

信用评级公告

联合〔2021〕2396号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月九日



深圳前海联捷商业保理有限公司

2021年度第一期宸章定向资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先级资产支持票据	33400.00	99.70	AAA _{sf}
次级资产支持票据	100.00	0.30	NR
合计	33500.00	100.00	—

注：1.本报告的评级结论为联合资信基于2021年4月9日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3.NR-未予评级

交易概览

联捷保理/委托人/发起机构/资产服务机构/保理商：深圳前海联捷商业保理有限公司

初始债务人/远洋方：就每一笔目标应收账款债权而言，指基础交易的工程发包方或货物/服务贸易买方，具体以经发起机构提交并经受托人提供《确认函》确认的《合格应收账款债权清单》中载明的“远洋方公司”为准。为免疑义，“远洋方公司”之称谓仅为方便表述之用，前述“工程发包方”或“货物/服务贸易买方”包括法人及其他机构

加入债务人/核心企业/远洋中国：远洋控股集团（中国）有限公司

债务人：就每一笔应收账款债权而言，指根据基础交易合同的约定及/或经《买方确认函》或《付款确认书》确认负有到期清偿应付款及其他约定义务的清偿义务人，包括远洋中国及/或除远洋中国以外的其他远洋方

流动性支持承诺主体/远洋集团：远洋集团控股有限公司

受托人/发行载体管理机构/兴业信托：兴业国际信托有限公司

资金保管银行：招商银行股份有限公司北京分行

主承销商/簿记管理人/招商银行：招商银行股份有限公司

基础资产/入池应收账款债权：《合格应收账款债权清单》所列的，由发起机构根据《信托合同》的约定于信托财产交付日委托给受托人设立资产支持票据信托的目标应收账款债权及其附属权益

优先级资产支持票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级资产支持票据预期到期日：2022年4月21日

清算起始日：信托到期日之下一个自然日

法定到期日：清算起始日后（含该日）的36个月届满之日

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联捷商业保理有限公司2021年度第一期宸章定向资产支持票据”（以下简称“本票据”）所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流模拟分析。

本次交易基础资产池包含404笔应收账款债权，初始债务人均均为远洋中国及其子公司或关联公司。加入债务人远洋中国信用水平极高，履约能力极强，其出具《付款确认书》并承诺对应收账款到期日当天尚未偿还的余额部分履行无条件不可撤销的到期清偿义务。另外，流动性支持承诺主体远洋集团出具《流动性支持承诺函》，承诺对远洋中国的付款义务提供流动性资金支持。远洋中国与远洋集团共同保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信关注到远洋中国无实际控制人可能带来的潜在管理风险、房地产业务区域布局中京津冀地区集中度相对较高且部分项目去化较慢、往来款及委托贷款规模较大、房地产业务毛利率波动下滑且利润对委托贷款所产生的利息收入依赖较大、权益稳定性较弱等因素对远洋中国信用水平带来的不利影响，以及远洋集团业务主要由远洋中国开展，两者信用关联度高。

另外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过4.20%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1.00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4.20%的情形。

评级时间

2021 年 4 月 9 日

本次评级使用的评级方法：

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：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

加入债务人主要财务数据：

远洋控股集团（中国）有限公司（合并口径）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	1695.48	2168.82	2119.02	2134.12
所有者权益（亿元）	434.40	505.50	550.91	556.64
全部债务（亿元）	446.51	606.14	477.87	458.34
营业收入（亿元）	314.90	307.18	459.67	153.66
利润总额（亿元）	70.29	68.60	69.89	25.76
资产负债率（%）	74.38	76.69	74.00	73.92

注：1. 长期应付款中常息债务部分已计入长期债务；2. 2020 年 1—6 月财务数据未经审计

流动性支持承诺主体主要财务数据：

远洋集团控股有限公司（合并口径）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	1918.94	2493.62	2436.99	2540.72
所有者权益（亿元）	587.28	631.39	656.11	671.44
全部债务（亿元）	610.32	885.75	839.07	874.01
营业收入（亿元）	458.37	414.22	509.26	193.74
除税前溢利（亿元）	114.22	109.75	104.16	39.96
资产负债率（%）	69.40	74.68	73.08	73.57

分析师：

李 洋 李晓音

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

综合上述因素，联合资信确定本票据项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

- 基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利，并且不享有商业纠纷抗辩权。
- 加入债务人远洋中国及流动性支持承诺主体远洋集团信用水平均极高。**远洋中国股东支持力度较大，土地储备较为充足，2017—2019 年签约销售面积及金额均逐年增长，整体偿债能力极强；远洋集团信用水平极高，其承诺对远洋中国付款义务提供流动性资金支持。远洋中国与远洋集团共同对优先级资产支持票据具有主要的信用支撑作用。

关注

- 存在一定的利率风险。**若本期优先级资产支持票据发行利率高于 4.20%，或发行后相关费率高于本报告披露的各项费率，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
- 需关注远洋中国及远洋集团相关运营风险。**远洋中国房地产业务区域布局中京津冀地区集中度相对较高且部分项目去化较慢，往来款及委托贷款规模较大，权益稳定性较弱。远洋集团业务主要由远洋中国开展，鉴于两者关联度高，其提供的补充支持作用有限。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托人提供，联合资信评估股份有限公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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，未因发起机构/受托人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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

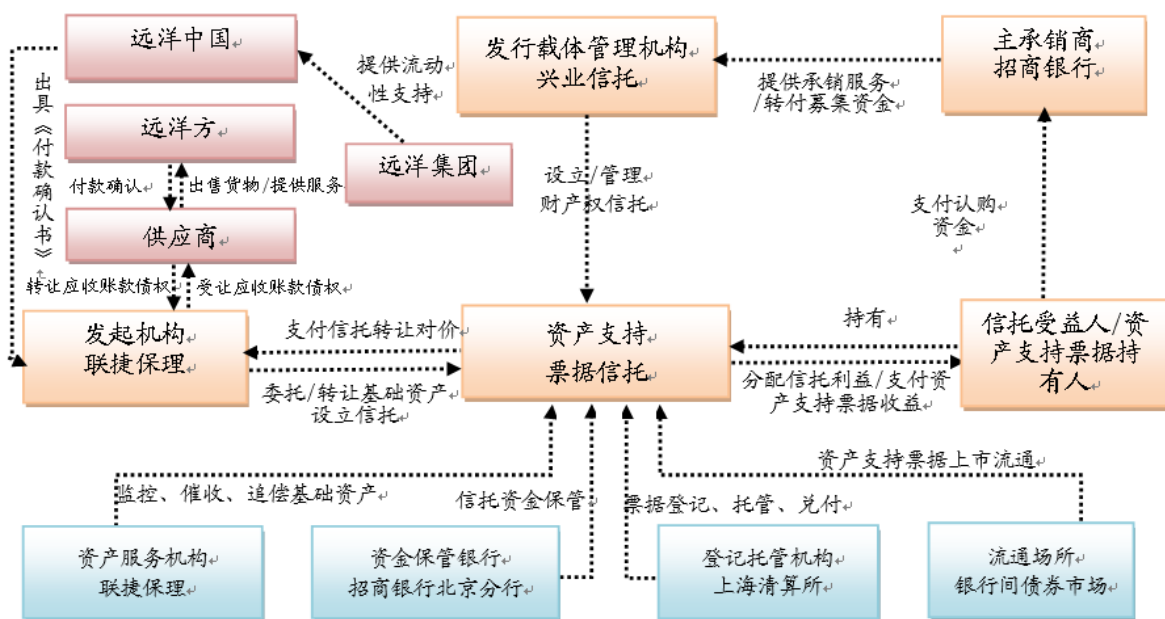
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）将其合法拥有、依法可以转让的每一笔应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，采取特殊目的载体机制，将基础资产信托给受托人兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”），设立“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据信托”（以下简称“本信托”）。兴业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（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”），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。前述应收账款债权的付款义务均已获得初始债务人远洋方²出具的《买方确认函》及加入债务人远洋控股集团（中国）有限公司（以下简称“远洋中国”）出具的《付款确认书》³予以确认。另外，远洋集团控股有限公司（以下简称“远洋集团”）作为流动性支持承诺主体为远洋中国在《买方确认函》或《付款确认书》（如有）项下付款义务提供无条件且不可撤销的流动性支持承诺。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。

图 1 交易安排



资料来源：发起机构提供

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为人民币

33500.00万元。其中，优先级票据发行规模为33400.00万元，次级票据为100.00万元。优先级

¹ 附属权益：就每一笔目标应收账款债权而言，指基础交易合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的合法且可转让的任何担保或具有债权保障作用的权益。为免疑义，作为目标应收账款债权组成部分的附属权益，亦包含保理商依保理合同约定而取得的应收账款项下的债权及其他相关权益，以及债权人在保理合同中作出的任何陈述、承诺或保证所对应的保理商权利或利益。

² 远洋方：就每一笔目标应收账款债权而言，指基础交易的工程发包方或货物/服务贸易买方，具体以经发起机构提交并经受托人提供《确认函》确认的《合格应收账款债权清单》中载明的“远洋方公司”为准。为免疑义，“远洋方公司”之称谓仅为方便表述之用，前述“工程发包方”或“货物/服务贸易买方”包括法人及其他机构。

³ 付款确认书：就初始债务人为远洋中国本身的目标应收账款债权而言，远洋中国将仅出具《买方确认函》，无需再出具《付款确认书》。

票据采用固定利率，预期到期日为2022年4月21日，还本付息方式为到期一次性还本付息；次级票据不设票面利率，到期享有剩余收益。本

信托法定到期日为清算起始日后（含该日）的36个月届满之日。

表 1 资产支持票据概要（单位：万元、%）

票据名称	金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级票据	33400.00	99.70	2022 年 4 月 21 日	到期一次性还本付息
次级票据	100.00	0.30	2022 年 4 月 21 日	到期享有剩余收益
合计	33500.00	100.00	--	--

资料来源：联合资信整理

3. 基础资产入池标准

本交易制定了较为明确、严格的基础资产入池标准。

本交易基础资产系指委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益。

根据本交易约定，每一笔目标应收账款债权在信托生效日、信托财产交付日须符合以下入池标准：

（1）债权人及债务人均系根据适用法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构。

（2）基础交易合同项下的债权人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准及/或备案（如适用法律规定为必需）。

（3）债权人与初始债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与初始债务人双方订立的基础交易合同在适用法律下均合法及有效；并且，债权人在向保理商转让其享有的目标应收账款债权前，真实、完整、合法、有效地拥有该笔目标应收账款债权。

（4）保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与债权人双方订立的保理合同在适用法律下合法及有效；并且，保理商自债权人受让其享有的目标应收账款债权后，真实、完整、合法、有效地拥有该笔目标应收账款债权。

（5）保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方向债权人支付目标应收账款债权的转让对价。

（6）债权人已将该笔目标应收账款债权转

让予保理商的事宜向初始债务人发出《应收账款债权转让通知书》，且保理商已将其受让的该笔目标应收账款债权最终出售予资产支持票据信托的事宜向初始债务人发出《应收账款债权转让通知书》。

（7）作为初始债务人的远洋方已向债权人、保理商和受托人出具《买方确认函》，且就初始债务人为非远洋中国的目标应收账款债权而言，远洋中国已向保理商和受托人出具《付款确认书》，该等《买方确认函》《付款确认书》（如有）在适用法律下均合法、有效。

（8）债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务，且债务人已通过《买方确认函》《付款确认书》（为免疑义，就初始债务人为远洋中国本身的目标应收账款债权而言无需《付款确认书》）确认其对目标应收账款债权负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。

（9）初始债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）。

（10）该笔目标应收账款债权的债权到期日应不晚于信托预期到期日前第 3 个工作日，但晚于信托生效日。

（11）该笔目标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。

(12) 基础交易合同及适用法律未禁止或限制债权人转让目标应收账款债权；或者，在基础交易合同对债权人作出限制转让该债权的情况下，转让条件已经成就。

(13) 保理合同及适用法律未对保理商受让目标应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。

(14) 保理商已因受让目标应收账款债权而通过中登网进行转让登记。

(15) 该笔目标应收账款债权不涉及国防、军工或其他国家机密。

另外，就基础资产池而言，其必须在信托生效日、信托财产交付日满足以下要求：若存在债权人与初始债务人之间为关联方的关联交易资产入池的，该类关联交易资产入池应收账款债权金额的合计占比不超过 15%（含本数）

（为避免疑义，关联交易资产项下债权人是否为初始债务人的关联方，以远洋中国出具的书面文件确认为准，未经远洋中国确认为关联方的，不将该债权人与初始债务人作为关联方认定）。

4. 现金流收付机制

本交易现金流主要来自于在应收账款到期日初始债务人及加入债务人的回收款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 现金流归集

本交易设有信托账户，用以进行信托资金的一切收支活动。

资产服务机构应在应收账款债权到期日⁴前 30 个工作日、10 个工作日、5 个工作日向债务人提示各笔入池应收账款债权的到期付款时间，通知其按其出具的《买方确认函》《付款确

认书》（如有）确定的时间将相应的债权回收款项直接付至信托账户。初始债务人应将保理合同项下等额于入池应收账款债权金额在初始债务人付款日（即应收账款债权到期日的前二个工作日）下午三点前支付至信托账户；若初始债务人未在初始债务人付款日下午三点前向信托账户足额划付该笔应收账款的未偿价款余额，加入债务人远洋中国应将保理合同项下等额于初始债务人尚未偿还的应付账款债权金额于加入债务人付款日（即应收账款债权到期日当日）十二点前支付至信托账户。同时，流动性支持承诺主体远洋集团无条件且不可撤销地承诺，将在目标应收账款债权到期日前向远洋中国提供流动性支持资金，以保障远洋中国在加入债务人付款日的资金划转。

(2) 分配资金划付

期间分配

受托人应于兑付日⁵前的第二个工作日向资金保管机构发出划款指令，指令资金保管机构将所有信托可供分配资金按下列顺序进行相应的运用或分配（若同一顺序的多笔应分配款项不能获得足额分配时，按各分配款项金额的比例进行分配）：

(a) 信托财产管理、运用及处分过程中发生的信托税费，包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税等。同时，如根据适用法律受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税费的，则相应的增值税及其附加税等税费亦由信托财产承担；

(b) 支付登记托管机构、支付代理机构收取的资产支持票据登记、票据收益支付等相关手续费；

(c) 同顺序支付：a) 资金保管机构累计应付未付的报酬；b) 审计机构、会计顾问累计应

⁴ 应收账款债权到期日：就每一笔入池应收账款债权而言，指该笔应收账款债权的到期日，具体以《买方确认函》内载明的“应收账款债权到期日”为准。应收账款债权到期日应不晚于信托预期到期日前第 3 个工作日（含该日）。

⁵ 兑付日：T 日。就期间分配而言，在资产支持票据正常到期的情况下，指资产支持票据预期到期日；或在发生任一资产支持票据终止事件导致该档资产支持票据提前到期的情况下，指资产支持票据提前到期日。就到期分配而言，在信托正常到期的情况下，指信托计划预期到期日；或在发生任一信托计划终止事件导致信托计划提前到期的情况下，指信托计划提前到期日。就清算分配而言，指在信托计划到期并进入清算期后，受托人将经清算的剩余信托财产向资产支持票据持有人进行分配之日。

付未付的报酬（如有）；c）受托人累计应付未付的报酬；d）受托人、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）；e）受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用，含簿记管理费（包括以往各期末付金额，如有）；f）支付委托法律顾问进行尽职调查并出具专业意见所累计应付未付的报酬（如有）；g）其他应当由信托财产承担的信托费用（如有，但资产服务机构的服务费及可报销的费用支出[如有]，以及后备资产服务机构[如有]的报酬[如有]除外）；

（d）向各优先级票据持有人分配信托利益，直至各到期优先级票据持有人获得分配的信托利益金额等于该到期优先级票据当期预期收益；

（e）向各优先级票据持有人分配信托利益，直至各到期优先级票据持有人获得分配的信托利益金额等于该到期优先级票据的本金。

到期分配

到期分配时，受托人先按照期间分配的分配顺序对信托利益进行分配，在分配上述（a）~（e）项后仍有剩余的，剩余信托资金留存于信托账户进行清算分配。

清算分配

在信托终止日后，受托人应将经清算的剩余信托财产在划款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，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：

（a）信托财产管理、运用及处分过程中发生的信托税费，包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税等。同时，如根据适用法律受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税费的，

则相应的增值税及其附加税等税费亦由信托财产承担。；

（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）同顺序支付 a）资金保管机构累计应付未付的报酬；b）审计机构、会计顾问累计应付未付的报酬（如有）；c）受托人累计应付未付的报酬；d）受托人、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）；e）受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用，含簿记管理费（包括以往各期末付金额，如有）；f）支付委托法律顾问进行尽职调查并出具专业意见所累计应付未付的报酬（如有）；g）其他应当由信托财产承担的信托费用（如有）；

（d）向存续优先级票据持有人分配预期收益，直至其获得分配的信托利益金额等于存续优先级票据的当期预期收益；

（e）向存续优先级票据持有人分配资产支持票据本金，直至其获得分配的信托利益金额等于存续优先级票据的全部未偿投资本金；

（f）以现金形式，向次级票据持有人分配资产支持票据本金，直至次级票据持有人获得分配的信托利益金额等于该到期次级票据的本金；

（g）以现金形式存在的剩余信托财产（如有）向次级票据持有人进行信托利益分配；

（h）剩余信托财产作为次级票据的本息全部按信托财产的原状分配给次级票据持有人。

以非现金形式存在的剩余信托财产（如有）全部按信托财产原状分配给资产服务机构作为其浮动服务费。

二、交易结构分析

1. 债务加入与流动性支持

加入债务人远洋中国整体偿债能力极强，其作为基础资产加入债务人对优先级票

据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。流动性支持承诺主体远洋集团对远洋中国付款义务提供的流动性支持承诺亦对优先级票据

本息的偿付起到补充支持作用。

本交易每笔应收账款（远洋中国作为初始债务人的应收账款除外）均取得由加入债务人远洋中国出具的《付款确认书》，远洋中国同意作为加入债务人分别对每一笔应收账款进行债务加入，并在应收账款债权到期日当天针对进行债务加入的应收账款向信托账户足额清偿。同时，远洋中国确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，同意相应账款到期支付不附条件。

考虑到远洋中国股东支持力度较大，土地储备较为充足，2017—2019 年签约销售面积及金额均逐年增长，整体偿债能力极强，其作为基础资产的加入债务人有效保障了基础资产质量，从而对本期优先级票据起到主要的信用支撑作用。

另外，远洋集团作为流动性支持承诺主体，其出具《流动性支持承诺函》，承诺无条件且不可撤销地对远洋中国上述付款义务提供流动性资金支持，亦对本期优先级票据起

到一定补充支持作用。但考虑到远洋集团业务主要由远洋中国开展，其提供的补充支持作用有限。

2. 利率风险

本交易通过折价购买来保障基础资产现金流对优先级票据本息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险。

本期基础资产所对应的应收账款余额为本期优先级票据募集总额的 104.43%，通过应收账款的折价购买来保障优先级票据预期收益的支付。本期优先级票据预期到期日为 2022 年 4 月 21 日，根据基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的覆盖测算，在发行时确认的优先级票据利率不超过 4.20%、同时考虑本交易应付的各项税费的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的足额覆盖。

三、基础资产分析

联捷保理根据本期资产支持票据发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

本期资产池涉及的基础资产均为供应商与初始债务人远洋方在日常经营活动中形成的应收账款，共计 404 笔，应收账款余额共计 34880.14 万元，共涉及 79 户债务人，324 户债权人⁶。本期入池资产中涉及关联交易，详见下文。

表 2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	34880.14
应收账款笔数（笔）	404
债务人户数（户）	79

⁶ 债权人户数：北京亿洋时代楼宇科技有限公司与其中山分公司计为同一户债权人，下同。

债权人户数（户）	324
单笔应收账款最小余额（万元）	2.12
单笔应收账款最大余额（万元）	996.90

资料来源：联捷保理提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

基础资产池入池应收账款主要为工程服务类。

从应收账款形成的来源来看，入池的应收账款分为工程服务类（占 75.09%）和贸易服务类（占 24.91%）。

表 3 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元、%）

种类	笔数	应收账款余额	金额占比
工程施工类	239	26189.95	75.09
贸易服务类	165	8690.19	24.91
合计	404	34880.14	100.00

资料来源：联捷保理提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产整体集中度较低。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 200.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 53.08%，基础资产整体集中度较低。具体情况如下。

表 4 资产池应收账款余额分布（单位：笔、万元、%）

余额	笔数	应收账款余额	金额占比
[0,200)	362	18515.13	53.08
[200,400)	26	7635.95	21.89
[400,600)	12	5343.83	15.32
[600,800)	2	1409.20	4.04
[800,1000)	2	1976.03	5.67
合计	404	34880.14	100.00

资料来源：联捷保理提供，联合资信整理

4. 债务人集中度分布

基础资产池涉及的债务人均为远洋中国子公司或关联公司，债务人集中度尚可。

从基础资产债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 79 户远洋中国子公司或关联公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 7293.79 万元，占 20.91%；前五大债务人应收账款余额共计 13111.95 万元，占 37.59%，债务人集中度尚可。具体情况如下。

表 5 基础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	金额占比
远洋国际建设有限公司	70	7293.79	20.91
漳州梁悦房地产开发有限公司	2	1686.97	4.84
南京远鸿置业有限公司	4	1629.05	4.67
沈阳远航置业有限公司	5	1449.19	4.15
昆明滇洱房地产开发有限公司	15	1052.95	3.02
合计	96	13111.95	37.59

资料来源：联捷保理提供，联合资信整理

远洋国际建设有限公司（以下简称“远洋建设”）成立于 2008 年 4 月 8 日，截至 2021 年 3 月 30 日，注册资本 6.00 亿元，实收资本 6.00 亿元，股权穿透后为远洋中国全资子公司。远洋建设注册地址为北京市怀柔区雁栖经济开发区雁栖大街 53 号院 13 号楼二层 208 室，法定代表人为何畏。远洋建设经营范围为建筑施工

总承包、建筑装饰与装修、建筑工程安装、建筑工程设计和咨询；工程建设咨询、工程技术咨询；销售建筑材料、建筑设备、机电设备；货物进出口、技术进出口、代理进出口。

截至 2019 年底，远洋建设资产总额 109.41 亿元，总负债 100.54 亿元，所有者权益 8.87 亿元，资产负债率 91.89%。2019 年，远洋建设实现营业收入 84.11 亿元，利润总额 3.30 亿元，经营性净现金流 6.42 亿元，投资性净现金流 0.04 亿元，筹资活动净现金流-5.31 亿元。截至 2020 年 6 月底，远洋建设资产总额 98.76 亿元，总负债 88.31 亿元，所有者权益 10.44 亿元，资产负债率 89.42%。2020 年 1—6 月，远洋建设实现营业收入 31.83 亿元，利润总额 2.12 亿元，经营性净现金流-0.61 亿元，投资性净现金流-0.0006 亿元，筹资活动净现金流-0.05 亿元。

5. 债权人集中度分布

基础资产池债权人集中度较低，单户债权人占比较低。

从债权人集中度分布情况来看，基础资产池共涉及 324 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 1844.94 万元，占 5.29%，占比较低；前五大债权人应收账款余额共计 5898.70 万元，占 16.91%，债权人集中度较低，具体情况如下。

表 6 基础资产池前五大债权人（单位：笔、万元、%）

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
远洋装饰工程股份有限公司	16	1844.94	5.29
盛景国信（北京）生态园林有限公司	7	1258.83	3.61
中国核工业华兴建设有限公司	1	996.90	2.86
正泰电气股份有限公司	1	979.13	2.81
沈阳国兴建筑工程有限公司	2	818.90	2.35
合计	27	5898.70	16.91

资料来源：联捷保理提供，联合资信整理

6. 关联资产分布

入池基础资产中，债权人北京远鼎科技有限公司、北京远洋景观规划设计院有限公司、盛景国信（北京）生态园林有限公司、北京盛懋生态园林工程有限公司、北京亿洋时代楼宇科

技有限公司及其中山分公司与债务人具有关联关系,涉及入池的应收账款余额 2224.94 万元,

占入池应收账款总额的 6.38%,符合合格资产入池标准。

四、定量分析

本交易基础资产池涉及的加入债务人远洋中国主体信用水平极高,流动性支持承诺主体信用水平极高,共同保障了基础资产信用质量;根据交易偿付安排,在既定利率情景下基础资产现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对优先级票据的发行利率保持持续关注。

本交易涉及的直接还款来源为底层应收账款。根据交易结构的安排,本交易每笔应收账款均取得由加入债务人远洋中国出具的《付款确认书》(初始债务人为远洋中国的应收账款除外),同时远洋集团出具《流动性支持承诺函》为远洋中国的付款义务提供流动性资金支持承诺。

联合资信根据入池资产的相关资料,包括加入债务人及流动性支持承诺主体的股东背景、经营、财务等资料,结合加入债务人及流动性支持承诺主体所属区域经济发展情况、行业景气度等外部因素做了相关信用评级。本次基础资产池涉及的加入债务人远洋中国及流动性支持承诺主体远洋集团的信用等级均与优先级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票据预期本息的支付。

联合资信测算了在优先级票据发行利率不超过 4.20%、托管费 0.01%、管理费 0.05%、审计费 1.30 万元、兑付兑息费 0.005%、本交易增

值税税率为 3% (另附加税费包括 7%的城市维护建设税、3%的教育费附加和 2%的地方教育费附加)的情况下,应收账款偿付安排对优先级票据到期预期支出的保障程度。假设本期优先级票据设立日为 2021 年 4 月 21 日,预期到期日为 2022 年 4 月 21 日,存续期间为 365 天,假定优先级票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值,测算的保障比率如下表所示。

表 7 不同预期收益率下优先级票据的保障倍数
(单位: %、万元、倍)

优先级票据 预期收益率	预期支出	保障倍数
3.70	34703.95	1.0051
3.80	34737.36	1.0041
3.90	34770.76	1.0031
4.00	34804.16	1.0022
4.20	34870.96	1.0003

注: 预期支出=优先级票据本金*(1+预期收益率*(存续期间/365))+由信托财产承担的合计费用; 上述费用包含增值税及附加 3.26%、托管费 0.01%、管理费 0.05%、审计费 1.30 万元及兑付兑息费 0.005%; 保障倍数=基础资产现金流入/预期支出

资料来源: 联合资信整理

测算结果表明,在优先级票据发行时确认的收益率不高于 4.20%,信托财产承担的各项税费及费用不超过上文列示的情况下,基础资产预期现金流对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度在 1.00 倍(含)以上,基础资产回收现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对未来的发行利率保持持续关注。

五、加入债务人及流动性支持承诺主体信用分析

(一) 加入债务人

本交易的加入债务人远洋中国的主体长期

信用等级为 AAA_{pi}⁷,评级展望为稳定,其作为基础资产加入债务人对优先级票据本息的偿付

⁷ “pi”代表本评级结果为主动评级(公开评级)结果,评级资料主要来源于公开信息或相关方提供,与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级(公开评级)信用等级设置及含义详见本报告附件。

起到重要的信用支撑作用。

1. 企业概况

远洋中国由远洋地产有限公司（以下简称“远洋地产”）在 2018 年 8 月 14 日更名而来，远洋地产前身为中远房地产开发公司，系由中国远洋运输（集团）总公司（现名“中国远洋运输有限公司”，以下简称“中远集团”）于 1993 年全额出资设立的直属全民所有制企业。后经数次增资，于 2002 年 1 月引入新股东中国化工进出口总公司（现名为中国中化集团有限公司，以下简称“中化集团”）并改制为有限责任公司，名称变更为中远房地产开发有限公司。2003 年，经国家对外贸易经济合作部外贸经资函（2003）255 号文批准，远洋地产股东方变更为中远集团、中化集团、中国对外经济贸易信托投资有限公司、颖博有限公司（以下简称“颖博公司”）、立丰实业有限公司、繁荣集团有限公司和天津远洋运输有限公司，于 2003 年 4 月 28 日变更为中外合资企业，注册资本 10.00 亿元。此后经历数次增资及股权转让，远洋地产变更为外商独资企业，同时以远洋地产为核心业务主体的远洋集团于 2007 年 9 月在香港联交所上市，股票代码“03377.HK”。

截至 2020 年 6 月底，远洋中国注册资本和实收资本均为 70.65 亿元，股东方为远洋地产国际发展有限公司、昇能有限公司和颖博公司（全部为远洋集团的全资子公司），持股比例分别为 50%、25%和 25%，远洋集团间接持有远洋中国 100%股份，为远洋中国控股股东。远洋中国无实际控制人。

经营范围：主要从事中高端住宅项目的开发与建设、高端写字楼、商业物业的开发与持有经营。

远洋中国为远洋集团在境内最主要的房地产运营平台。截至 2020 年 6 月底，远洋集团的股东分别为中国人寿保险股份有限公司（以下简称“中国人寿”，持股比例 29.59%）、大家保险集团有限责任公司（以下简称“大家保险”，

持股比例 29.58%）以及公众股东（持股比例 40.83%）。中国人寿自 2009 年底入股远洋集团以来不断加强对其实质支持力度，持股比例由开始的 16.57%逐步增至 29.59%，并将远洋集团作为中国人寿唯一的战略性房地产投资平台。根据 2013 年 10 月远洋集团与中国人寿签订的《关于有效发挥远洋集团（中国）与中国人寿协同作用的备忘录》，中国人寿将在资本及业务发展等方面对远洋集团提供一系列支持。2019 年 3 月远洋中国与中国人寿签订框架协议，中国人寿三年内可认购远洋中国不超过 120 亿元的金融产品。2021 年 2 月 24 日，中国人寿与远洋集团签署战略合作协议，双方将积极推进在金融产品、保险业务、不动产投资、物业服务、养老六大领域开展合作。具体来看，中国人寿将从股权和债权等方面支持远洋集团，增强其资本实力，实现可持续发展；同时，远洋集团在发行企业债、公司债及其他有关金融产品时，在符合监管规定的前提下优先考虑中国人寿的认购意向。业务发展方面，近年来中国人寿与远洋集团在商业地产、养老健康产业等领域积极开展合作，同时促进经验技术交流和客户资源共享等。

远洋中国注册地址：北京市朝阳区东四环中路 56 号远洋国际中心 A 座 31 层；法定代表人：李明。

2. 行业分析

远洋中国主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

（1）行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进

行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较

2019年下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较于2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。2020年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较2019年进一步放缓。具体来看，2020年1—9月，全国房屋新开工面积16.01亿平方米，同比下降3.4%，其中住宅新开工面积为11.72亿平方米，同比下降4.2%。全国房屋施工面积85.98亿平方米，同比增长3.1%，其中住宅施工面积60.70亿平方米，同比增长4.0%。全国房屋竣工面积4.13亿平方米，同比下降11.6%，其中住宅竣工面积2.96亿平方米，同比下降10.5%。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，

加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020年1—9月，商品房销售面积11.71亿平方米，同比下降1.8%；商品房销售额11.56万亿元，同比增长3.7%。

（2）土地市场与信贷环境

2019年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1—3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情

况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020年1—9月，房地产开发企业土地购置面积1.50亿平方米，同比下降2.87%；土地成交价款9315.51亿元，同比增长13.80%。

从资金来源上看，2019年，房地产开发到位资金合计17.86万亿元，同比增长7.60%，增速相较2018年回升1.20个百分点。其中，国内贷款合计2.52万亿元，同比增长5.10%，国内贷款增速于2018年全年维持负增长，于2019年3月增速开始转正，全年增速较2018年回升10.00个百分点；自筹资金合计5.82万亿元，同比增长4.20%，增速较2018年下滑5.50个百分点；其他资金合计9.50万亿元，同比增长10.49%，增速较2018年提升2.65个百分点。2020年1—9月，房地产开发到位资金合计13.64万亿元，同比增长4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表8 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合 计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向

“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。

2020年以来，“房住不炒”再次被强调，在3月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及4月召开的中央政治局会议中，

均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市

场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2019年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 9 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管

和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2019 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 10 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

2020 年 8 月 20 日，央行、住建部等召开房企座谈会，会上提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，即扣除预收款项后的资产负债率不得高于 70%、净负债率不得高于 100%、现金对短期债务的覆盖倍数不得低于 1 倍，根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理，三项指标均超出管理规则的红线要求，则企业对应为红档，超出两项即为橙档，超出一项即为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。根据企业的分档表现，给予不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为 0%、5%、10%和 15%。该管理规则计划对 12 家企业进行试点，并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后，监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况，此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据，反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。房企资金监测和融资管理规则预计于 2021 年 1 月 1 日起在全行业全面推行，该项政策的推行将对红档和橙档企业的融资产生较大影响。

3. 经营分析

(1) 经营概况

房地产业务为远洋中国主要收入来源。2017—2019 年，受房地产结转规模波动增长等因素影响，远洋中国营业收入及净利润均呈波动增长态势；房地产业务毛利率波动下滑。

远洋中国主要从事房地产开发、租赁、物

业服务和装饰建筑工程等业务，所开发项目以普通商品住宅为主，商业物业为辅，区域主要位于一线城市及重点二线城市。2017—2019 年，远洋中国营业收入波动增长，年均复合增长 20.82%；主要系房地产业务收入波动所致。同期，远洋中国净利润波动增长，分别为 50.39 亿元、45.93 亿元和 51.56 亿元。

从收入构成来看，远洋中国主营业务收入主要来源于房地产销售，其 2017—2019 年的收入占比在 80%左右，其他收入占比较高的业务板块为建筑装饰工程业务，租金收入、提供物业服务及其他业务收入占比较低。具体来看，2017—2019 年，受结转规模波动增长影响，远洋中国房地产销售业务收入波动增长；2019 年其租金收入下降主要系当期远洋中国将部分持有物业发行类 REITs 和核心物业基金，导致并表商业物业规模下降所致。远洋中国建筑装饰工程主要由远洋中国子公司远洋建设负责，2017—2019 年，该业务收入规模逐年增长，主要系其房地产施工规模增长所致。

从毛利率来看，2017—2019 年，远洋中国房地产销售毛利率波动下降，其中 2018 年毛利率显著下降主要系当期结转结构变化以及结转了部分回迁房等因素影响所致；建筑工程业务毛利率逐年上升，但受业务性质影响，其毛利率处于较低水平；提供物业服务业务 2018 年毛利率显著下降主要系物业服务成本上涨及新拓展项目初期利润较低所致。综上，2017—2019 年，远洋中国综合毛利率（合并抵消后）波动下降（具体如下表所示）。

表 11 2017—2019 年远洋中国主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	266.59	84.78	25.56	241.98	78.88	20.36	384.71	83.75	23.39
租金收入	9.11	2.90	89.92	9.14	2.98	85.86	4.55	0.99	78.29
提供物业服务	12.11	3.85	13.25	15.83	5.16	1.24	15.04	3.27	24.51
建筑工程	47.14	14.99	2.72	62.46	20.36	4.67	86.19	18.76	4.78
其他	12.77	4.06	44.66	19.65	6.41	45.87	17.32	3.77	16.56
小计	347.72	110.58	24.43	349.06	113.78	19.83	507.83	110.55	20.52
合并抵消	-33.26	-10.58	--	-42.29	-13.79	--	-48.47	-10.55	--
主营业务收入合计	314.45	100.00	--	306.78	100.00	--	459.35	100.00	--
营业收入合计	314.90	--	26.01	307.18	--	21.86	459.67	--	21.91

资料来源：远洋中国提供

2020 年 1—6 月，远洋中国实现营业收入 153.66 亿元，同比增长 8.14%；实现净利润 17.28 亿元，同比下降 26.11%，主要系投资净收益及公允价值变动净收益下降所致；综合毛利率为 21.51%。

（2）房地产业务

土地储备

2018 年以来，远洋中国拿地策略较为谨慎，新增土储项目面积及权益支出规模持续下降。截至 2020 年 6 月末，远洋中国土地储备规模较为充足，城市能级相对较高；但其项目区域分布较为集中于京津冀地区，区域结构有待进一步优化。

土地储备方面，近年来远洋中国实行分散土地储备组合战略，坚持深耕市场前景较好的京津冀、长三角、珠三角、长江中游及成渝等五大城市群，并逐步退出风险相对较高的东北地区，其区域布局不断优化。拿地方式主要包括招拍挂、收并购及合作开发等。

从近年来的具体拿地情况看，2017 年，远洋中国加大一线、核心二线及五大城市群周边城市土地储备力度，通过土地招拍挂、并购、合

作开发等多种模式新增 53 宗地块，新增土地储备权益支出 311.90 亿元，新增项目主要位于北京、上海、广州、杭州、天津、武汉和成都等一线和核心二线城市。2018 年，考虑到房地产行业调控政策趋严，远洋中国拿地力度减弱，当期新增土地储备建筑面积同比下降 44.17%，新增土地储备权益支出同比下降 32.03%，新增项目权益占比由 2017 年的 40.32%提高至 54.01%。从区域分布看，新拓展项目主要位于京津冀、珠三角和长三角地区，其合计新增土地建筑面积占比为 77.26%。2019 年，远洋中国拿地节奏进一步放缓，新增项目建筑面积及拿地支出均大幅下降，但新增项目权益占比进一步提升至 63.95%。从区域分布看，2019 年新增项目主要位于珠三角、长三角和成渝地区，区域布局有所扩大。此外，受新增项目城市能级有所提升等因素影响，远洋中国当期拿地均价有所上升。

2020 年 1—6 月，远洋中国新增土地储备权益建筑面积 86.50 万平方米，对应权益拿地支出为 69.80 亿元，新增项目区域仍主要位于珠三角、长三角和成渝地区（具体如下表所示）。

表 12 2017—2019 年远洋中国房地产开发主要指标（单位：个、万平方米、元/平方米、亿元）

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
新增项目数	53	46	21	7
新增土地储备建筑面积	1460.50	815.40	327.90	124.00
新增土地储备权益建筑面积	588.90	440.40	209.70	86.50
新增土地楼面均价	7387.00	6825.00	8732.00	8064.00

新增土地权益支出	311.90	212.00	112.60	69.80
----------	--------	--------	--------	-------

资料来源：远洋中国提供

截至 2020 年 6 月底，远洋中国土地储备总建筑面积（按未结转项目全口径计算）约 3036 万平方米，相较于远洋中国开发规模而言，土储项目规模较为充足。从城市能级看，以一二线城市城市为主，从区域分布看，远洋中国土地储

备项目区域主要分布在京津冀、珠三角、长三角、长江中游及成渝等五大城市群，其中，京津冀区域项目建筑面积占比最高，约在 40%以上，其土储项目区域分布相对较为集中，项目布局有待进一步优化（具体如下表所示）。

表 13 截至 2020 年 6 月末，远洋中国土地储备城市分布情况

城市	面积（万平方米）	占比（%）
北京	447	14.72
天津	399	13.14
武汉	253	8.33
廊坊	217	7.15
中山	197	6.49
大连	181	5.96
秦皇岛	127	4.18
石家庄	106	3.49
深圳	98	3.23
上海	88	2.90
其他	923	30.40
总计	3036	100.00

注：上表中土地储备统计口径为全口径未结转
资料来源：远洋中国提供

项目开发及销售

2018 年以来，随着远洋中国开始实施加快去库存的经营策略，其开发力度持续加大，全口径销售金额逐年增长，销售均价较为稳定。但考虑到远洋中国开发规模的快速增长以及较大规模在建项目，远洋中国存在一定资金压力，且存货中开发产品占比相对较高，需对远洋中国部分项目的去化情况予以一定关注。此外，2020 年上半年，疫情对远洋中国开复工进度及

销售业绩均有所影响。

项目开发方面，2018 年以来随着远洋中国严格执行“加快去库存”的经营策略，其新开工面积持续增加，竣工面积受项目以前年度新开工和复工情况影响有所波动，期末在建规模较大。2020 年上半年，受疫情影响，远洋中国新开工面积及竣工面积均较上年同期有所下降。具体情况如下表所示。

表 14 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月远洋中国房地产开发主要指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
新开工面积（万平方米）	397	516	670	146
竣工面积（万平方米）	234	316	227	91
期末在建面积（万平方米）	703	903	1345	1400

资料来源：远洋中国提供

项目销售方面，远洋中国销售区域主要集中在京津冀地区、东北地区、华中地区和华南

地区的一二线城市，产品业态涵盖高层、公寓、别墅和洋房等住宅产品，以及写字楼、商场等

商业地产多种产品类型。从销售情况看，2017—2019年，远洋中国全口径签约销售面积呈逐年增长态势，全口径销售均价相对较为稳定，在2万元/平方米左右。综上，2017—2019年，远洋中国签约销售金额逐年提高。（具体情况如下表所示）。

从结转情况看，2017—2019年，远洋中国结转规模波动增长，主要系2018年京津冀地区环保停工导致部分项目工期延长所致。2019年

远洋中国实现结算金额385亿元，同比增长59.09%。从结转城市来看，2019年远洋中国房地产结转项目来自24个城市，其中结转金额前五名的城市分别为深圳、天津、北京、武汉和中山，合计占比为57.30%。

2020年1—6月，受疫情影响，远洋中国签约销售规模及结转规模较上年同期均有所下降。

表 15 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月远洋中国房地产销售概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
签约销售面积（万平方米）	267	464	504	197
签约销售金额（亿元）	531	915	1046	386
签约销售均价（元/平方米）	19887	19720	20754	19628
结转面积（万平方米）	199	163	261	92
结转收入（亿元）	267	242	385	126
结转均价（元/平方米）	13417	14847	14751	13696

资料来源：远洋中国提供

从销售区域分布来看，2019年远洋中国房地产销售金额主要来自于京津冀、华南地区和华东地区。分城市来看，2019年远洋中国房地产签约销售来自39个城市，其中销售金额前五名的城市销售金额合计占比为53.88%（分别为北京27.27%、天津10.53%、武汉6.83%、深圳4.99%和杭州4.25%），前十名城市合计占比为72.12%。根据克尔瑞披露的数据显示，2019年远洋中国在北京和天津的全口径签约销售金额均排第三。整体看，远洋中国在京津冀地区具有一定的区域竞争力，但同时，相对较高的区域集中度也将导致京津冀地区的房地产市场环境对远洋中国销售收入的影响较大。

自持物业

远洋中国自持物业类型主要为写字楼和零售物业，主要分布在北京和天津，区位较好，整体出租率较高。但其自持物业整体规模相对较小，对远洋中国的收入及现金流贡献较为有限。2020年上半年，其商业物业运营情况受疫情影响整体较为可控。

远洋中国自持并运营管理的商业物业主要

包括写字楼和零售物业。2017—2019年，远洋中国自持物业板块实现并表租金收入9.11亿元、9.14亿元和4.55亿元（合并抵消前），其中2019年租金收入同比下降50.22%，主要系远洋中国将部分持有物业发行类REITs和核心物业基金，导致部分商业物业不再合并报表所致，包含的项目分别为北京未来广场、天津未来广场、北京山水未来汇、天津国际中心等。从出租率看，2019年，除当期新开业的中国人寿金融中心出租率较低以外，远洋中国整体项目出租率较高。2020年1—6月，受疫情影响，远洋中国商业物业实现权益租金收入3.57亿元，较去年同期减少约0.08亿元，整体出租率小幅下降但仍处于较高水平。

截至2020年6月底，远洋中国持有运营的商业物业合计12个，全口径可租赁面积合计为75.30万平方米，分别位于北京、天津和大连，物业类型以写字楼和零售物业为主，其中写字楼占比约37%，零售物业及综合体合计占比约63%。此外，远洋中国还有6个处于规划建设阶段的商业物业项目，包括北京丽泽商务区、

武汉东方镜世界观、北京 CBDZ6 等，其合计总规划全口径建筑面积 178 万平方米，计划于

2020—2025 年陆续投入运营。

表 16 截至 2020 年 6 月底远洋中国自持物业经营情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	城市	业态	可租赁面积	当期权益租金收入	出租率
远洋大厦	北京	写字楼	3.00	0.66	92
远洋国际中心 A 座	北京	写字楼	10.30	0.98	79
远洋国际中心二期	北京	写字楼	5.10	0.22	89
中国人寿金融中心 Z13 项目	北京	写字楼	11.10	0.07	35
远洋国际中心	天津	写字楼	5.30	0.07	71
远洋未来广场	北京	零售物业	3.10	0.10	95
远洋未来汇	北京	零售物业	1.90	0.04	93
远洋山水未来汇	北京	零售物业	2.50	0.09	100
远洋未来广场	天津	零售物业	4.20	0.05	96
远洋未来汇	天津	零售物业	2.80	0.07	91
红星海商业街	大连	零售物业	3.50	0.07	92
颐堤港	北京	零售物业	22.50	1.15	87
合计	--	--	75.30	3.57	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）其他业务板块

远洋中国其他业务板块包括建筑工程业务和物业管理业务等。2017—2019 年，其上述业务板块整体发展情况良好，可对远洋中国地产开发业务起到良好的协同作用。

建筑工程业务

远洋中国建筑工程板块业务运营主体为远洋建设，业务范围覆盖施工总承包、机电工程承包、建筑智能化、PPP 项目、品牌代建、项目管理、工程总承包（EPC）等多专业业务领域，目前远洋建设客户主要为远洋中国的下属开发单位。2019 年，远洋中国工程建设板块实现收入 86.19 亿元，同比增长 37.99%，该业务与远洋中国房地产业务形成了较好的协同作用。2020 年 1—6 月，远洋中国建筑工程业务板块实现营业收入 14.80 亿元（合并抵消后）。

物业管理业务

物业管理方面，远洋中国物业管理业务运营主体主要为远洋亿家物业服务股份有限公司（以下简称“远洋亿家”）。远洋亿家成立于 1999 年 9 月，具有一级物业管理资质，业务范

围包括住宅及商业地产物业管理服务。目前远洋亿家旗下管理物业分布于北京、天津、秦皇岛、长春、沈阳等地。截至 2019 年末，远洋亿家物业服务面积 6400 万平方米，已进入 54 个城市。2019 年远洋中国提供物业服务板块实现收入 15.04 亿元，与上年基本持平。未来，随着远洋中国房地产业务销售规模的扩大和自持物业数量的增加，其物业管理规模将不断扩大。

4. 财务分析

（1）财务概况

远洋中国提供的 2017—2018 年财务报告由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；远洋中国 2020 年 1—6 月财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2018 年底，远洋中国纳入合并范围的子公司共 199 户，较上年底增加 65 户，减少 13 户；截至 2019 年底，远洋中国纳入合并范围的子公司共 237 户，较上年底

增加 58 户，减少 20 户，但对合并数据影响不大，财务数据的可比性较强。

（2）资产质量

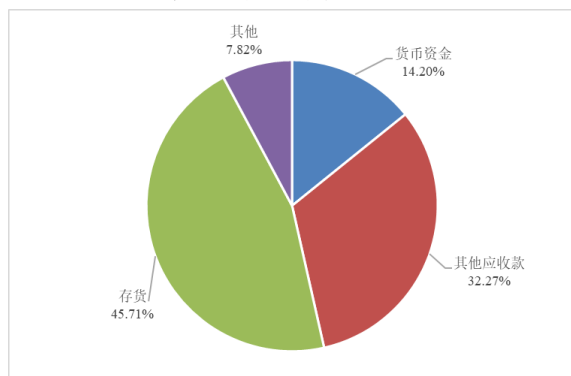
2017—2019 年末，远洋中国资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金较为充裕，存货及其他应收款规模较大，需对部分项目的去化情况及往来款未来的回收情况予以关注。非流动资产中投资性房地产公允价值评估相对较为合理，以关联方委托贷款为主的其他非流动资产规模较大。资产受限比例较低，整体资产质量尚可。

2017—2019 年末，远洋中国资产规模波动增长，年均复合增长 11.79%。截至 2019 年底，远洋中国合并资产总额 2119.02 亿元，较年初下降 2.30%，较年初变化不大。其中，流动资产占 76.26%，非流动资产占 23.74%。远洋中国资产以流动资产为主。

流动资产

2017—2019 年末，远洋中国流动资产规模波动增长，年均复合增长 10.67%。截至 2019 年底，远洋中国流动资产 1615.89 亿元，较年初下降 3.48%。远洋中国流动资产构成如下图所示。

图2 截至2019年底远洋中国流动资产构成



资料来源：联合资信根据远洋中国审计报告整理

2017—2019 年末，远洋中国货币资金波动增长，年均复合增长 16.48%。截至 2018 年底，远洋中国货币资金余额为 293.73 亿元，较年初大幅增长 73.63%，主要系销售回款增加及融资规模增长所致。截至 2019 年底，远洋中国货币资金 229.52 亿元，较年初下降 21.86%，主要系

当期偿还债务规模有所增加，同时总体融资规模有所下降所致；货币资金中有 23.50 亿元受限资金，受限比例为 10.24%，主要为预售监管资金、按揭保证金等，受限资金规模相对较小。

2017—2019 年末，远洋中国其他应收款波动增长，年均复合增长 2.65%，主要系关联方往来款波动所致。截至 2019 年底，远洋中国其他应收款 521.51 亿元，较上年底下降 9.10%；远洋中国其他应收款主要为应收关联方往来款及应收单位间往来款，占比分别为 65.59%和 18.74%，此外还包括委托贷款投资及应收政府款项，占比分别为 2.44%和 3.88%；从期限分布看，1 年以内占比 62%，1~2 年占比 20%，2 年及以上占 18%；从集中度看，其前五大应收款单位合计占比 18.23%，集中度不高。整体看，远洋中国其他应收款规模较大，需对其联合营企业的经营状况以及相关往来款项的资金回收情况予以关注。

2017—2019 年末，远洋中国存货持续增长，年均复合增长 19.19%，主要系远洋中国加大房地产项目开发力度所致。截至 2019 年底，远洋中国存货账面价值 738.63 亿元，较年初增长 6.95%；存货中开发成本及开发产品占比分别为 75.19%和 21.79%，开发产品占比较高，主要系开发产品中部分北京、天津等京津冀地区的项目去化相对较慢所致，需关注上述区域项目的后续去化情况。截至 2019 年底，远洋中国累计计提跌价准备 5.72 亿元，考虑到远洋中国部分项目位于限价政策较为严格的地区，未来或仍有一定跌价风险。

非流动资产

2017—2019 年末，远洋中国非流动资产规模持续增长，年均复合增长 15.65%。截至 2019 年底，远洋中国非流动资产 503.12 亿元，较年初增长 1.72%，远洋中国非流动资产主要由长期股权投资（占 32.08%）、投资性房地产（占 23.10%）和其他非流动资产（占 28.11%）构成。

2017—2019 年末，远洋中国可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 266.56%。截至

2019 年底，远洋中国可供出售金融资产 44.99 亿元，较上年底增加 41.37 亿元，主要系当期新增投资于远洋集团旗下联营公司发行的基金及永续工具所致。

2017—2019 年末，远洋中国长期股权投资持续增长，年均复合增长 15.05%。截至 2019 年底，远洋中国长期股权投资 161.40 亿元，较年初增长 7.19%，主要系联合营项目增多所致。远洋中国长期股权投资较为分散，以合营、联营房地产企业为主。

2017—2019 年末，远洋中国投资性房地产波动下降，年均复合下降 8.27%。截至 2019 年底，远洋中国投资性房地产账面价值 116.24 亿元，较年初增长 3.01%。远洋中国投资性房地产采用公允价值计量，以 2019 年租金收入占投资性房地产账面价值的比例为 3.92%为参考，其投资性房地产评估增值情况相对较为合理，但 2020 年以来受疫情影响，其投资性房地产评估价值或将有所下降。

2017—2019 年末，远洋中国其他非流动资产波动增长，年均复合增长 29.89%。截至 2019 年底，远洋中国其他非流动资产 141.44 亿元，较年初下降 26.07%，主要系委托贷款投资减少和可予未来抵消销项税额的土地使用权价款减少所致。远洋中国其他非流动资产主要为对关联方的委托贷款投资，占比 97.32%。

截至 2019 年底，远洋中国受限资产 201.45 亿元。其中，受限货币资金 23.50 亿元，受限存货 141.80 亿元，受限投资性房地产 36.15 亿元；受限资产占总资产比重为 9.51%，受限比例较低。

截至 2020 年 6 月底，远洋中国合并资产总额 2134.12 亿元，较上年底增长 0.71%。其中，流动资产占 78.66%，非流动资产占 21.34%，资产结构较上年底变化不大。流动资产中，货币资金较上年底增长 54.08%，同时其他应收款较上年底下降 27.96%，主要系远洋中国加大其他应收款回收力度，当期收回联合营企业的应收款项大幅增加所致；存货为 810.38 亿元，较上

年底增长 17.64%。

（3）资本结构

所有者权益

远洋中国所有者权益中未分配利润及少数股东权益规模占比偏高，其所有者权益稳定性较弱。

2017—2019 年末，远洋中国所有者权益持续增长，年均复合增长 12.62%。截至 2019 年底，远洋中国所有者权益 550.91 亿元，较上年底增长 8.98%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.41%，少数股东权益占比为 35.59%。远洋中国所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占 12.82%和 46.65%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 6 月底，远洋中国所有者权益 556.64 亿元，较上年底增长 1.04%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.09%，少数股东权益占比为 33.91%。远洋中国所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占 12.69%和 48.47%。所有者权益结构稳定性仍较弱。

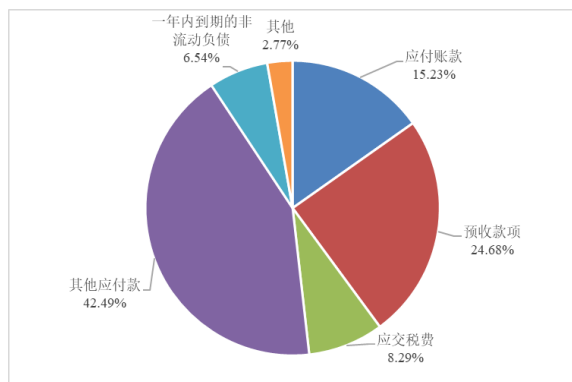
负债

2017—2019 年末，远洋中国负债规模波动增长，负债结构以流动负债为主，其他应付款规模较大且以随时偿还的关联方往来款为主。2019 年以来，随着投资力度减弱以及偿还到期债务规模的增加，其有息债务规模有所下降，表内债务负担处于适中水平。

2017—2019 年末，远洋中国负债规模波动增长，年均复合增长 11.51%。截至 2019 年底，远洋中国负债总额 1568.11 亿元，较年初下降 5.72%。其中，流动负债占 73.06%，非流动负债占 26.94%。远洋中国负债以流动负债为主。

2017—2019 年末，远洋中国流动负债持续增长，年均复合增长 14.00%。截至 2019 年底，远洋中国流动负债 1145.63 亿元，较年初增长 1.05%。远洋中国流动负债构成如下图所示。

图3 截至2019年底远洋中国流动负债构成



资料来源：联合资信根据远洋中国审计报告整理

远洋中国预收款项主要为预收房款。2017—2019年末，远洋中国预收款项波动增长，年均复合增长16.67%，主要系销售规模增长的同时，竣工结转周期有所波动所致。截至2019年底，远洋中国预收款项282.71亿元，较年初下降2.93%。

2017—2019年末，远洋中国其他应付款波动增长，年均复合增长12.82%。截至2019年底，远洋中国其他应付款486.82亿元，较年初下降2.03%。远洋中国其他应付款主要为单位间的资金往来款469.30亿元，占比96.41%，其中应付关联方往来款为294.45亿元，为无担保免息资金往来款，将于关联方需要时随时偿还。

2017—2019年末，远洋中国一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降3.28%。截至2019年底，远洋中国一年内到期的非流动负债74.91亿元，较年初下降1.17%。

2017—2019年末，远洋中国非流动负债波动增长，年均复合增长5.51%。截至2019年底，远洋中国非流动负债422.47亿元，较年初下降20.22%，主要系将部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致。远洋中国非流动负债主要由长期借款（占39.81%）和应付债券（占40.87%）构成。

2017—2019年末，远洋中国长期借款波动下降，年均复合下降12.80%。截至2019年底，远洋中国长期借款168.19亿元，较年初下降41.50%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致；长期借款主要由抵押借款

74.08亿元、保证借款47.19亿元和委托借款51.91亿元构成。2019年，远洋中国长期借款加权平均利率为6.08%，较上年度上升1.11个百分点。

2017—2019年末，远洋中国应付债券持续增长，年均复合增长25.54%。截至2019年底，远洋中国应付债券172.68亿元，较年初增长10.54%，主要系当期发行公司债券、私募债券所致。

有息债务方面，2017—2019年末，远洋中国全部债务规模波动增长，年均复合增长3.45%。截至2019年底，远洋中国全部债务477.87亿元，较年初下降21.16%，主要系长期债务下降所致。其中，短期债务占16.63%，长期债务占83.37%，以长期债务为主。长期债务398.38亿元，较年初下降21.85%，主要系一方面投资力度下降，一方面偿还到期债务规模增加所致。从债务指标看，2017—2019年末，远洋中国资产负债率分别为74.38%、76.69%和74.00%；全部债务资本化比率分别为50.69%、54.53%和46.45%，长期债务资本化比率分别为44.78%、50.21%和41.97%，均波动下降。整体看，近年来远洋中国表内债务负担维持在适中水平。

截至2020年6月底，远洋中国负债总额1577.48亿元，较上年底增长0.60%。其中，流动负债占73.20%，非流动负债占26.80%。远洋中国负债规模及负债结构较上年底均变化不大。有息负债方面，截至2020年6月底，远洋中国全部债务505.85亿元，较上年底增长5.85%。其中，短期债务占20.97%，长期债务占79.03%，以长期债务为主。短期债务106.05亿元，较上年底增长33.42%，主要系一年内到期的长期债务规模增加所致。长期债务399.79亿元，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2020年6月底，远洋中国资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.92%、47.61%和41.80%，较上年底分别下降0.08个百分点、提高1.16个百分点和下降0.17

个百分点。

(4) 盈利能力

2017—2019 年，受房地产业务结转规模波动的影响，远洋中国营业收入及净利润规模亦有所波动，期间费用增长较快，同时委托贷款所产生的利息收入对其利润贡献较大；远洋中国整体盈利能力尚可。

2017—2019 年，远洋中国营业收入波动增长，年均复合增长 20.82%；主要系房地产业务收入波动所致。同期，远洋中国净利润波动增长，分别为 50.39 亿元、45.93 亿元和 51.56 亿元。

从期间费用看，2017—2019 年，远洋中国费用总额持续增长，年均复合增长 36.45%。2019 年，远洋中国期间费用总额为 30.54 亿元，较上年增长 31.51%，各项费用均有所增长。从构成看，远洋中国销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 37.42%、39.05%和 23.53%。其中，销售费用为 11.43 亿元，较上年增长 27.11%；管理费用为 11.93 亿元，较上年增长 19.37%；财务费用为 7.18 亿元，较上年增长 69.46%，主要系随着项目的开发导致利息资本化率下降所致。

从非经常性损益看，2017—2019 年，远洋中国分别实现投资收益 16.10 亿元、52.79 亿元和 40.14 亿元，波动增长，主要系 2018 年远洋中国委托贷款利息收入和处置子公司收益上升较多，而 2019 年处置子公司收益大幅减少所致；远洋中国 2019 年投资收益中委托贷款利息收入及按权益法分享的被投资单位净收益分别为 20.95 亿元和 12.53 亿元；同期，远洋中国投资收益占营业利润的比重分别为 23.03%、69.18%和 57.17%，对远洋中国营业利润影响较大。营业外收支方面，2017—2019 年，远洋中国营业外净损益分别为 0.40 亿元、-7.72 亿元和 0.33 亿元，其中 2018 年主要系当期拆迁补偿金支出 7.30 亿元所致。2017—2019 年，远洋中国公允价值变动收益分别为 4.09 亿元、3.53 亿元和 3.18 亿元，占营业利润比重分别为 5.85%、

4.62%和 4.53%，其公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2017—2019 年，远洋中国总资本收益率分别为 6.32%、4.54%和 5.77%；净资产收益率分别为 11.60%、9.09%和 9.36%，受利润波动影响，远洋中国盈利指标均有所波动。

2020 年 1—6 月，远洋中国实现营业收入 153.66 亿元，同比增长 8.14%；实现净利润 17.28 亿元，同比下降 26.11%，主要系投资净收益及公允价值变动净收益下降所致；综合毛利率为 21.51%。

(5) 现金流

远洋中国经营现金流保持净流入态势；对外发放委托贷款及向关联方出借资金对投资活动现金流影响较大；远洋中国融资渠道畅通，但考虑到其在建项目规模较大，后续面临一定融资需求。

表 17 远洋中国现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	334.34	529.23	741.64	209.68
经营活动现金流出小计	257.72	503.64	654.71	199.64
经营现金流量净额	76.62	25.59	86.92	10.04
投资活动现金流入小计	708.33	1250.20	751.10	409.61
投资活动现金流出小计	828.83	1259.08	719.92	292.80
投资活动现金流量净额	-120.50	-8.88	31.17	116.81
筹资活动前现金流量净额	-43.89	16.71	118.10	126.85
筹资活动现金流入小计	245.13	357.42	250.65	156.97
筹资活动现金流出小计	202.07	252.62	432.10	153.49
筹资活动现金流量净额	43.05	104.80	-181.45	3.47

资料来源：远洋中国审计报告

从经营活动来看，2017—2019 年，远洋中国经营活动净现金流保持净流入状态，净流入规模有所波动，2018 年净流入规模大幅减少，主要系当期开发力度加大导致经营性支出大幅增加所致。投资活动净现金流由净流出转为净流入，其投资活动现金流入流出的规模较大且波动较大，主要系对外发放委托贷款及向关联方出借资金对投资活动现金流影响较大所致。同期，远洋中国筹资活动净现金流波动较大，

2019 年筹资活动产生的现金流呈净流出态势，主要系新增借款减少，偿还存续借款增加所致。

2020 年 1—6 月，远洋中国经营活动现金流量净额 10.04 亿元；投资活动现金流量净额 116.81 亿元，远洋中国当期投资活动现金净流入规模较大主要系当期收回较大规模的委托贷款投资所致；筹资活动现金流量净额 3.47 亿元。

(6) 偿债能力

远洋中国短期偿债指标表现强；长期偿债指标表现一般。综合考虑远洋中国股东背景、开发规模等方面因素，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，远洋中国流动比率分别为 149.65%、147.67%和 141.05%，持续下降；速动比率分别为 90.67%、86.75%和 76.57%，持续下降。远洋中国流动资

产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年末，远洋中国现金短期债务比分别为 1.80 倍、3.06 倍和 2.91 倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，远洋中国短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，远洋中国 EBITDA 波动增长，2019 年，远洋中国 EBITDA 为 78.89 亿元，较上年增长 5.35%。从构成看，远洋中国 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 9.86%）、利润总额（占 88.59%）构成。2019 年，远洋中国 EBITDA 利息倍数由上年的 3.07 倍下降至 2.37 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；远洋中国全部债务/EBITDA 由上年的 8.09 倍下降至 6.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

表 18 远洋中国偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	149.65	147.67	141.05	145.37
	速动比率（%）	90.67	86.75	76.57	75.19
	现金类资产/短期债务（倍）	1.80	3.06	2.91	3.34
长期偿债能力指标	全部债务/EBITDA（倍）	5.83	8.09	6.06	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.99	3.07	2.37	--

资料来源：联合资信根据远洋中国审计报告整理

截至 2020 年 6 月底，远洋中国及其子公司对外担保余额为 128.48 亿元，其中为其他单位提供的担保总额为 10.00 亿元，为银行向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性担保余额为 118.49 亿元，其或有负债风险较低。

截至 2020 年 6 月底，远洋中国不存在金额在 1000 万元以上的重大未决诉讼、仲裁事项。

在银行授信方面，截至 2020 年 6 月底，远洋中国共有银行授信额度 730.00 亿元，其中，未使用信贷额 636.10 亿元，可用授信额度充足。此外，远洋中国可享其股东远洋集团授信额度，截至 2019 年底，远洋集团尚未使用的授信额度为 2207 亿元。

根据远洋中国提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 5 月 28 日，远洋中国所有借款均按期偿还本息，未出现延期支付本金和利息的情况。

(7) 母公司财务分析

截至 2019 年底，母公司资产构成主要为持有的子公司股权和债权，资产负债率为 90.30%；母公司自身业务收入规模很小，投资收益为其主要利润来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额 1212.11 亿元，较上年底下降 0.90%。其中，流动资产 791.30 亿元（占比 65.28%），非流动资产 420.81 亿元（占比 34.72%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.96%）和其他应收款（占 91.49%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额 1094.49 亿元，较上年底下降 0.59%。其中，流动负债 754.48 亿元（占比 68.93%），非流动负债 340.01 亿元（占比 31.07%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 89.84%）和一年内到期的非流动负债（占 7.03%）构成，非流动负债主要由

长期借款（占 40.91%）、应付债券（占 43.76%）、长期应付款（合计）（占 13.09%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 90.30%，较 2018 年提高 0.29 个百分点，负债率高。截至 2019 年底，母公司全部债务 341.00 亿元。其中，短期债务占 15.57%、长期债务占 84.43%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 117.62 亿元，较上年下降 3.73%。所有者权益中，实收资本为 70.65 亿元（占 60.07%）、资本公积合计 4.41 亿元（占 3.75%）、未分配利润合计 28.28 亿元（占 24.04%）、盈余公积合计 14.20 亿元（占 12.07%）。

2019 年，母公司营业收入为 11.28 亿元，利润总额为 3.84 亿元。同期，母公司投资收益为 28.46 亿元。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，远洋中国母公司经营活动现金流净额为 1.43 亿元，投资活动现金流净额 182.14 亿元，筹资活动现金流净额-212.22 亿元。

综合来看，远洋中国股东实力强且对远洋中国支持力度较大，远洋中国土地储备较为充足，2017—2019 年的签约销售面积及金额均逐年增长，商业物业运营情况良好，融资渠道通畅。同时，联合资信关注到远洋中国无实际控制人可能带来的潜在管理风险、房地产业务区域布局中京津冀地区集中度相对较高且部分项目去化较慢、往来款及委托贷款规模较大、房地产业务毛利率波动下滑且利润对委托贷款所产生的利息收入依赖较大、权益稳定性较弱等因素对远洋中国信用水平带来的不利影响。

（二）流动性支持承诺主体

远洋中国付款义务的流动性支持承诺主体
远洋集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其对远洋中国付款义务提供的流动性支持承诺亦对优先级票据本息的偿付起到补充支持作用。

1. 企业概况

远洋集团（英文名称：Sino-Ocean Group Holding Limited，原名远洋地产控股有限公司）于 2007 年 3 月在香港注册成立，并于 2007 年 9 月在香港联交所主板上市，股票代码为 03377.HK，上市后远洋集团总股本为 44.76 亿股；中远集团及中化集团持股比例分别为 20.44% 及 14.22%。2009 年 12 月，远洋集团与中国人寿订立协议，中国人寿认购远洋集团 9.34 亿股股份，交易后远洋集团总股本增加至 56.37 亿股，中国人寿持股比例为 16.57%。2010 年 1 月，中国人寿收购中化集团持有的 4.23 亿股远洋集团股份，中国人寿持股比例增至 24.08%。2010 年 12 月，中远集团出售 9.50 亿股远洋集团股份，南丰集团增持 6.60 亿股远洋集团股份，持股比例增至 21.89%。2013 年 9 月，远洋集团分别与中国人寿及南丰集团订立认购协议，配发后远洋集团总股本增加至 72.80 亿股，中国人寿及南丰集团持股比例分别增至 29.03% 及 22.00%。2015 年 12 月，安邦保险集团股份有限公司（以下简称“安邦集团”）从南丰集团及其他投资者购入 22.52 亿股发行人股份，中国人寿及安邦集团持股比例分别增至 29.99% 及 29.98%。2016 年 5 月，远洋集团名称由“远洋地产控股有限公司”更改为现名。截至 2020 年 6 月底，中国人寿和安邦集团（原安邦集团）分别为远洋集团第一大和第二大股东，持股比例分别为 29.59% 和 29.58%。

截至 2020 年 6 月底，远洋集团股东未将其所持有的远洋集团股权用于质押。

远洋集团经营范围：房地产开发经营。

远洋集团注册地址：香港金钟道 88 号太古广场一座 601 室。

2. 行业分析

远洋集团主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业，具体分析详见“远洋中国”行业分析。

3. 经营分析

远洋集团房地产业务主要通过子公司远洋中国开展。2017—2019 年，受房地产业务结转规模波动等因素影响，远洋集团营业收入波动增长，年内溢利逐年下降；综合毛利率波动下滑，盈利能力有待提升。

远洋集团房地产业务主要通过子公司远洋中国开展，2019 年远洋中国全口径土地储备面积、新开工面积及协议销售金额分别占远洋集团的 81.53%、89.33%和 80.46%。除子公司远洋中国外，远洋集团其他房地产业务规模较小，主要包括位于新加坡等境外的少量住宅，以及位于美国、上海和成都等地的部分商业项目。

从经营情况看，2017—2019 年，远洋集团营业收入波动增长，年均复合增长 5.41%；主要系房地产业务收入波动所致。同期，远洋集团实现年内溢利 62.59 亿元、46.66 亿元和 41.66 亿元，逐年下降，其中 2018 年下降主要系收入下降的同时房地产业务毛利率已有所下降，以及销售额快速增长带来的费用支出增加所致，2019 年下降主要系投资物业之公允价值变动以及其他收益净额下降所致。

从收入构成来看，远洋集团主营业务收入主要来源于物业开发，其 2017—2019 年的收入

占比在 80%以上。具体来看，2017—2019 年，受远洋中国结转规模波动影响，远洋集团物业开发业务收入波动增长；物业投资收入波动下降，2019 年其租金收入下降主要系当期远洋集团将部分持有物业做轻资产处理所致；物业管理收入逐年增长主要系管理规模增加所致；远洋集团其他业务主要包括建筑施工、销售代理及其他等，2017—2019 年，该业务收入规模逐年增长，主要系其房地产施工规模增长致使其建筑施工业务增长所致。

从毛利率来看，2017—2019 年，远洋集团房地产销售板块毛利率波动下降，主要由于远洋集团开发物业一二线城市占比较高，受限价等政策影响较大，导致毛利率受压所致。物业投资业务毛利率下降主要系部分项目做轻资产处理所致；物业管理业务毛利率维持在较低水平；其他房地产相关业务毛利率有所波动。综上，2017—2019 年，远洋集团综合毛利率波动下降（具体如下表所示）。

2020 年 1—6 月，远洋集团实现营业收入 193.74 亿元，同比增长 17.61%；期内溢利 19.79 亿元，同比下降 21.88%，主要系其他经营净收益及对联合营企业的投资收益下降所致；综合毛利率为 23.07%。

表 19 2017—2019 年远洋集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业开发	415.78	90.71	23.80	354.93	85.69	18.72	431.00	84.63	20.55
物业投资	9.77	2.13	87.43	10.77	2.60	78.92	6.78	1.33	61.50
物业管理	9.30	2.03	4.93	11.29	2.73	2.30	12.49	2.45	4.80
其他房地产相关业务	23.53	5.13	18.76	37.23	8.99	20.60	58.99	11.58	15.09
合计	458.38	100.00	24.52	414.22	100.00	20.01	509.26	100.00	20.07

资料来源：联合资信根据远洋集团公开资料整理

4. 财务分析

远洋集团近年来有息债务规模波动增长，债务规模较大，但债务结构合理，债务负担处于较合理水平。

罗兵咸永道会计师事务所对远洋集团 2017—2019 年财务报表进行了审计（根据香港财务报告准则编制），并出具了标准无保留意见的审

计结论（货币单位为人民币）。罗兵咸永道会计师事务所也对远洋集团 2020 年上半年财务报表进行了审阅。

从主要子公司远洋中国与远洋集团合并报表比较来看，截至 2020 年 6 月底远洋中国总资产占远洋集团的 84.00%，总负债占 84.39%，全部债务占 52.45%，营业收入占 79.31%，净利润

占 87.32%，其差异主要在于远洋集团作为境外融资平台进行了部分融资并提供给远洋中国使用，其与远洋中国的主要差异在于有息债务部分。本部分主要就远洋集团债务及相关指标进行分析。

2017—2019 年末，远洋集团全部债务波动增长，年均复合增长 17.25%，其中 2018 年增幅为 45.13%，主要系远洋集团经营规模扩大，融资规模相应增长所致。截至 2019 年底，远洋集团全部债务 839.07 亿元，较上年底下降 5.27%；其中短期债务占比 11.08%，长期债务占比 88.92%，以长期债务为主。债务指标方面，2017—2019 年末，远洋集团资产负债率为 69.40%、74.68%和 73.08%，全部债务资本化比率分别为 50.96%、58.38%和 56.12%，长期债务资本化率为 46.49%、53.67%和 53.21%，受债务规模波动增长影响，远洋集团债务指标均波动上升，整体债务负担合理。

截至 2020 年 6 月底，远洋集团总债务规模为 874.01 亿元，较上年底增长 4.16%，其中短期债务占比 25.22%，长期债务占比 74.78%。从债务偿还期限来看，截至 2020 年 6 月底，远洋集团债务期限分布较为合理（具体如下表所示）。债务指标方面，远洋集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.57%、56.55%和 49.33%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初分别上升 0.49 个百分点和 0.43 个百分点，长期债务资本化比例较年初下降 3.88 个百分点。截至 2020 年 6 月底，远洋集团净负债率⁸为 65.03%，剔除合同负债后的资产负债率为 70.61%，现金短期债务比为 1.98 倍。

表 20 截至 2020 年 6 月底远洋集团到期债务分布
(单位：亿元、%)

项目	小计	占比
1 年以内到期	220.40	25.22
1~2 年到期	238.65	27.31
2~5 年到期	238.06	27.24
5 年及以上	176.90	20.24
合计	874.01	100.00

资料来源：远洋集团半年报

2017—2019 年末，远洋集团流动比率波动上升，分别为 177.79%、163.96%和 179.67%；速动比率波动上升，分别为 117.03%、114.29%和 119.07%。截至 2020 年 6 月底，远洋集团流动比率和速动比率分别为 161.02%和 101.87%。2017—2019 年，远洋集团现金类资产/短期债务分别为 2.48 倍、2.76 倍和 3.61 倍，逐年上升。截至 2020 年 6 月底，远洋集团现金短期债务比为 1.98 倍，较上年底下降显著，主要系部分长期债务到期所致。整体看，远洋集团短期偿债指标表现较好。

2017—2019 年，远洋集团 EBITDA 较为平稳，变化不大。2019 年，远洋集团 EBITDA 为 128.70 亿元，较 2018 年基本持平。2017—2019 年，远洋集团 EBITDA 利息倍数分别为 3.96 倍、3.04 倍和 2.46 倍，全部债务/EBITDA 分别为 4.84 倍、6.92 倍和 6.52 倍。远洋集团长期偿债指标表现尚可。

截至 2020 年 6 月底，远洋集团尚未使用的授信额度为 2274.04 亿元，融资渠道畅通。

远洋集团未决诉讼和对外担保情况，参见远洋中国内容。

综合来看，远洋集团业务主要由远洋中国开展，其作为流动性支持承诺主体所体现的增信效果有限。

⁸ 本报告所采用净负债率计算公式为：（全部债务-现金类资产）/权益总额*100%

六、其他参与机构尽职能力分析

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/资产服务机构联捷保理成立时间较短，业务发展较快，盈利指标波动较大，联合资信将对其保持关注。

联捷保理成立于 2016 年 11 月 24 日，注册资本为 55000 万元。股东方为联易融数字科技集团有限公司的全资子公司深圳前海环融联易商业保理有限公司，最终母公司为 Linklogis Financial Holdings Inc.。联捷保理的 actual 主营业务为供应链金融业务（保理业务、金融资产转让及金融资产管理服务）。

截至 2019 年末，联捷保理资产总额 481106.81 万元，较 2018 年末增长 106.78%；负债总额 425511.79 万元，较上年末增长 142.94%。2019 年，联捷保理实现营业收入 57253.16 万元，同比增长 74.80%；实现净利润 -2328.36 万元，同比下降 180.75%。截至 2020 年 9 月末，联捷保理资产总额 509871.96 万元，较上年末增长 5.98%；负债总额 448548 万元，较上年末增长 5.41%。2020 年 1—9 月，联捷保理实现营业收入 56091.32 万元，同比增长 9.27%；实现净利润 5604.86 万元，同比增长 2954.24%。

联捷保理制定了风险管理政策和相关指引以识别和分析公司所面临的风险，对特定风险进行明确规定，涵盖市场风险、信用风险和流动性风险管理等诸多方面。联捷保理定期评估市场环境及公司经营的变化以决定是否对风险管理政策及系统进行更新。在信用风险方面，联捷保理会定期对客户信用记录进行监控，针对信用不良用户，联捷保理会采取书面催款、缩短信用期、取消信用期等方式以确保公司整体信用风险在可控范围。在流动性风险方面，联捷保理持续监控长短期资金需求，确保维持充裕的现金储备和可变现有价证券，持续监控借款协议规定。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构为招商银行股份有限公司北京分行。招商银行经营良好，财务状况稳定，履约和尽职能力情况稳定。联合资信认为本交易因资金保管机构引起的操作和履约风险很小。

招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）成立于 1987 年，总部位于中国深圳，是一家全国性商业银行。2002 年 4 月，招商银行在上海证券交易所上市，2006 年 9 月，招商银行在香港联交所上市。截至 2019 年底，招商银行注册资本 252.20 亿元，实际控制人为招商局集团有限公司。

截至 2019 年底，招商银行总资产为 74172.40 亿元，同比增长 9.95%；贷款和垫款总额 44906.50 亿元，较上年末增长 14.18%；负债总额 67995.33 亿元，较上年末增长 9.63%；客户存款总额 48444.22 亿元，较上年末增长 10.08%。2019 年，招商银行实现营业收入 2697.03 亿元，同比增长 8.51%；实现净利润 934.23 亿元，同比增长 15.60%。截至 2019 年底，招商银行不良贷款总额 522.75 亿元，较上年末减少 13.30 亿元；不良贷款率 1.16%，较上年末下降 0.20 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 426.78%，较上年末提高 68.60 个百分点；贷款拨备率 4.97%，较上年末提高 0.09 个百分点。2019 年，招商银行资产托管规模稳定增长，截至 2019 年底，托管资产余额 13.23 万亿元，较上年末增长 7.13%。

招商银行资产托管业务采取总行统一管理，总行分设产品管理、运营管理、业务管理及稽核监督处室，配备托管业务管理、营销、运作和系统开发的专业人才，承担全行资产托管业务组织与管理、托管新产品与新服务研究开发和组织推广、托管业务与管理系统的持续建设等职能，履行资产保管、会计核算、资金清算、交易监督和信息披露等保管人职责。同时，

总行在北京、上海、深圳、天津等托管重点地区，设立资产托管分部，配备托管产品营销和运营专业人才，因地制宜的进行托管产品营销、新产品及服务推广及提供，提高托管产品营销与服务的渗透力和属地化。

3. 受托人/发行载体管理机构

本交易的受托人/发行载体管理机构兴业信托建立了较为完善的风险控制体系，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

兴业信托成立于 2003 年 3 月，注册地为福建省福州市，现有注册资本为人民币 100 亿元。2011 年 1 月，经国务院同意以及兴业银行业监督管理委员会批准，兴业信托由兴业银行股份有限公司控股，成为经国务院特批的我国第三家银行系信托公司。

截至 2019 年末，兴业信托自营资产总计 182.20 亿元，信托资产总计 5632.91 亿元。2019 年度，兴业信托实现营业收入 44.61 亿元，净利润 16.64 亿元。

截至 2020 年 9 月末，兴业信托自营资产总计 184.78 亿元。2019 年 1—9 月，兴业信托实现营业收入 22.08 亿元，净利润 9.23 亿元。

治理结构与内部控制方面，兴业信托建立了由股东会、董事会、监事会、高级管理层组成的分工明确、权责对应、合理制衡的公司治理结构。董事会下设执行委员会、审计以及风险控制与关联交易委员会、薪酬与考核委员会和信托委员会四个专业委员会；经营层面设立了业务评审委员会，对固有和信托项目进行审查审批。

风险管理方面，兴业信托进一步推进组织架构及相关业务流程的优化工作，不断完善组织健全、权责明确、合理制衡、报告路径清晰的公司治理结构，推进形成科学高效的决策、激励与约束机制，为全面风险管理提供了有效的治理结构保障；同时，针对不同业务类别和风险表现形式，在事前、事中、事后实施有效的风险管理手段和措施，并根据实际需要适时对风险管理体系进行调整完善。

七、法律风险分析

北京市金杜（广州）律师事务所为本交易出具法律意见书与补充法律意见。基于其法律意见，联合资信认为联捷保理具备作为发起机构的主体资格；资产支持票据的分级安排未违反法律、行政法规的强制性规定；目标应收账款债权的转让行为合法有效。

北京市金杜（广州）律师事务所出具的法律意见书表明：受托人、主承销商、保管银行、发起机构暨资产服务机构等主体均为交易商协会会员，均具有法定必备的主体资格、资质、许可，并取得了充分、合法、有效的内部授权；受托人、主承销商、保管银行等与发起机构之间均不存在关联关系；信托文件的约定未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在信托文

件约定的生效条件得到满足后，信托文件将对相关的当事人产生合法、有效的法律约束力；在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后，且满足信托文件约定的设立前提下，信托计划可依法、有效设立并由受托人根据适用法律规定和信托文件约定发行资产支持票据；资产支持票据的分级安排未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在适用法律项下为合法、有效。

北京市金杜（广州）律师事务所共抽取了 50 笔拟入池基础资产作为抽样基础资产进行尽职调查。北京市金杜（广州）律师事务所认为抽样基础资产具有重要性与代表性，抽样基础资产符合适用法律所规定的条件，且满足入池标

准中除第（5）款外的相关要求；目标应收账款债权的转让行为合法有效；在满足信托文件约定的入池标准和设立前提后，信托计划可依法、

有效设立并由受托人根据适用法律规定和信托文件约定发行资产支持票据。

八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流模拟分析。

本次交易基础资产池包含 404 笔应收账款债权，初始债务人均为远洋中国及其子公司或关联公司。加入债务人远洋中国信用水平极高，履约能力极强，其出具《付款确认书》并承诺对应收账款到期日当天尚未偿还的余额部分履行无条件不可撤销的到期清偿义务。另外，流动性支持承诺主体远洋集团出具《流动性支持承诺函》，承诺对远洋中国的付款义务提供流动性资金支持。远洋中国与远洋集团共同保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。同时，联合资信关注到远洋中国无实际控制人可能带来的潜在管理风险、房地产业务区域布局中京津冀地区集中度相对较高且部分项目去化较慢、往来款及委托贷款规模较大、房地产业务

毛利率波动下滑且利润对委托贷款所产生的利息收入依赖较大、权益稳定性较弱等因素对远洋中国信用水平带来的不利影响，以及远洋集团业务主要由远洋中国开展，两者信用关联度高。

另外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 4.20% 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 1.00 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 4.20% 的情形。

综合上述因素，联合资信确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 远洋控股集团（中国）有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	169.29	295.11	231.48	354.27
资产总额（亿元）	1695.48	2168.82	2119.02	2134.12
所有者权益（亿元）	434.40	505.50	550.91	556.64
短期债务（亿元）	94.25	96.40	79.49	106.05
长期债务（亿元）	352.26	509.74	398.38	352.28
全部债务（亿元）	446.51	606.14	477.87	458.34
营业收入（亿元）	314.90	307.18	459.67	153.66
利润总额（亿元）	70.29	68.60	69.89	25.76
EBITDA（亿元）	76.53	74.88	78.89	--
经营性净现金流（亿元）	76.62	25.59	86.92	10.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	22.08	16.11	12.85	--
存货周转次数（次）	0.52	0.40	0.50	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.16	0.21	--
现金收入比（%）	94.55	124.77	91.13	109.57
营业利润率（%）	21.18	14.90	13.46	17.35
总资本收益率（%）	6.32	4.54	5.77	--
净资产收益率（%）	11.60	9.09	9.36	--
长期债务资本化比率（%）	44.78	50.21	41.97	38.76
全部债务资本化比率（%）	50.69	54.53	46.45	45.16
资产负债率（%）	74.38	76.69	74.00	73.92
流动比率（%）	149.65	147.67	141.05	145.37
速动比率（%）	90.67	86.75	76.57	75.19
经营现金流动负债比（%）	8.69	2.26	7.59	--
现金短期债务比（倍）	1.80	3.06	2.91	3.34
EBITDA 利息倍数（倍）	3.99	3.07	2.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.83	8.09	6.06	--

注：1.长期应付款中带息债务部分已计入长期债务；2.2020 年 1—6 月财务数据未经审计

附件 2 远洋集团控股有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	247.66	425.71	335.66	437.39
资产总额 (亿元)	1918.94	2493.62	2436.99	2540.72
所有者权益 (亿元)	587.28	631.39	656.11	671.44
短期债务 (亿元)	99.99	154.25	92.95	220.40
长期债务 (亿元)	510.33	731.50	746.12	653.61
全部债务 (亿元)	610.32	885.75	839.07	874.01
营业收入 (亿元)	458.37	414.22	509.26	193.74
除税前溢利 (亿元)	114.22	109.75	104.16	39.96
EBITDA (亿元)	126.22	128.00	128.70	43.00
经营性净现金流 (亿元)	-12.22	-0.45	-33.03	3.10
财务指标				
存货周转次数 (次)	0.57	0.46	0.52	--
总资产周转次数 (次)	0.27	0.19	0.21	--
总资本收益率 (%)	10.66	7.39	6.35	--
净资产收益率 (%)	10.66	7.39	6.35	--
长期债务资本化比率 (%)	46.49	53.67	53.21	49.33
全部债务资本化比率 (%)	50.96	58.38	56.12	56.55
资产负债率 (%)	69.40	74.68	73.08	73.57
流动比率 (%)	177.79	163.96	179.67	161.02
速动比率 (%)	117.03	114.29	119.07	101.87
经营现金流动负债比 (%)	-1.55	-0.04	-3.29	--
现金短期债务比 (倍)	2.48	2.76	3.61	1.98
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.96	3.04	2.46	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.84	6.92	6.52	--

资料来源：远洋集团审计报告及财务报表

附件 3 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+费用化利息支出)/(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-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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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

附件 4-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。其中：一等为投资级，包括AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}级；二等为投机级，包括BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}级；三等为破产级，包括C_{pi}级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

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

注：除 AAA_{pi} 级和 CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 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

联合资信评估股份有限公司关于 深圳前海联捷商业保理有限公司

2021 年度第一期宸章定向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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”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。

受托人/发起机构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，包括但不限于资产服务报告、受托人报告、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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”项下优先级资产支持票据的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。

如受托人/发起机构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 2021 年度第一期宸章定向资产支持票据”项下优先级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受托人/发起机构联系，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。