后，近三年华发集团全部债务逐年增长，年均复合增幅为17.94%，2018年底华发集团全部债务同

¹⁰ 2017年12月，公司与中海信托股份有限公司签订可续期债权投资合同，累计发行永续债12亿元，初始债权投资期限为24个月，公司有权于借款（债权投资）初始期限届满之日前30个工作日书面通知中海信托股份有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期24个月，初始固定利率6.40%。

比增长 14.17%至 1313.73 亿元，其中短期债务占 48.01%，长期债务占 51.99%；受一年内到期的非流动负债增长影响，负债结构调整至流动负债和非流动负债占比均衡。受所有者权益快速增长影响，近三年华发集团资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率均呈下降趋势，2018 年底分别为 69.55%、60.42%和 44.25%。

总体看，受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，华发集团所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，华发集团负债总额逐年增加，债务规模较大，债务负担较重。

盈利能力

受房地产开发、大宗商品批发和土地一级开发业务等收入增长影响，2016—2018 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增幅为 28.76%；2018 年，华发集团实现营业收入 532.79 亿元，同比增长 20.66%；受收入增长影响，近三年华发集团营业成本年均复合增长 30.03%，成本增速高于营业收入增速，2018 年营业成本为 422.44 亿元。华发集团营业利润率有所下降，2018 年为 16.77%。

近三年华发集团期间费用逐年上升，2018 年为 52.14 亿元，同比增长 30.29%，主要系人员数量增长及职工薪酬提升带动管理费用增加所致；近三年华发集团财务费用逐年下降，主要受益于华发集团平均融资成本下降、经营管控的提升及利息收入增加。2018 年，华发集团期间费用率为 9.79%。

2016—2018 年，华发集团分别实现投资收益 13.07 亿元、10.69 亿元和 18.24 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2018 年华发集团投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 9.09 亿元（主要来自华润银行、珠海润海投资等）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 2.26 亿元（主要来自华发集团持有的债券、股

票等）、持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，2018 年投资收益同比增长 7.54%，主要系权益法核算的长期股权投资收益和持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益增加所致。2016—2018 年华发集团利润总额年均复合增长 34.64%，2018 年为 56.16 亿元。

从盈利指标看，近三年华发集团总资产收益率和净资产收益率呈增长趋势，2018 年分别为 2.85%、4.73%，盈利能力有所增强。

2019 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 158.98 亿元，利润总额 18.48 亿元。

综合来看，近年来，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，华发集团营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充，总资产收益率和净资产收益率指标呈增长趋势。同时，联合资信也注意到，受大宗贸易板块利润水平较低等影响，近三年华发集团营业利润率有所下降。未来，随着华发集团土地一级开发、房地产及金融板块业务的逐步推进，华发集团未来盈利能力有望进一步增强。

现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，华发集团经营活动现金流入量呈增长趋势，年均复合增幅为 9.97%；2018 年，华发集团经营活动现金流入量 730.81 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 650.59 亿元。2016—2018 年，华发集团现金收入比分别为 156.70%、113.44%和 122.11%，受预收房款及收入确认时点不一致影响有所波动，收入实现质量保持在较高水平。同期，华发集团经营活动现金流出年均复合增长 21.74%，2018 年为 620.18 亿元，同比增长 30.31%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加规模加大影响。近三年，华发集团经营活动净现金流均表现为净流入，分别为 185.88 亿元、104.48 亿元和 110.62 亿元。

投资活动方面，2016—2018 年，受收回投资收到的现金变动影响，华发集团投资活动现

金流入波动上升，年均复合增长 12.99%。2018 年，华发集团投资活动现金流入 94.20 亿元，主要由收回投资收到的现金 89.16 元构成。近三年，华发集团投资活动现金流出规模大幅增长，年均复合增长 59.80%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金大幅增长所致。2018 年，华发集团投资活动现金流出同比增长 21.30%至 452.92 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 222.50 亿元，投资支付的现金 217.07 亿元，同比增长 22.07%，主要系对股权、债权等投资规模加大。2016—2018 年，华发集团投资活动现金流净额分别为-103.58 亿元、-347.03 亿元和-358.72 亿元，受购地及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动表现为持续净流出。

2016—2018 年，华发集团筹资活动前现金流量净额分别为 82.30 亿元、-242.55 亿元和 -248.10 亿元。2017 年，华发集团购地、对外投资、资金拆借等规模加大，筹资活动前资金缺口较上年明显扩大；2018 年，华发集团维持对外投资规模，筹资活动前资金缺口明显。

筹资活动方面，2016—2018 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 14.40%；2018 年，华发集团筹资活动现金流入 1225.87 亿元，同比增长 28.90%，华发集团仍主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。收到其他与筹资活动有关的现金主要系华金证券固收业务中借入法人账户透支资金减少所致。2016—2018 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合下降 2.94%，2018 年，华发集团筹资活动现金流出同比增长 21.52%至 854.74 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2016—2018 年，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 29.44 亿元、247.67 亿元和 371.13 亿元。

2019 年 1—3 月，华发集团经营活动现金净流量 5.36 亿元，投资活动现金净流量-95.02 亿元，筹资活动现金净流量 134.67 亿元。

总体看，近年来，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模呈上升趋势，收入实现质量保持较高水平；华发集团较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续净流出，投资活动支出依赖筹资活动来平衡。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，华发集团流动比率持续下降，速动比率持续上升，2018 年底分别为 182.43%、62.40%。华发集团流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。2016—2018 年，华发集团经营现金流动负债比分别为 23.84%、10.95%和 8.69%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。考虑到流动负债中不需要实际偿还的预收账款较多，华发集团实际偿债能力强于指标值。截至 2018 年底，华发集团现金类资产 391.52 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.62 倍。总体看，华发集团短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，华发集团 EBITDA 快速增长，年均复合增幅为 23.38%；同期，华发集团全部债务年均复合增长 17.94%，慢于 EBITDA 增速；受此影响，华发集团全部债务/EBITDA 逐年下降，2018 年为 15.86 倍。近年来，随着盈利能力的提升，华发集团 EBITDA 对全部债务的保障程度增强。整体看，华发集团目前债务规模仍然较大，考虑到华发集团资产中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对华发集团的有力支持，华发集团整体偿债能力极强。

截至 2018 年底，华发集团合并口径对外担保余额 60.28 亿元，相当于净资产的 7.00%。其中华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）提供担保余额 57.28 亿元，华发集团为关联方珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，以下简称“华金资本”）提供担保余额 3.00 亿元。琴发实业唯一股东珠海琴发投

资有限公司由华发股份同珠海大横琴置业有限公司（珠海市横琴新区管理委员会 100%间接控股）共同出资成立，华发股份持股 60%，珠海大横琴置业有限公司持股 40%，华发集团合并口径对其不并表，主要从事珠海华发广场项目开发建设；华金资本为深交所上市企业，主要从事电子设备、投资与管理业务，2018 年底华发集团通过珠海金控持有其 28.46%的股权，对其控制不合并。整体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2018 年底，华发集团合并口径共计获得金融机构授信额度 1816.35 亿元，尚未使用 824.67 亿元，华发集团间接融资渠道畅通。另外，华发集团合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，具备直接融资渠道。

华发集团作为珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。近年来，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，华发集团营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成良好补充。华发集团资产总额不断增长，整体资产质量较好。受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，华发集团所有者权益规模稳步增长。同时，也考虑了华发集团随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，负债总额逐年增加，债务规模较大。综上，联合资信给与华发集团 AAA 的主体长期信用等级，评级展望维持稳定。

（4）资金保管机构

本交易的资金保管机构是兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）。兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强。联合资信认为其

作为本交易的保管银行，尽职能力很强，能为本交易提供良好的服务。

兴业银行成立于 1988 年 8 月，是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行。2007 年，兴业银行在上海证券交易所成功上市。截至 2019 年 6 月末，兴业银行股本总额为 207.74 亿元，其中福建省财政厅持股达 18.78%，为兴业银行第一大股东。

截至 2018 年末，兴业银行资产总额 67116.57 亿元，股东权益 4725.84 亿元；不良贷款率 1.57%，拨备覆盖率 207.28%，资本充足率 12.20%，核心一级资本充足率为 9.30%；2018 年实现营业收入 1582.87 亿元，净利润 612.45 亿元。截至 2018 年末，资产托管业务规模 116065.78 亿元

截至 2019 年 6 月末，兴业银行资产总额 69895.94 亿元，股东权益 5180.49 亿元；不良贷款率 1.56%，拨备覆盖率 193.52%，资本充足率 11.84%，核心一级资本充足率 8.99%。2019 年上半年，兴业银行实现营业收入 899.07 亿元，净利润 361.09 亿元。

近年来，兴业银行持续加强治理制度建设，明晰董事会、监事会建设的目标和方向，确立可持续发展的治理理念，形成股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职、有效运作的现代公司治理运行机制。

风险管理方面，兴业银行制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，建立了由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成的风险管理“三道防线”，致力于风险管理目标的实现。

(5) 受托人

本交易的受托人是华能信托。华能信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度。联合资信认为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。

华能信托是中国华能集团公司旗下唯一专业从事金融信托业务的非银行金融机构，于2008年由中国华能集团公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原贵州省黔隆国际信托投资有限责任公司基础上增资扩股重组而成。2009年1月正式更名为华能贵诚信托有限公司。截至2018年底，公司注册资本金为人民币61.95亿元，其中华能资本服务有限公司持股67.92%，贵州产业投资（集团）有限责任公司持股31.48%，人保投资控股有限公司持股0.16%。

截至2018年底，华能信托资产总额213.36亿元，所有者权益184.70亿元，信托资产规模为7278.97亿元。2018年全年实现营业收入34.92亿元，利润总额32.05亿元。

作为专业化的资产管理机构，公司建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线：由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险的责任者，对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对风险业务进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展公司日常风险管理工作，对公司业务风险进行全过程监控；审计稽核部对公司风险管理的有效性实施独立监督和评价。

3. 法律要素分析

根据广东恒益律师事务所为本交易出具相关法律意见，联合资信认为：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产符合适用法律所规定的条件，基础资产转让行为合法、有效。

联合资信收到的广东恒益律师事务所出具的法律意见书表明：发起机构具备发行本次资产支持票据的主体资格；发起机构为发行本次资产支持票据已履行了必要的内部决策程序，决策程序合法、有效，决议内容合法、有效；本次资产支持票据之相关发行文件、交易文件真实、合法、有效，各参与机构的权利义务明确；本次资产支持票据的发行载体合法、合规，各参与机构均具备履行各自职责所应具备的资质、条件；本次资产支持票据的基础资产符合法律、法规和规范性文件的相关规定，真实、有效、权属明确，且无权利限制，可以依法转让，能够产生持续稳定、独立、可预测、可特定化的现金流；本次资产支持票据的交易结构设置合理，不存在损害相关利益主体合法权益的情形，现金流的归集和管理机制合法、合规，能够确保基础资产产生的现金流作为本次资产支持票据的偿付支持，且具备有效的风险隔离效果，投资者保护机制合法、合规；本次资产支持票据的信用增进措施合法、合规、有效；与本次资产支持票据发行有关的重大法律事项及潜在法律风险不会对本次发行造成实质性的不利影响。本次资产支持票据相关事项符合《公司法》、《信托法》、《管理办法》、《票据指引》等法律、法规和规范性文件的相关规定、要求。发起机构尚需向交易商协会办理本期资产支持票据的发行注册，并取得交易商协会出具的《接受注册通知书》。

三、基础资产分析

本交易入池资产相关债务人均均为华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司，债务

人集中度高；各笔应收账款债权到期日均重新约定为同一到期日，导致本交易现金流回款时

间极为集中。

本交易基础资产为委托人合法所有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 99 笔，应收账款余额共计 62878.82 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应收账款债权。入池资产所涉及的应收账款均需取得债务人出具的《买方确认函》及共同债务人出具的《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 21 户珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司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 8308.19 万元，占比 13.21%，占比较大的前十户债务人应收账款余额共计 50657.22 万元，占比 80.56%，债务人集中度较高。资产池前十大相关债务人分布见表 6。

表 6 资产池前十大相关债务人分布

(单位: 笔、万元、%)

债务人	笔数	应收账款余额	占比
珠海华郡房地产开发有限公司	12	8308.19	13.21
珠海华菁教育服务有限公司	4	7068.71	11.24
无锡华郡房地产开发有限公司	4	6541.71	10.40
珠海铎创经贸发展有限公司	3	5740.00	9.13
中山市华屹房地产开发有限公司	1	5491.80	8.73
佛山华枫房地产开发有限公司	13	4302.41	6.84
威海华发房地产开发有限公司	7	3845.66	6.12
青岛华昂置业有限公司	3	3463.68	5.51
珠海华智教育服务有限公司	4	3259.70	5.18
武汉华发长茂房地产开发有限公司	11	2635.36	4.19
合 计	62	50657.22	80.56

注：金额或占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同

关联交易方面，资产池有 19 笔入池资产涉及关联方交易，涉及的债务人 7 户、债权人 2 户，涉及的应收账款余额共计 13871.36 万元，占比 22.06%，所涉债务人分布见表 7、所涉债权人分布见表 8。

表 7 资产池关联交易债务人分布

(单位: 笔、万元、%)

债务人	笔数	应收账款余额	占比
珠海华菁教育服务有限公司	4	7068.71	11.24
珠海华智教育服务有限公司	4	3259.70	5.18
珠海华郡房地产开发有限公司	2	1449.10	2.30
武汉华耀房地产开发有限公司	3	859.95	1.37
武汉华发长茂房地产开发有限公司	1	625.80	1.00
佛山华枫房地产开发有限公司	3	406.31	0.65
珠海华翰投资有限公司	2	201.80	0.32
合 计	19	13871.36	22.06

表 8 资产池关联交易债权人分布

(单位: 笔、万元、%)

债权人	笔数	应收账款余额	占比
建泰建设有限公司	12	11979.31	19.05
珠海华发景龙建设有限公司	7	1892.06	3.01
合 计	19	13871.36	22.06

上述资产所涉债权人均为共同债务人华发集团的关联企业，可能会对华发集团的债务水平有所影响，联合资信对此将保持持续关注。

结算方式方面，入池资产的结算方式均为现金结算。

地区分布方面，资产池债务人分布在全国 5 个省市地区，其中，占比最大的为广东省，应收账款余额占比为 66.67%，债务人地区集中度高。资产池债务人地区分布见下表。

表 9 资产池债务人地区分布

(单位: 笔、万元、%)

地区	笔数	应收账款余额	占比
广东	63	41919.18	66.67
山东	10	7309.34	11.62
江苏	4	6541.71	10.40
湖北	19	6307.42	10.03
天津	3	801.18	1.27
合 计	99	62878.82	100.00

四、定量分析

当优先级票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，基础资产预期现金流能够覆盖优先级票据预期支出，优先级票据的兑付有保障。联合资信将对发行利率保持持续关注。

本交易基础资产的直接还款来源为债务人珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司，若债务人珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司未将全部应收账款金额划付至信托账户，则由共同债务人华发股份、华发集团进行差额补足。联合资信给予共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA，与优先级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。

在费用测算方面，根据交易文件的约定，联合资信在测算过程中计入应由信托财产承担

的支出的综合费率为 0.17%。

本交易优先级资产支持票据预计存续期限 365 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，测算的保障比率如下表所示：

表 10 不同利率情景下优先级资产支持票据保障比率
单位：%、万元、倍

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
4.00	62499.78	1.0061
4.10	62559.78	1.0051
4.20	62619.78	1.0041
4.30	62679.79	1.0032
4.40	62739.79	1.0022
4.50	62799.79	1.0013

注：预期支出=优先级资产支持票据本金*（1+优先级资产支持票据预期发行利率*优先级资产支持票据预计存续期限/365）+应由信托财产承担的支出。

从上述测试的结果来看，在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，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，考虑共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA，联合资信给予优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

五、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的综合考量，以及对本交易共同债务人珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司的偿债能力和偿债意愿的考虑，确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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 1 华发集团主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	337.20	352.10	477.64
资产总额(亿元)	1,891.63	2,284.79	2,826.17
所有者权益(亿元)	464.05	623.92	860.58
短期债务(亿元)	312.28	451.82	630.69
长期债务(亿元)	632.12	698.85	683.05
全部债务(亿元)	944.40	1,150.67	1,313.73
营业收入(亿元)	321.37	441.55	532.79
利润总额(亿元)	30.98	49.69	56.16
EBITDA(亿元)	54.43	72.15	82.86
经营性净现金流(亿元)	185.88	104.48	110.62
销售债权周转次数(次)	12.71	31.97	21.38
存货周转次数(次)	0.25	0.29	0.30
总资产周转次数(次)	0.19	0.21	0.21
现金收入比(%)	156.70	113.44	122.11
营业利润率(%)	17.56	17.56	16.77
总资本收益率(%)	2.79	3.00	2.85
净资产收益率(%)	4.47	5.54	4.73
长期债务资本化比率(%)	57.67	52.83	44.25
全部债务资本化比率(%)	67.05	64.84	60.42
资产负债率(%)	75.47	72.69	69.55
流动比率(%)	199.56	195.53	182.43
速动比率(%)	62.12	62.39	62.40
经营现金流动负债比(%)	23.84	10.95	8.69
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.19	1.19
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	15.95	15.86

附件 2 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 资产支持票据信用等级设置及含义

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}和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：

级别设置	含义
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
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
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期 华发大湾区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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”项下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。

深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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。

如深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚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“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第三期华发大湾区资产支持票据”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深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司联系，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。