

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《深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起机构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

二〇二〇年七月十六日



信用等级公告

联合〔2020〕1608号

联合资信评估有限公司通过对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”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

二〇二〇年七月十六日



深圳前海联易融商业保理有限公司2020年度飞驰-淮信 第二期资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	发行金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先级	30500.00	92.66	97.91	AAA _{sf}
次级	650.00	1.97	2.09	NR
票据合计	31150.00	94.64	100.00	—
初始超额抵押	1765.42	5.36	—	—
资产池合计	32915.42	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 6.00% 的情况下有效；

2. NR 表示未予评级，下同

交易概览

预计存续期限：不超过 365 天
载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：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机构设立资产支持票据信托的目标应收账款债权
委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳前海联易融商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：建信信托有限责任公司
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司辽宁省分行
主承销商/簿记管理人：中国建设银行股份有限公司
债务人¹：奥园集团有限公司直接/间接控股或参股的项目公司
核心企业 1/共同债务人 1：奥园集团有限公司
核心企业 2/共同债务人 2：中国奥园集团股份有限公司

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 7 月 16 日

分析师 张睿君 董聪 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 债务人及核心企业/共同债务人：债务人，具体以发起机构和受托机构共同签章确认的《合格应收账款债权清单》中载明的债务人为准；在注册成功后，各期资产支持票据备案发行前，发起机构将根据相关要求在交易文件约定的《共同债务人白名单》中遴选当期共同债务人，其中本期共同债务人 1 为奥园集团有限公司，共同债务人 2 为中国奥园集团股份有限公司。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-淮信第二期资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方服务能力等因素进行综合分析，并结合上述因素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 211 笔应收账款债权，奥园集团有限公司（以下简称“奥园集团”，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定）作为共同债务人之一，同意对入池应收账款债权承担到期付款义务且不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该笔应收账款债权获得全部清偿。因此，奥园集团的主体信用水平是决定优先级资产支持票据信用等级的主要因素。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，在优先级资产支持票据发行利率不超过 6.00% 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 6.00% 的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-淮信第二期资产支持票据”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获得及时偿付和本金于信托终止日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

优势

本交易入池应收账款质量优良。本交易共同债务人奥园集团和中国奥园集团股份有

限公司（以下简称“中国奥园”）同意对入池应收账款债权承担到期付款义务且不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该笔应收账款债权获得全部清偿。联合资信给予奥园集团的主体长期信用等级为 AAA，信用水平极高，从而本交易入池应收账款信用质量优良，面临的违约风险极低。

关注及缓释

1. **本交易存在一定的利率风险。**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

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 32915.42 万元，资产支持票据发行规模为 31150.00 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压力测试，测试表明在优先级资产支持票据发行利率不超过 6.00% 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。

2. **本交易存在一定的集中违约风险。**本交易入池资产为各供应商享有的对奥园集团直接/间接控股或参股的项目公司的应收账款债权及其附属担保权益，深圳前海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融保理”）通过与各供应商签署应收账款转让合同获得了对应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集中，资产支持票据的本息到期兑付的压力较大。另外，本交易入池资产债务人均为奥园集团直接/间接控股或参股的项目公司，存在一定的债务人集中违约风险。

风险缓释：奥园集团经营情况良好，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奥园集团的主体信用等级变动保持持续关注。

3. **本交易存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人均为房地产企业，我国房地产行业目前属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。风险缓释：奥园集团作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，奥园集团积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长；奥园集团资产和收入规模均大幅上升。联合资信给予奥园集团极高的主体信用级别，违约风险极低。此外，联合资信将对房地产行业政策以及行业发展情况保持持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构深圳前海联易融商业保理有限公司和受托人建信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，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，未因深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信用评级结果的有效期为“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”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/发起机构联易融保理根据《信托合同》将其持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，委托给建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）并设立“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据信托”，建信信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括优先级和次级资产支持票据，以下简称“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：深圳前海联易融商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：建信信托有限责任公司
资金保管机构：中国建设银行股份有限公司辽宁省分行
主承销商/簿记管理人：中国建设银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：上海市锦天城律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：奥园集团有限公司直接/间接控股或参股的项目公司
核心企业 1/共同债务人 1：奥园集团有限公司
核心企业 2/共同债务人 2：中国奥园集团股份有限公司

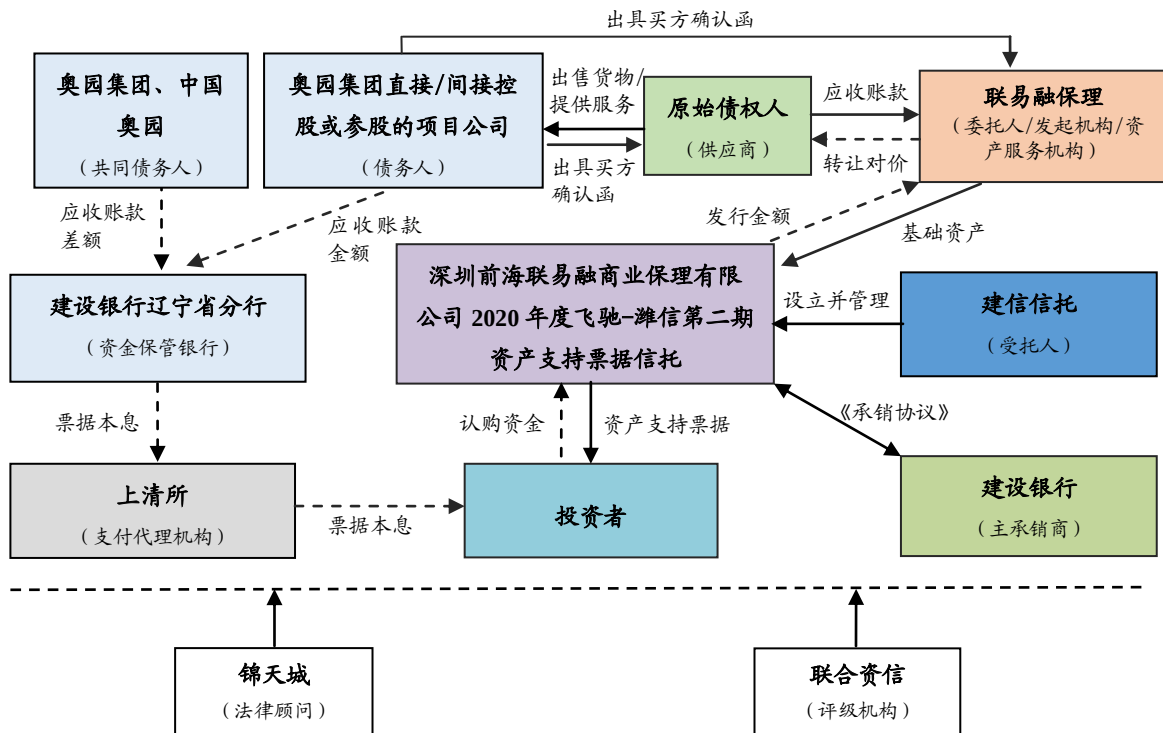


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易优先级票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预计存续期限不超过365天，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，在既定条件下取得最终剩余收益。本交易募集资金拟用于符合国家法律法规及政策要求的企业生产经营活动。

表 2 资产支持票据概况

票据名称	发行金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
优先级资产支持票据	30500.00	92.66	97.91	固定利率	不超过 365 天	到期一次性还本付息
次级资产支持票据	650.00	1.97	2.09	—	不超过 365 天	优先级票据兑付完毕后， 获得剩余收益
票据合计	31150.00	94.64	100.00	—	—	—
初始超额抵押	1765.42	5.36	—	—	—	—
资产池合计	32915.42	100.00	—	—	—	—

3. 共同债务人

本交易各期资产支持票据备案发行前，发起机构将根据相关要求在交易文件约定的《共同债务人白名单》中遴选当期共同债务人。

本交易债务人具体以发起机构和受托机构共同签章确认的《合格应收账款债权清单》中载明的债务人为准；在注册成功后，各期资产支持票据备案发行前，发起机构将根据相关要求在交易文件约定的《共同债务人白名单》中遴选当期共同债务人，其中本期共同债务人1为奥园集团有限公司，共同债务人2为中国奥园集团股份有限公司

4. 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担保权益。委托人依据保理合同、基础合同对债务人享有的要求其支付基础合同项下的应收账款的请求权，将根据《信托合同》一并被信托予受托人。

根据本交易约定，每一笔资产在初始起算日、信托生效日及信托财产交付日满足以下要求：(a)基础资产对应的全部《保理合同》、基础交易合同、应收账款确认函适用法律均为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(b)同一《保理合同》项下委托人应支付的基础交易项下应收账款转让价款均已全部支付予原始债权人；(c)同一《保理合同》项下尚未清偿的目标应收账款债权全部入池；(d)基础资产项下共同债务人1的付款承诺不会因基础资产转让而被全部或部分免除；(e)原始债权人、债务人如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中

国成立，且合法有效存续；(f)基础资产项下的债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；(g)基础资产项下的原始债权人、债务人、共同债务人1在委托人处均不存在不良保理记录；(h)原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且在《保理合同》项下对委托人不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；(i)核心企业1已向委托人及受托人出具《付款确认书》，且该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效；(j)基础资产的任何部分或全部未附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制；(k)基础资产对应的债务人已经向委托人出具《买方确认函》，确认其对基础交易合同下的应付款项不享有任何主张扣减、减免或抵销的权利；其对基础交易项下应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；(l)基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得原始债权人、债务人、共同债务人1或其他主体的同意。或者，在该笔目标应收账款债权对应的基础交易合同或《保理合同》中对转让该债权应收账款作出禁止或限制性约定的情况下，转让方、债务人或任何第三方在本合同签署后以明示或行为默认允许转让条件已经成就；(m)原始债权人已就将基础资产转让予委托人的事宜与保理商签署《应收账款转让合同》（格式详见《信托合同》附件3-1）；委托人就其因向原始债权人提供保理服务而受让的基础资产继而信托予受托人设立本信托的事宜，已向债务人发出《应收账款转让通知书》（适用于保理商通知）；(n)原始债权人已就该笔基础交易项下应收账款转让予委托人的事宜向债务人发出书面通知；(o)基础资产对应的任一笔基础交易项下应收账款的到期日均早于资产支持票据预期到期日并晚于资产支持票据信

托设立日；(p)基础资产对应的基础交易合同具备真实、合法、有效的贸易/服务关系；原始债权人在向委托人转让其享有的基础交易项下应收账款前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔基础交易项下应收账款；委托人受让前述基础交易项下应收账款后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔基础交易项下应收账款；(q)基础资产不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等保全或强制措施，以至于对受托人持有基础资产及基础资产的可回收性产生重大不利影响；(r)基础资产对应债务人均共同债务人1确认的其直接/间接控股或参股的项目公司；(s)基础资产均来源于委托人自行为原始债权人办理的保理业务，不存在再保理的情形；(t)每一期基

础资产对应的共同债务人在《共同债务人白名单》范围内（如某一期基础资产共同债务人为多个的，则至少有一个共同债务人在《共同债务人白名单》范围内）；(u)每一期基础资产中关联交易额不超过当期基础资产池的15%（关联交易指存在关联关系的各方之间的交易，关联关系界定以原始债权人是否为共同债务人1或属于其最近一期经审计合并报表范围内子公司为准，最近一期经审计合并报表范围内子公司根据基础资产确定时共同债务人1已出具的最近一期年度审计报告确定，如原始债权人不是共同债务人1或不属于其前述年度审计报告内合并报表子公司，则该原始债权人与债务人、共同债务人1不具有关联关系）。

二、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

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及现金流划转做出了明确安排。

在信托生效日当日或之前，受托人建信信托应根据《资金保管合同》的约定在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户。自信托生效日（含该日）起，资产服务机构在应收账款债权到期日²前 30、10、5 个工作日分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其按应收账款确认函中确定的时间将足额的债权回收款项直接付至信托账户。在债务人还款日（即支付日前 9 个工作日），债务人向信托账户支付等额于该笔应收账款债权本金的资金。如债务人未足额向信托账户偿付应收账款债权本金的，在支付日前 7 个工作日的 12:00 前，核心企业向信托账户划付等额于债务人未能足额偿付的该笔应收账款债权本金之和的资

金。

就信托每次分配而言，支付日指预期代理支付机构向资产支持票据持有人划转其信托收益分配款项之日。具体而言，(a)就期间分配而言，在资产支持票据正常到期的情况下，票据收益支付日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。若前述资产支持票据到期日为非工作日，则支付日为该日后的第一个工作日；(b)就到期分配而言，在信托正常到期的情况下，指信托预期到期日；或在发生任一信托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。若前述信托到期日为非工作日，则支付日为该日后的第一个工作日；(c)就清算分配而言，指在信托到期并进入清算期后，受托机构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。

在信托存续期内的任一日，如触发赎回³事

² 应收账款债权到期日：债务人和共同债务人应履行目标应收账款债权项下还款义务的最晚日期，即资产支持票据预期到期日前的第 7 个工作日。

³ 赎回指发起机构根据受托机构发出的《不合格基础资产赎回通知》向资产支持票据信托购买不合格基础资产。

件，原始债权人或委托人将赎回价款付至信托账户；如触发提前清偿事件⁴，债务人将提前清偿相应的入池应收账款债权，并将等额于提前清偿的入池应收账款债权账面价值资金付至信托账户。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制根据是否发生信托终止事件而有所差异。

“信托终止事件”指以下任一事件：(a)资产支持票据信托的信托目的不能实现；(b)发生不可抗力事件导致资产支持票据信托不能存续；(c)资产支持票据信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决、裁定终止；(d)受托机构向全体资产支持票据持有人支付全额投资本金和预期收益；(e)资产支持票据信托预期到期日届至；(f)资产支持票据持有人会议决定提前终止；或(g)出现适用法律规定应当终止资产支持票据信托的情形。

受托人根据基础资产现金流回收情况，在支付日按照下列顺序和金额进行信托利益分配：(a)信托税费（如有）；(b)信托费用（如有）；(c)优先级票据当期预期收益；(d)优先级票据本金；(e)在期间分配时，剩余资金留存于信托账户，用于下一期信托利益的分配。在到期分配时，若按期间分配顺序分配后仍有剩余的，按约定的清算顺序进行分配。

发生任一信托终止事件的，信托计划进入清算程序，经清算的剩余信托财产按下列顺序分配（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：(a)支付清算费用；(b)缴纳到期应纳的信托税费；(c)支付到期应付的信托费用（除上述(a)项所列费用外）；(d)支付存续优先级票据持有人的当期预期收益；(e)支付存续优先级票据持有人的未偿本金，直至支付完毕；(f)支付完毕优先级票据全部未偿本金后，剩余信托财产全部支付给次级票据持有人。

⁴ 提前清偿事件：指以下任一事件，(a)就每一笔基础资产相关的债务人，发生与该债务人相关的丧失履约能力事件；(b)评级机构对核心企业的主体信用评级降至 AA 以下（含 AA）。

3. 结构化安排

(1) 优先/次级结构及超额抵押

本交易设置优先次级结构，并且资产池于初始起算日对票据形成超额抵押，使得优先级票据获得较高的信用支持。

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级和次级票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的分档票据为优先受偿的票据提供信用损失保护。此外，本交易资产池应收账款余额为 32915.42 万元，资产支持票据发行规模为 31150.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，超额抵押水平相当于初始起算日⁵资产池应收账款余额的 5.36%。具体而言，优先级票据共获得 7.34% 的信用支持。

(2) 共同债务人付款义务

本交易共同债务人奥园集团和中国奥园同意对入池应收账款债权承担到期付款义务，从而本交易入池应收账款信用质量优良。

本交易共同债务人奥园集团和中国奥园同意对入池应收账款债权承担到期付款义务且不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该笔应收账款债权获得全部清偿。具体而言，如债务人在债务人还款日未足额向信托账户偿付应收账款债权本金的，在支付日前 7 个工作日的 12:00 前，核心企业向信托账户划付等额于债务人未能足额偿付的该笔应收账款债权本金之和的资金。

联合资信给予奥园集团的主体长期信用等级为 AAA，信用水平极高，从而本交易入池应收账款信用质量优良，面临的违约风险极低。

4. 交易结构风险分析

(1) 利率风险

本交易存在一定的利率风险。本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导

⁵ 初始起算日：指基础资产池的封池日，即从该日起（不含该日）基础资产池产生的全部信托回收资金应归入信托财产。

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 32915.42 万元，资产支持票据发行规模为 31150.00 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，测试表明在发行利率不超过 6.00% 的情况下，资产池回收款可以覆盖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。

(2) 集中违约风险

本交易存在一定的集中违约风险。本交易入池应收账款债权到期日均为同一到期日，资产支持票据本息到期集中兑付的压力较大。同时，本交易入池资产债务人均为奥园集团直接/间接控股或参股的项目公司，债务人集中风险极高，资产支持票据本息兑付情况与奥园集团的运营情况和还款能力密切相关，这将使信托财产面临一定的集中违约风险。

奥园集团经营情况良好，财务状况稳健，

其作为共同债务人，还款能力极强，将为优先级票据本息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奥园集团的主体信用等级变动保持持续关注。

(3) 再投资风险

本交易存在一定的再投资风险。本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了合格投资标准，约定在信托存续期间，受托机构将信托资金投资于银行存款等低风险、高流动性金融产品。在合格投资过程中，受托人应合理安排合格投资期限，最迟应在票据收益支付日前的第 5 个工作日（含当日）将合格投资形成的资产变现，以保证资产支持票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

三、主要参与方履约能力

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

联易融保理运营时间较短，盈利能力较弱，作为资产服务机构，其资产服务能力将直接影响到本交易资产池的信用表现，联合资信将持续关注企业动态。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为联易融保理。联易融保理成立于 2016 年 5 月，注册资本为 3 亿元人民币，截至 2019 年末，其股东为联易融数字科技集团有限公司（以下简称“联易融数科”），持股比例为 100.00%。

联易融保理致力于为大型优质企业的上游供应商提供供应链金融服务，与联易融数科整体成熟运营的供应链金融业务类型、业务流程、业务系统保持一致，并与联易融数科使用同一套业务系统，自联易融保理成立以来，得益于股东实力和资源共享优势，联易融保理业务取得了快速发展。

截至 2019 年末，联易融保理资产规模为 57984.93 万元，大多为流动资产，负债规模为 28206.54 万元，全部为流动负债，所有者权益总额为 29778.39 万元。2019 年，联易融保理实现营业收入为 4636.45 万元，净利润-100.43 万元。

2. 共同债务人 1—奥园集团

联合资信给予奥园集团的主体长期信用等级为 AAA，其作为共同债务人，还款能力极强，为优先级票据的兑付提供强有力的信用支持。

本交易的共同债务人 1 为奥园集团。奥园集团原名广东金业集团有限公司，于 1998 年 5 月，经广州市工商行政管理局批准成立，初始注册资本 2038 万元。经过历次转让变更以及增资后，截至 2019 年底，奥园集团注册资本为 611000 万元，其中 ADD LION PROFITS

LIMITED 持股 6.42%，广东奥园置业有限公司持股 93.58%，为控股股东，实际控制人为郭梓文先生。

奥园集团属房地产行业，主要经营活动为房地产开发经营、房地产中介服务、房地产咨询服务、物业管理等，包括住宅地产开发、商业地产开发及文化旅游地产开发，产品业态包括普通住宅、文化旅游地产、养老地产、商业办公楼、酒店等。

截至 2019 年底，奥园集团设有董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌中心、安全管理中心、党委办公室 12 个部门，员工总数 16723 人。

截至 2019 年底，奥园集团合并资产总额 2653.83 亿元，所有者权益合计 430.89 亿元（含少数股东权益 225.93 亿元）。2019 年，奥园集团实现营业收入 486.75 亿元，利润总额 98.42 亿元。

(1) 经营分析

奥园集团主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。奥园集团房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，2017—2019 年，奥园集团营业收入逐年增长，三年分别为 196.20 亿元、307.50 亿元和 486.75 亿元，年均复合增长 57.51%，主要系交付物业面积大幅增加所致。从收入构成来看，房地产销售一直是奥园集团最核心的业务，近三年在营业收入中的占比分别为 96.01%、96.18%和 96.10%。2017—2019 年，房地产销售收入分别为 188.38 亿元、295.76 亿元和 467.76 亿元，呈不断增长态势，主要系奥园集团结转项目不断增加所致。其他业务收入主要包括租金收入、酒店住宿服务和跨境电商收入等，2017—2019 年，其他业务收入分别为 7.83 亿元、11.75 亿元和 18.98 亿元，逐年增长，但占营业收入的比例不大。毛利率方面，2017—2019 年，奥园集团房地产销售业务毛利率分别为 32.40%、33.63 %和 33.47%，波动增

长。

土地储备方面，土地获取方式上，奥园集团土地储备主要通过收并购方式获得，招拍挂拿地的比例相对较低。以收并购为主的拿地方式有利于奥园集团控制土地成本和获取更有利的土地款支付条件，但与招拍挂相比，收并购拿地的不确定性相对较高、潜在风险较多，对奥园集团的风控能力提出较高要求。从近年来奥园集团项目获取情况看，2017—2019 年，奥园集团新获取项目储备权益建筑面积分别为 811.46 万平方米、899.17 万平方米和 1184.63 万平方米，近三年奥园集团保持了较大的项目获取力度。从土地储备成本来看，2017—2019 年，奥园集团新获取土地楼面均价分别为 3428.25 元/平方米、3049.94 元/平方米和 2751.83 元/平方米，逐年下降，其中，2018 年下降主要系主要拿地区域土地市场降温所致，2019 年下降主要系奥园集团加大收并购获取项目力度且收并购项目成本有所降低所致。截至 2019 年底，奥园集团拥有 253 个项目的土地储备，规划建筑面积 4149.20 万平方米（其中，完工未售建筑面积 427.10 万平方米，发展中物业建筑面积 2195.80 万平方米，待发展物业建筑面积 1526.40 万平方米），权益规划建筑面积 3271.19 万平方米，奥园集团项目储备充足。从土地储备区域分布上来看，奥园集团土地储备较为充裕，区位分布较为广泛，项目获取成本较低，整体土地储备质量较好。

项目开发方面，奥园集团项目主要通过收并购方式获得，合作开发占比较高；所开发产品结构上以住宅类为主，商业类为辅；其中快周转刚需类产品占比较高。从项目开发规模来看，2017—2019 年，奥园集团项目开发建设规模逐年加大，奥园集团新开工面积分别为 509.75 万平方米、858.85 万平方米和 1148.00 万平方米，呈不断增长态势。2017—2019 年，奥园集团竣工面积分别为 249.68 万平方米、358.91 万平方米和 680.47 万平方米，随着奥园集团施工面积提升而逐年增长。2017—2019 年，

奥园集团期末在建面积分别为 621.76 万平方米、1221.71 万平方米和 1959.25 万平方米。截至 2019 年底，奥园集团在建项目数量合计 209 个，在建项目规划总建筑面积（不含地下）4866.11 万平方米，权益建筑面积（不含车库）3907.09 万平方米，计划权益总投资约 3182.98 亿元，已完成权益投资 1795.05 亿元，尚需权益投资 1387.93 亿元；奥园集团在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

从房产销售情况来看，奥园集团的销售以住宅为主，商业项目销售占比相对较少。住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，奥园集团采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。2017—2019 年，奥园集团协议销售面积不断增长，分别为 386.89 万平方米、814.93 万平方米和 1112.69 万平方米，年均复合增长 69.59%。协议销售均价方面，2017—2019 年，奥园集团销售均价逐年下降，分别 1.05 万元/平方米、1.01 万元/平方米和 0.98 万元/平方米。受销售面积增速较快影响，奥园集团协议销售金额不断增长，近三年分别为 404.62 亿元、824.12 亿元和 1087.98 亿元。销售回款方面，2017—2019 年，奥园集团销售回款率分别为 80%、78%和 75%，逐年下降主要系银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款额度所致。

奥园集团自持物业方面，奥园集团自持物业规模一般，且大部分处于未完工或招商中状态，随着奥园集团自持物业逐渐完工并投入运营，自持物业租金收入有望为奥园集团提供一定的现金流补充。2017—2019 年，奥园集团租金收入分别为 5814.62 万元、8627.58 万元和 20253.31 万元，其中 2019 年同比增长 134.75%，主要系珠海奥园广场、重庆盘龙奥园广场等进入稳定经营期带动租金收入上升所致。

奥园集团战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，不断打造产业链，通过信息化和互联网建设提升自身产品价值。

(2) 财务分析

奥园集团 2017—2019 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。从合并范围变动情况来看，2017 年，奥园集团非同一控制下合并 39 家企业，新设子公司 74 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家。2018 年，为了适应房地产行业的变化，中国奥园作出战略调整，进行同业合并，将广州奥园海景城房地产开发有限公司等 12 家子公司以委托经营的方式整合在奥园集团及其子公司名下进行统一管理，奥园集团对期初数据进行了追溯调整；此外，奥园集团非同一控制下合并 44 家企业，新设子公司 133 家，转让或注销子公司 5 家。2019 年，奥园集团非同一控制下合并 38 家企业，新设子公司 235 家，转让或注销子公司 13 家。截至 2019 年底，奥园集团纳入合并范围的控股子公司 629 家。奥园集团合并范围有所变动，但由于所涉及子公司大部分资产规模一般，且奥园集团主业未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，奥园集团合并资产总额 2653.83 亿元，所有者权益合计 430.89 亿元（含少数股东权益 225.93 亿元）。2019 年，奥园集团实现营业收入 486.75 亿元，利润总额 98.42 亿元。

从资产质量情况来看，奥园集团资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，符合房地产开发企业资产结构特征，其他应收款对奥园集团资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产占比较大；受限资产规模一般。2017—2019 年，奥园集团资产规模快速增长，年均复合增长 48.53%，主要系流动资产增加所致。截至 2019 年底，奥园集团资产规模 2653.83 亿元，较年初增长 48.59%；其中，流动资产占比 91.41%，非流动资产占比 8.59%。流动资产方面，2017—2019 年，流动资产规模逐年增长，年均复合增长 46.32%，主要系存货、其他应收款和货币资金增加所致。截至 2019 年底，流动资产为

2425.86 亿元，较年初增长 47.02%。非流动资产方面，2017—2019 年，非流动资产快速增长，年均复合增长 80.65%，主要系长期股权投资及其他非流动资产快速增长所致。截至 2019 年底，非流动资产总额为 227.98 亿元，较年初增长 67.60%。

从所有者权益方面来看，奥园集团所有者权益增长较快，但少数股东权益和未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。2017—2019 年，奥园集团所有者权益有所增长，年均复合增长 6.73%。截至 2019 年底，奥园集团所有者权益 430.89 亿元，较年初增长 4.43%，其中归属于母公司所有者权益 204.96 亿元，其中股本占 29.81%，资本公积占 28.78%，盈余公积占 4.43%，未分配利润占 36.98%；少数股东权益 225.93 亿元，少数股东权益占比较大，2017—2019 年，奥园集团少数股东权益不断增长，年均复合增长 13.01%，奥园集团少数股东权益规模较大且占比较高，一方面系奥园集团项目收并购往往保留部分少数股东权益所致，另一方面系奥园集团部分项目引入基金投资者作为少数股东所致。所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。

从负债情况来看，2017—2019 年奥园集团债务规模扩张较快，负债结构以流动负债为主，短期债务占比较大，债务结构有待改善，同时有一定的集中偿付压力。2019 年奥园集团债务负担有所加重，整体债务负担尚可。2017—2019 年，奥园集团负债快速增长，年均复合增长 64.18%。截至 2019 年底，奥园集团负债合计 2222.95 亿元，较年初增长 61.85%，流动负债和非流动负债均有大幅增长。其中，奥园集团流动负债和非流动负债占比分别为 85.51%和 14.49%，负债结构以流动负债为主。流动负债方面，2017—2019 年，奥园集团流动负债快速增长，年均复合增长 66.06%，主要系应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债与其他应付款增加所致。非流动负债方面，2017—2019 年，奥园集团非流动负债规模快速增长，年均

复合增长 54.25%，主要系近年来长期借款规模大幅增加所致。有息债务方面，若将长期应付款中的有息债务调整至长期债务中，2017—2019 年全部债务总额快速增长，年均复合增长 48.80%，主要系奥园集团业务规模扩大，资金需求增加所致。截至 2019 年底，奥园集团合并口径报表范围内有息债务共 625.74 亿元，其中，一年内到期的有息债务 315.94 亿元，1~2 年到期的有息债务 184.75 亿元，2~5 年到期的有息债务 118.23 亿元。奥园集团 1~2 年内到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

从盈利情况来看，2017—2019 年，奥园集团营业收入快速增长，三年分别为 196.20 亿元、307.50 亿元和 486.75 亿元，年均复合增长 57.51%，主要系交付物业面积大幅增加，收入逐渐确认所致；2017—2019 年，奥园集团利润总额快速增长，三年分别为 36.07 亿元、56.83 亿元和 98.42 亿元，年均复合增长 65.18%。归属于母公司的净利润三年分别为 22.33 亿元、34.25 亿元和 51.74 亿元。从各项盈利指标来看，由于经营良好，2017—2019 年，营业利润率分别为 25.46%、25.42%和 27.28%，较为稳定。受所有者权益以及债务规模大幅增加共同影响，总资本收益率和净资产收益率持续增长，三年均值分别为 5.83%和 12.09%，2019 年分别为 6.67%和 15.49%，奥园集团盈利能力较强。

从现金流情况来看，2017—2019 年，奥园集团经营活动现金流入增长较快，近两年均为净流入；因并购项目较多等因素影响，奥园集团投资活动现金流持续净流出；奥园集团项目开发规模较大，开发资金需求较高，筹资活动现金流持续净流入。从经营活动情况来看，2017—2019 年，经营活动产生的现金流量净额分别为-75.83 亿元、132.11 亿元和 47.10 亿元，波动较大；从投资活动情况来看，投资活动产生的现金流呈大额净流出状态，分别为-57.95 亿元、-77.42 亿元和-82.44 亿元；从筹资活动情况来看，2017—2019 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 272.98 亿元、60.39 亿元和

165.56 亿元。

偿债能力情况来看，从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年，奥园集团流动比率和速动比率均值分别为 139.05%和 53.62%，截至 2019 年底流动比率和速动比率分别为 127.62%和 50.33%，较上年底均有所下降，主要系近年来快速发展，存货和流动负债规模均大幅增长所致。2017—2019 年，经营现金流动负债比分别为-11.00%、11.31%和 2.48%。同期，奥园集团现金类资产短期债务比为分别为 1.70 倍、2.12 倍和 1.82 倍，2019 年较上年底有所下降。考虑到奥园集团负债以预收账款为主，综合来看，奥园集团短期偿债能力较好。从长期偿债能力指标来看，2017—2019 年，奥园集团 EBITDA 规模分别为 38.22 亿元、60.55 亿元和 103.82 亿元，呈不断增长态势。2017—2019 年，奥园集团全部债务/EBITDA 分别为 7.39 倍、6.24 倍和 6.03 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.86 倍、2.29 倍和 1.98 倍。EBITDA 对利息的覆盖程度尚可，奥园集团长期偿债能力较好。截至 2019 年底，奥园集团尚未履行及未履行完毕的对外担保人民币 106.78 亿元，占净资产的 24.78%，其中广东山水禅林文化产业有限公司、株洲金业房地产开发有限公司和广州盛誉建筑材料有限公司均为奥园集团合营企业，存在一定的或有负债风险。

综合来看，奥园集团作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，奥园集团积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长；奥园集团资产和收入规模均大幅上升。同时，联合资信也关注到房地产行业受政策调控影响较大，以收并购为主的拿地方式对奥园集团风控能力提出较高要求，奥园集团快速拓展业务导致资金支出压力较大，奥园集团债务负担较快上升且有一定集中偿付压力，权益结构稳定性较弱等因素对奥园集团信用水平造成的不利影响。总体看，奥园集团

主体信用风险极低，联合资信给予奥园集团的主体长期信用等级为 AAA，其作为共同债务人，还款能力极强，为优先级票据的兑付提供强有力的信用支持。

3. 共同债务人 2—中国奥园

中国奥园作为一家聚焦粤港澳大湾区的房地产开发公司，其经营情况良好，财务状况稳健。此外，奥园集团作为中国奥园最大的子公司，负责中国奥园内地房地产项目的运营，信用水平极高。联合资信认为，中国奥园作为本交易的共同债务人，能够为本交易提供良好的信用支持。

本交易的共同债务人 2 为中国奥园。中国奥园成立于 2007 年 4 月 16 日，于 2007 年 10 月 9 日在联交所主板上市（证券代码：3883）。奥园集团作为中国奥园最大的子公司，负责中国奥园内地房地产项目的运营。

中国奥园作为中国复合地产、中国主题地产创新理念的开拓者，中国奥园开创性地将房地产开发与关联产业相结合，为业主创造和谐美好的生活体验和文化价值。中国奥园聚焦粤港澳大湾区，布局中国华南、中西部核心区、华东及环渤海区域。同时，以房地产主业为核心，深化“一业为主、纵向发展”的战略格局。

截至 2019 年末，中国奥园资产总额约为人民币 2898.80 亿元，负债总额约为人民币 2528.84 亿元。2019 年中国奥园总营业额 505.31 亿元，年内利润 52.22 亿元。

土地储备方面，2019 年，中国奥园新增 87 个项目，新增可开发建筑面积约 1609 万平方米，新增可售货值约 1861 亿元。截至 2019 年末，中国奥园拥有 280 个项目，分布 85 个境内外城市，土地储备总建筑面积达 4503 万平方米，总货值约人民币 4585 亿元，计入城市更新项目后的总货值约人民币 6845 亿元。截至 2019 年末，中国奥园拥有超过 30 个城市更新项目，总规划建筑面积 1425 万平方米，规划可售面积约 845 万平方米，可售货值约人民币 2260 亿元，

其中粤港澳大湾区占 89%。

经营收益方面，2019 年，中国奥园总营业额约为人民币 505.31 亿元，较 2018 年上升 63.0%。物业发展收益、经营酒店/物业管理及销售商品等获得的其他收益以及物业投资收益各占 95.2%、4.3%和 0.5%。2019 年，中国奥园物业发展销售收入约为人民币 480.91 亿元，较 2018 年上升 61.7%。所交付物业的总楼面面积较 2018 年上升 57.9%；平均售价较 2018 年上升 2.4%，主要是因为交付的物业中占比最高的住宅性公寓销售均价比 2018 年同期增加约 19.7%。2019 年，中国奥园毛利为约人民币 150.21 亿元，较 2018 年上升 55.9%，毛利率为 29.7%。

4. 资金保管机构

建设银行自身财务状况稳健，资本充足，盈利能力强，行业地位显著，政府支持力度大，联合资信认为本交易中因资金保管银行引起的操作和履约风险极低。

本交易的资金保管机构为中国建设银行股份有限公司辽宁省分行。中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）成立于 1954 年 10 月，是四大国有控股银行之一。建设银行于 2005 年 10 月在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2019 年末，建设银行股本总额 2500.1 亿元，其最大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 57.11%。

截至 2019 年末，建设银行资产总额 254362.61 亿元，其中贷款和垫款净额 145406.67 亿；负债总额 232011.34 亿元，其中客户存款余额 183662.93 亿元；股东权益合计 22351.27 亿元；不良贷款率 1.42%；拨备覆盖率 227.69%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，集团高级法下，资本充足率 17.52%，一级资本充足率 14.68%，核心一级资本充足率 13.88%。2019 年全年，建设银行实现营业收入 7056.29 亿元，净利润 2692.22 亿元。

建设银行多年来坚持专项风险排查制度，加强风险防范化解能力，持续创新不良贷款处置方式，在新常态和供给侧结构性改革的挑战下，整体信贷资产质量稳定可控。

截至 2019 年末，建设银行托管资产规模达 13.13 万亿元，较上年新增 9122.55 亿元，增幅 7.47%。2019 年，建设银行实现托管业务收入 46.92 亿元，较上年增加 1.37 亿元。

5. 受托人

建信信托拥有稳健的财务实力、健全的风险内控制度、丰富的信托业务经验和强大的股东背景，尽职能力很强。

本交易受托人为建信信托。建信信托的前身是于 1986 年成立的合肥兴泰信托有限责任公司，2009 年建设银行以现金方式投资控股兴泰信托，并更名为建信信托有限责任公司。截至 2019 年末，建信信托注册资本 24.66 亿元，其中建设银行持有其 67.00%的股权。

按照合并报表口径，截至 2019 年末，建信信托资产总额 315.86 亿元，所有者权益 208.01 亿元；2019 年，建信信托实现营业收入 49.77 亿元，净利润 22.18 亿元。截至 2019 年末，建信信托信托业务资产 13912.32 亿元；2019 年全年，信托资产实现营业收入 792.96 亿元，信托净利润 730.39 亿元。

2019 年，建信信托按照审慎性、匹配性、全覆盖、独立性原则，开展全面风险管理。建信信托风险管理组织结构与职责划分公司建立了完善的风险管理体系。依托“三会一层”和内设部门，逐步构建起全面覆盖、层次清晰、职责明确的风险管理架构，形成了“四个层级、三道防线”的风险管理体系。“四个层级”：第一层为董事会及其专门委员会，负责制定风险管理政策，明确公司风险偏好，以及重大经营项目审批。第二层为经营管理层及其项目审批委员会，负责依据董事会确定的风险管理策略，组织制定并实施风险管理措施，在授权范围内进行业务决策和项目审批。第三层为风险管理部

门，负责组织落实董事会和高级管理层的风险控制要求。第四层为各业务部门，负责具体项目风险控制措施的落实和风险管理工作。“三道

防线”即以业务部门事前防范、风险管理部门事中控制、审计部门事后监督为主的风险控制“三道防线”。

四、法律要素分析

根据上海市锦天城律师事务所出具的法律意见，本项目各参与方均具备相关的主体资格；发行文件已按照相关法律、法规和规范性文件的要求编制；基础资产真实合法有效；基础资产的转让合法有效；信用增进安排合法有效；募集资金用途合法合规。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构具有非金融企业法人资格，为交易商协会会员，历史沿革合法合规，不存在根据法律、法规、规范性文件及相应的公司章程需要予以终止的情形，具备作为发起机构的主体资格；发起机构已取得本项目所需的内部批准与授权，本项目已取得交易商协会出具的《接受注册通知书》，本次发行应向交易商协会备案；发行文件已按照相关法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署和交付，对交易文件各方生效并具有约束力；本项目的发行载体管理机构及相关中介机构均具备相关法律、法规和规范性文件要求的相关资质，除资产服务机构由发起机构担任以

外，发起机构与其他参与机构不存在关联关系；基础资产真实、合法、有效、权属明确和无权利负担的要求，满足合格标准(b)项之外的其他合格标准要求；发起机构已采取相关措施，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；基础资产的转让合法有效；本项目的交易结构不存在损害发起机构的股东、债权人利益的不当安排；本项目制定了现金流归集和管理措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对基础资产产生的现金流进行有效控制；本项目已制定了资金混同风险的防范措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，具备一定的风险隔离效果；本项目已经按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制；本项目的信用增进安排合法有效；《定向募集说明书》披露的发起机构募集资金用途合法合规，奥园集团和中国奥园作为共同债务人并出具《付款确认书》合法有效。

五、基础资产分析

本交易共同债务人奥园集团和中国奥园同意对入池应收账款债权承担到期付款义务，从而本交易入池应收账款信用质量优良。

本交易基础资产为发起机构根据《信托合同》的约定于信托财产交付日委托给受托机构设立资产支持票据信托的目标应收账款债权。本交易入池资产共计 211 笔，涉及 57 户债务人，应收账款余额共计 32915.42 万元。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）	32915.42
应收账款笔数（笔）	211
债务人户数（户）	57
单笔应收账款最小余额（万元）	12.14
单笔应收账款最大余额（万元）	2222.43
单户应收账款最小余额（万元）	50.40
单户应收账款最大余额（万元）	5217.75

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款为工程进度款、贸易采购款、工程结算款及设计款，具体分布见表 4。

表 4 资产池应收账款类型分布
(单位: 笔、万元、%)

应收账款类型	笔数	应收账款余额	占比
工程进度款	135	25898.73	78.68
贸易采购款	63	5249.67	15.95
工程结算款	8	1234.20	3.75
设计款	5	532.82	1.62
合 计	211	32915.42	100.00

从债务人应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及 57 户奥园集团直接/间接控股或参股的项目公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 5217.75 万元，占比 15.85%。占比较大的前五户债务人应收账款余额共计 12878.20 万元，占比 39.13%，债务人集中度一般。具体分布见表 5。

表 5 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
广东蕉岭建筑工程集团有限公司	63	5217.75	15.85
奥园集团（英德）有限公司	26	2313.25	7.03
成都奥园怡心置业有限公司	1	2222.43	6.75
梅州市奥泰置业有限公司	5	1629.46	4.95
广西瀚林地产开发有限公司	1	1495.31	4.54
合 计	96	12878.20	39.13

按照发起机构提供的行业划分，债务人所属行业均为房地产业，债务人行业集中度极高。

从债务人所在地区分布情况来看，债务人分布在 14 个省份，应收账款余额占比最高的三个地区为广东省、重庆市和福建省，合计占 67.96%，其中，广东省应收账款占比达 44.46%，应收账款地区集中度较高，资产支持票据本息的兑付受上述地区违约影响较大。具体分布见表 6。

表 6 资产池债务人所在地区分布
(单位: 笔、万元、%)

债务人所在地区	笔数	应收账款余额	占比
广东省	128	14635.44	44.46
重庆市	23	3912.63	11.89
福建省	14	3822.60	11.61
四川省	1	2222.43	6.75
浙江省	12	1674.12	5.09
广西壮族自治区	2	1588.28	4.83
湖南省	9	1387.26	4.21
湖北省	11	1161.78	3.53
陕西省	1	1142.92	3.47
江苏省	3	579.85	1.76
河北省	3	374.87	1.14
安徽省	2	158.06	0.48
江西省	1	151.18	0.46
辽宁省	1	103.99	0.32
合 计	211	32915.42	100.00

从应收账款债权人分布情况看，资产池共涉及 167 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 2606.78 万元，占比 7.92%。占比最大的前五家债权人应收账款余额共计 8973.04 万元，占比 27.26%，债权人集中度较低。本交易中，应收账款债权人与债务人和共同债务人均不存在关联交易。债权人具体分布见表 7。

表 7 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	占比
南京盛尊建筑工程有限公司	3	2606.78	7.92
四川省建筑机械化工程有限公司	1	2222.43	6.75
广东省电白建筑集团有限公司	1	1495.31	4.54
春昇建设集团有限公司	2	1381.50	4.20
福州市第三建筑工程公司	1	1267.01	3.85
合 计	8	8973.04	27.26

按照发起机构提供的行业划分，应收账款债权人来自 22 个行业，其中应收账款余额最大的债权人行业为房屋建筑业，应收账款余额为 18503.08 万元，占比 56.21%，债权人行业集中度很高。前三大债权人所属行业分布如表 8 所示。

表 8 资产池前三大债权人所属行业
(单位：笔、万元、%)

行业	笔数	应收账款余额	占比
房屋建筑业	50	18503.08	56.21
批发业	37	3144.66	9.55
建筑装饰和其他建筑业	25	2618.50	7.96
合 计	112	24266.24	73.72

从应收账款金额分布来看，规模在 500 万

以下的应收账款较多，合计金额占比为 60.12%。资产池应收账款金额具体分布如表 9 所示。

表 9 资产池应收账款金额分布
(单位：万元、笔、%)

应收账款金额	笔数	应收账款余额	金额占比
(0, 500]	198	19789.80	60.12
(500, 1000]	6	3569.65	10.84
(1000, 1500]	6	7333.52	22.28
1500 以上	1	2222.43	6.75
合 计	211	32915.42	100.00

六、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为债务人奥园集团直接/间接控股或参股的项目公司，若债务人未将全部应收账款划付至信托账户，则由共同债务人奥园集团和中国奥园进行差额补足。联合资信给予奥园集团的主体长期信用等级为 AAA，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的情形下，应收账款偿付安排对资产支持票据预期支出的保障程度。

在费用测算方面，本交易所有信托税费为 3.26%。此外，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 0.015%（包括资金保管机构费及兑付服务费）。

本交易优先级票据预计存续期限为不超过

365 天，假定资产支持票据发行利率分别为下表中所示值，测算的保障比率如下表所示：

表 10 不同情景下优先级资产支持票据保障比率
(单位：%、万元、倍)

优先级票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
5.00	32087.26	1.0258
5.20	32148.26	1.0239
5.40	32209.26	1.0219
5.60	32270.26	1.0200
5.80	32331.26	1.0181
6.00	32392.26	1.0162

从压力测试的结果来看，在优先级票据发行利率不超过 6.00% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据预期支出的保障程度均达到 1.00 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，优先级票据能够通过 AAA_{sf} 级的压力测试。

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的综合考量，确定“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”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偿付和本金于信托终止日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 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

附件 2-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 2-2 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 3 奥园集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	259.22	390.57	574.64
资产总额（亿元）	1203.00	1786.03	2653.83
所有者权益（亿元）	378.28	412.60	430.89
短期债务（亿元）	152.89	183.83	315.93
长期债务（亿元）	129.70	194.05	309.80
全部债务（亿元）	282.59	377.88	625.74
营业收入（亿元）	196.20	307.50	486.75
利润总额（亿元）	36.07	56.83	98.42
EBITDA（亿元）	38.22	60.55	103.82
经营性净现金流（亿元）	-75.83	132.11	47.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	77.46	75.37	69.75
存货周转次数（次）	0.26	0.23	0.26
总资产周转次数（次）	0.23	0.21	0.22
现金收入比（%）	146.50	216.24	164.95
营业利润率（%）	25.46	25.42	27.28
总资本收益率（%）	4.31	5.43	6.67
净资产收益率（%）	7.09	9.76	15.49
长期债务资本化比率（%）	25.53	31.99	41.83
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.80	59.22
资产负债率（%）	68.56	76.90	83.76
流动比率（%）	164.38	141.21	127.62
速动比率（%）	65.50	51.18	50.33
经营现金流动负债比（%）	-11.00	11.31	2.48
全部债务/EBITDA（倍）	7.39	6.24	6.03
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	2.29	1.98

注：1.2017 年财务数据采用 2018 年期初数，2018 年财务数据采用 2019 年期初数；

2.将长期应付款中的有息债务调整至长期债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

联合资信评估有限公司关于 深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期 资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范,联合资信将在“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”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。

深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料,包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”信用等级有效期内,于每年 7 月 31 日前出具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“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件,受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”相关信息,如发现“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”出现重大变化,或发现存在或出现可能对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时,联合资信将就该项进行必要调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料,导致联合资信无法对“深圳前海联易融商业保理有限公司 2020 年度飞驰-潍信第二期资产支持票据”信用等级变化情况做出判断,联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳前海联易融商业保理有限公司/建信信托有限责任公司联系,并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。