

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《徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一九年二月二十六日



信用等级公告

联合[2019] 088 号

联合资信评估有限公司通过对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估,确定“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。



徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

资产支持票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
优先级资产支持票据	168000.00	97.00	AAA _{sf}
次级资产支持票据	5200.00	3.00	NR
合 计	173200.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

初始起算日：2017 年 12 月 30 日
法定到期日：2040 年 3 月 5 日
交易类型：静态现金流型资产支持票据
载体形式：特殊目的信托
基础资产：徐州粤海水务有限责任公司依据资产合同（包括《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目 PPP 项目协议》、《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目之原水供应服务协议》）对徐州市水务局（即付款义务人）享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费之收费收益权
信用提升机制：优先/次级结构、差额补足、超额覆盖、触发机制
发起机构/委托人/资产服务机构：徐州粤海水务有限责任公司
差额支付承诺人：广东粤海控股集团有限公司
受托人：中国对外经济贸易信托有限公司
主承销商：招商银行股份有限公司/招商证券股份有限公司
资金保管机构：中国民生银行股份有限公司南京分行
监管银行：招商银行股份有限公司广州分行

评级时间：

2019 年 2 月 26 日

分析师

申中一 杨润泽 王 笛

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，考虑了差额支付承诺人广东粤海控股集团有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”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资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易设置了优先/次级结构作为信用提升机制，优先级资产支持票据优先于次级资产支持票据获得本息偿付。
2. 本交易设置了差额补足安排，当信托账户内可供分配的资金不足以按照交易文件的约定支付至应付的优先级资产支持票据本金时，广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海集团”）作为差额支付承诺人承诺对差额部分承担补足义务。联合资信给予粤海集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹，其作为差额支付承诺人能够为优先级资产支持票据提供极强的流动性支持及信用支持。
3. 根据现金流预测机构的预测结果，本交易存续期间内底层基础资产现金流入对优先级资产支持票据本息均能够全额覆盖，最小覆盖倍数为 1.22 倍，为优先级资产支持

¹ 对于主动评级，即主要依据公开信息所做出的评级，联合资信在相应信用等级后加“pi”以示区别。

票据本息偿付提供了一定的信用支持。

4. 徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 项目（以下简称“骆马湖 PPP 项目”）作为徐州市的民生项目，得到了徐州市政府的大力支持，徐州市人民代表大会常务委员会已通过决议，批准骆马湖 PPP 项目的政府补贴分年列入徐州市本级财政预算。徐州市较快的经济发展速度及较强的财力为基础资产原水供应服务费的足额偿付提供了很强的保障。

关注及风险缓释

1. 骆马湖 PPP 项目的原水实际供应量及单位原水价格的调整等因素均将影响本交易基础资产现金流入的大小，进而可能对优先级资产支持票据的偿付产生不利影响。

风险缓释：联合资信根据现金流预测机构提供的报告结果测算，本交易存续期间内底层基础资产现金流入对票据本息均能够全额覆盖，最低覆盖倍数为 1.22 倍，覆盖程度较好。此外，本交易设置了差额支付机制，粤海集团作为差额支付承诺人对优先级资产支持票据本息的及时足额偿付承担差额支付义务，上述安排能够较好地缓释上述风险。

2. 本交易基础资产尚处于质押状态，质押财产存在物权风险。

风险缓释：质押权利人已出具《关于同意徐州粤海水务有限责任公司发行资产支持票据的函》，承诺在本交易募集所得资金偿还完固定资产借款本息之后解除质押，并注销在中国人民银行征信中心的质押登记；本交易的交易文件约定，信托生效日后的 20 个工作日内委托人未能解除既有质押，并注销既有质押的应收账款质押登记的，则触发违约事件。票据持有人可通过召开票据持有人会议的形式决定是否宣布票据立即到期并应支付本息。

3. 定量分析时采用的情景模拟方法和相关假

设可能存在一定的模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高发行利率、降低预期现金流入等手段，反复测试不同情景下资产池现金流对优先级资产支持票据本息的保障水平，尽量降低模型风险。

4. 本交易优先级资产支持票据的信用等级对差额支付承诺人的主体长期信用级别依赖程度很高。

风险缓释：联合资信将对粤海集团的偿债能力及偿债意愿持续关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由发起机构徐州粤海水务有限责任公司和发行人中国对外经济贸易信托有限公司提供，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徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易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，未因徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易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、本期资产支持票据信用评级结果的有效期为“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

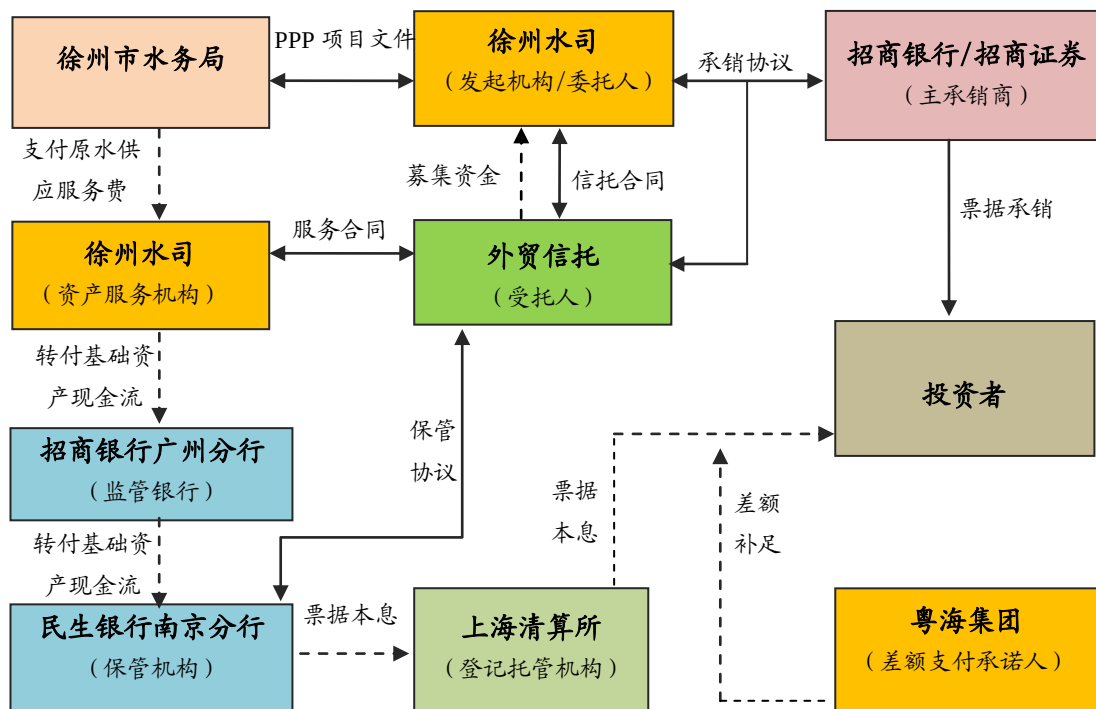
1. 交易结构

本交易的发起机构徐州粤海水务有限责任公司（以下简称“徐州水司”）依据资产合同（包括《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目 PPP 项目协议》、《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目之原水供应服务协议》，下同）对徐州市水务局（即付款义务人）享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费之收费收益权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）设立“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”。外贸信托以受托的信托资产为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据，徐州水司自持全部次级资产支持票据。投资者通过购买并持

有该等资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人/资产服务机构：徐州粤海水务有限责任公司
受托人：中国对外经济贸易信托有限公司
主承销商：招商银行股份有限公司/招商证券股份有限公司
资金保管机构：中国民生银行股份有限公司南京分行
监管银行：招商银行股份有限公司广州分行
差额支付承诺人：广东粤海控股集团有限公司
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：上海市建纬（深圳）律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
现金流预测机构：信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）



2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“票据”），优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用损失保护。优先级票据按季偿付利息，并按季依据本金偿付安排偿付本金，本金偿付计划详见附件1。在优先级票据当期应付本息偿付完后，剩余资金将分配给次级票据。

优先级票据采用固定利率，通过簿记建档方式发行，票面利率根据簿记建档结果确定。次级票据不设票面利率。本交易募集资金拟用于归还发起机构有息债务以及补充发起机构流

动资金。

根据交易文件的约定，本交易设置了委托人对优先级票据的回购权、票面利率的调整安排和资产支持票据的赎回及回售安排。具体而言，自信托生效日起的每满12个支付日，委托人有权选择全部或者同比例回购部分优先级票据，如发起机构未决定回购优先级票据的或者选择回购部分优先级票据的，在其后的回售登记期内，优先级票据持有人有权选择将所持有的届时未到期的优先级票据全部或部分回售给发起机构。回售登记期结束后，委托人可根据相关约定，选择是否赎回全部优先级票据。

表 2 资产支持票据概况 单位：万元/%

票据名称	信用等级	利息支付方式	本金偿付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先级票据	AAA _{sf}	按季	固定摊还	168000.00	97.00	固定利率	2038年3月5日	2040年3月5日
次级票据	NR	—	—	5200.00	3.00	—	2038年3月5日	2040年3月5日

二、基础资产分析

本交易的基础资产为徐州水司依据资产合同对徐州市水务局（即付款义务人）享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费用之收费收益权。

1. 徐州市经济及财政实力

徐州水司是骆马湖 PPP 项目经营运作的市场化主体，其业务发展及经营收入受徐州市经济发展和地方财力的影响。

徐州市地处苏、鲁、豫、皖四省交界处，是江苏省北部最大城市、江苏省重点规划建设的三大都市圈核心城市、淮海经济区中心城市和江苏省四个特大城市之一，也是我国重要的铁路枢纽。徐州市下辖 5 个市辖区、3 个县和 2 个县级市，总面积 11258 平方公里。

2014 年至 2016 年，徐州市经济规模持续增长，地区生产总值增速较快。2016 年，徐州市全市实现 GDP 总值 5808.52 亿元，在江

苏省所有地级市中排名第五，同比增长 8.2%。2014 年至 2016 年，徐州市不断推进产业转型升级，产业结构不断优化。2016 年，全年规模以上工业增加值比上年增长 9.8%，其中轻工业增长 9.0%，重工业增长 10.3%。重点培育的六大千亿元产业总值达 12442.09 亿元，增长 15.1%，占规模以上工业总产值比重达到 88.2%。

2016 年，徐州市一般公共预算收入 516.06 亿元，同口径增长 6.1%。其中：税收收入 390.31 亿元，同口径增长 1.5%；非税收入 125.75 亿元，增长 23.8%。2016 年，徐州市本级一般公共预算收入 113.4 亿元（含徐州经济技术开发区 37.05 亿元），增长 3.5%，较徐州市十五届人大第五次会议批准的收入预算增收 10.2 亿元；加上中央和省补助收入、下级上解收入和上年结转资金，收入合计 190.34 亿元。

综合来看，徐州市作为淮海经济区的中心城市，近年来经济保持较快速度增长，整体经济实力和地方财力处于江苏省中上游水平。

2. 徐州市供水行业概况

供水行业是社会进步和经济发展的重要基础性行业。截至 2016 年底，全国供水设施建设固定资产投资 694 亿元，增速较上年底有所下降，但总量基本稳定在 700 亿元左右，2016 年底，我国城市供水能力达 3.03 亿立方米/日，较上年底增长 2.2%；供水管道长度 75.7 万公里，较上年底增长 6.5%，城市用水普及率增加 0.35 个百分点至 98.42%。从大趋势来看，近几年全国城镇供水总量保持基本稳定，保持 2%至 3%的增长速度，我国供水设施建设进入平稳发展状态。

徐州市是全国水生态文明城市建设试点市、全国河湖管护体制机制创新试点市之一、江苏省的省级生态市，同时也是全国水流域确权试点市唯一地级市。“十三五期间”，徐州市委市政府提出以推进水利现代化建设为主线，以深化水利改革、全面建设法治水利为手段，以从严治理行业为保障，深化河长制工作，加快建成城乡供水一体化体系，推进重点水利工程建设，强化农村水利保障体系，持续提升水利水务改革创新水平。

2016 年 5 月，徐州市全面启动总投资 86.5 亿元的全市城乡供水一体化建设，重点实施“水源地达标建设、原水输送管网、水厂、清水配套管网、农村饮水安全、两网搭接和水质监测”七项工程，建立“管理运营、监管监测、综合水价”三个机制，计划 2018 年 6 月底前完成。

目前徐州市区供水规模约 40 万立方米/天。根据徐州市城市总体规划（2007~2020），到 2020 年，徐州市主城区共有水厂 10 座，总供水规模达到 92 万立方米/天，其中地下水厂 8 座，供水规模 32 万立方米/天，地表水厂 2 座，供水规模 60 万立方米/天。主城区供水干管沿主要街道布置，全部连接成环，

并覆盖城市周边的小城镇和农村，实现区域统一供水。

总体来看，随着“十三五”规划目标的逐步临近，徐州市委市政府对水利现代化的持续推进及政策支持，徐州市供水行业规模预计将有小幅扩张或保持相对平稳。

3. 骆马湖 PPP 项目经营收入分析

（1）骆马湖 PPP 项目概况

骆马湖 PPP 项目是财政部首批 30 个 PPP 示范项目，是徐州市重要的民生项目。该项目以转让-运营-转让（TOT）的方式运作。

初始转让标的为骆马湖水源地新建项目工程及原微山水源地项目工程。骆马湖是我国第七大淡水湖，总库容 8 亿立方米，深水区可达 II 类水标准，是徐州境内和周边重要的地表水源地。骆马湖水源地新建项目工程，自新沂市骆马湖取水，沿规划 S334 省道铺设原水管线，途径新沂、邳州、经济开发区等区域，原水管线总长 145.5 公里，预计项目初始运营阶段的供水量为 40 万立方米/天，计划 2021 年投资相关设备达到供水规模 80 万立方米/天，该项目已于 2014 年 9 月开工，2016 年 6 月完工，2016 年 9 月投入运营。微山水源地项目为存量项目，现供水规模为 40 万立方米/天。

粤海集团作为社会资本合作方与徐州市政府国有出资人徐州市新水国有资产经营有限责任公司（以下简称“徐州新水”）共同组建项目公司，即徐州水司，负责运营骆马湖 PPP 项目。经徐州市政府批准，徐州市水务局授予徐州水司特许经营权，特许经营期为 29.5 年。特许经营权的具体内容包括：(a)承担徐州市骆马湖水源地及原水管线项目资产和微山水水厂存量资产的收购义务；(b)在特许经营期内对项目设施进行运营维护，并按《徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 项目协议》的约定按时、足额收取原水供应服务费；(c)特许经营期满后，按照规定将项目设施转让给徐州市水务局或徐州市政府指定机构；(d)经徐州市水务局批准的其他

经营活动。

骆马湖 PPP 项目的《原水供应服务协议》中约定了项目运营期内单位原水价格以及日原始供应目标量。由于项目运营成本受财务费用、电费及人工成本的影响较大，骆马湖 PPP 项目协议约定，如相邻两次调价时间间隔已满 3 年，且调价系数（ K_n^2 ）变动幅度不低于 3%（含 3%），则需按照约定的调价公式³对单位原水价格进行调整。当项目公司实际供水量未达到原水供应目标量时，原水供应服务费=实际供水量*单位原水价格+(原水供应目标量-实际供水量)*单位原水价格*88%；当项目公司实际供水量超过原水供应目标量时，原水供应服务费=原水供应目标量*单位原水价格+(实际供水量-原水供应目标量)*单位原水价格*12%。徐州市水务局应从项目商业运行日起每季向徐州市财政部门申请向项目公司支付原水供应服务费。

徐州市人民代表大会常务委员会已通过决议，批准骆马湖 PPP 项目的政府补贴分年列入徐州市本级财政预算。

特许经营期结束后，徐州水司应向徐州市水务局或徐州市政府指定机构完好地、有偿地移交项目设施、土地、生产运行有关资料等。

（2）历史原水供应服务费收入情况

2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 29 日，徐州水司基本实现目标供水量，全年平均目标供水量达成率 94.23%。2017 年各季度实际供水量及目标供水量达成率见表 3。

表 3 2017 年各季度徐州水司供水量情况

单位：万吨

起始日	归集日	实际供水量	目标供水量	达成率
2016/12/31	2017/03/31	2416	3822	63.22%

² $K_n = C_1 \cdot (E_n/E_0) + C_2 \cdot (L_n/L_0) + C_3 \cdot (I_n/I_0)$ ； C_{1-3} 为比例系数，分别为正常商业运营年份原水处理厂的单位电费、人工成本、财务费用占总成本的比例； E_n 和 E_0 分别为第 n 年时和初始年项目公司的电力费用指数； L_n 和 L_0 分别为第 $n-1$ 年时和初始年前一年徐州市统计局编制的《徐州市统计年鉴》中公布的徐州市全市职工人均工资； I_n 和 I_0 分别为第 $n-1$ 年时和中标时人民银行公布的 5 年期银行贷款基准利率。

³ 调价公式： $P_n = P_0 \cdot K_n \cdot F_m + P_0 \cdot (1 - C_1 - C_2 - C_3) \cdot F_m + P_0 \cdot (1 - F_m)$ ； P_n 和 P_0 分别为第 n 年和初始年的原水供应服务购买价格； F_m 为本次调价年份之后逐年的成本补偿占政府总支付金额的比例。

2017/04/01	2017/06/30	3502	3822	91.63%
2017/07/01	2017/09/30	4305	3864	111.41%
2017/10/01	2017/12/29	4182	3870	110.65%
2017 年平均达成率				94.23%

注：2018 年一季度和二季度供水量分别为 4281.7162 万吨和 4475.6147 万吨，均超过目标供水量。

2016 年 9 月 1 日至 2017 年 9 月 30 日徐州水司应收供应费情况见表 4。

表 4 2016 年 9 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日徐州水司应收供应服务费情况

单位：万元

起始日	归集日	本期应收费用
2016/9/1	2016/9/30	1110.59
2016/10/1	2016/12/30	4889.87
2016/12/31	2017/3/31	4052.08
2017/4/1	2017/6/30	4196.64
2017/7/1	2017/9/30	4344.50
2017/10/1	2017/12/29	4246.18
2017/12/20	2018/3/31	4266.20
2018/4/1	2018/6/30	4291.80
合计		31397.86

注：2016 年 9 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日为试运营期，2016 年 10 月 1 日起为商业运营期。

截至 2018 年 7 月末徐州水司供应服务费现金流实际收入情况见表 5。

表 5 徐州水司截至 2017 年 7 月末供应服务费现金流入情况

单位：万元

收款日期	收款金额
2017/12/21	1603.27
2017/12/21	3501.02
2017/12/21	4895.71
2018/4/23	4246.18
2018/6/27	4266.20
2018/7/31	14291.80
合计	32804.18

注：徐州水司 2017 年供应服务费收入均发生在 2017 年 12 月 21 日。2018 年 4 月 23 日收款金额对应 2017 年四季度原水供应服务费，2018 年 6 月 27 日收款金额对应 2018 年一季度原水供应服务费，2018 年 7 月 31 日收款金额对应 2018 年二季度原水供应服务费。实收水费与应收水费的差额为 2017 年应付结余的 10% 水费。

2017 年徐州水司原水供应服务费收回时间、金额与资产合同约定存在差异。根据本交易的现金流预测机构信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“信永中和”）出具的《徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据信托现金流预测分析咨询报告》（以下简称“现金流预测报告”），徐州水务局出具了相关情况说明，显示原水服务费支付滞后存在特殊原因。其一，因徐州市政府内部对该项目资产转让事项的一些细节处理问题存在不同意见，导致项目资产转让工作滞后，转让款支付较正式商业运营日推后约 1 年，导致徐州新水因未收到资产转让款不能及时向银行还款而产生额外利息，而原水供应服务费中已包含项目公司应承担的该期间利息费用。资产转让款支付滞后及出让方承担额外利息负担导致徐州市财政局向徐州水司支付原水供应服务费滞后。其二，政府支付本项目服务费的资金来源包括居民用户承担的水费和财政缺口补贴两部分，目前财政缺口补贴已列入财政预算，但居民水价未调整，存在资金支付缺口，财政需要解决缺口资金来源问题。

对于上述两个原因，徐州水司与徐州水务局积极沟通，已达成以下协调情况，其一，针对资产转让滞后事项，徐州水司已于 2017 年 10 月份依据《资产转让协议》支付第一笔资产转让款 120000 万元，并将按《资产转让

协议的补充协议》，于 2018 年初支付第二笔资产转让款 92927.08782 万元，并于 2018 年 4 月 28 日前将第三笔转让款支付完毕。且徐州水司与本项目资产建设期的融资方新水公司协商，拟承担资产转让滞后期间徐州水司本应发生的项目贷款利息。在徐州水司承诺承担该利息后，市财政于 2017 年 12 月 21 日向徐州水司支付了 1 亿元原水供应服务费。其二，针对财政提出的水费缺口问题，市水务局已专文向市政府报告，市政府组织了由市水务局、物价局以及财政局等单位参加的专题会议，会议提出初步解决意见是及时启动水价提升程序，在水价提升到位前水费缺口由市财政通过合法合规方式补足。

（3）未来原水供应服务费收入预测

基于前述说明，本交易现金流预测机构认为 2017 年的供应服务费回款情况为项目初期特殊事项，在本信托存续期间徐州水务局将遵循资产合同付款约定支付原水供应服务费。因此，现金流预测报告的预测基本假设中关于原水供应服务费现金流回款预测系遵循相关协议中约定，即徐州水务局将遵循合同约定期限支付各期原水供应服务费。

现金流预测报告显示，2018 年至 2038 年第一季度徐州水司预计收到的原水供应服务费现金流入总计 458273.54 万元，具体预测情况见附件 2。

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划付

根据交易文件安排，在信托生效日当日或之前，受托人应以其名称在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户，即信托账户。资产服务机构应在在监管银行开立专门为信托归集和转付基础资产回收款的人民币资金账户，作为本交易的监管账户。

资产服务机构徐州水司应当于每季度的回

收款归集日（ T^4-9 日）将资产于前一个特定收款期间所产生的全部回收款划付至监管账户。受托人外贸信托应授权并要求资产服务机构于每季度的回收款转付日（ $T-9$ 日）将资金转付至信托账户。

若由于付款义务人徐州市水务局未及时支

⁴ T 为计息日/支付日：是指资产支持票据持有人取得本金和利息之日，指每年 3 月、6 月、9 月和 12 月的第 5 日（如该日非工作日，则相应顺延至下一工作日）。第一个计息日为 2019 年 3 月 5 日。

付原水供应服务费导致基础资产于前一个特定收款期间所产生的全部回收款金额不足以支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的信托税收、信托费用以及优先级资产支持票据当期应付本息金额之和的，发起机构徐州水司可以提供流动性支持，并在回收款归集日将相应款项划付至监管账户。发起机构自愿选择提供流动性支持的，事后不得向信托财产主张偿还该自愿补足的款项。

如发生差额补足启动事件，则受托人有权于差额支付通知日（T-8 日）之前（含当日）通知差额支付承诺人粤海集团根据《差额支付承诺函》承担差额支付义务。差额支付承诺人应于差额支付划款日（T-7 日）之前（含当日）将此次应支付的差额支付款项足额划付至信托账户。

2. 信托账户内资金的分配

根据本交易的安排，信托账户内资金的分配机制按照“加速清偿事件”和“违约事件”是否发生有所差异。

“加速清偿事件”分为“自动生效的加速清偿事件”和“需要宣布生效的加速清偿事件”。

“自动生效的加速清偿事件”系指以下任一事件：(a)委托人发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何资产服务机构解任事件；(c)资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d)在优先级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先级资产支持票据的未偿本金余额；(e)评级机构给予差额补足承诺人的主体长期信用等级低于 AA 级时；(f)本次发行的 ABN 产品评级下调后低于 AA 级；(g)根据交易文件的约定，需要更换受托人或资金保管机构；(h)基础资产现金流连续两年少于预测值，且偏差超过 20%（不含 20%）的。

“需要宣布生效的加速清偿事件”系指以下任一事件：(i)委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述(c)项规定的义务除外），并且受托人合理

地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；

(j)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；(k)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产有重大不利影响的事件；(l)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》、《资金监管合同》、《差额支付承诺函》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

“违约事件”系指以下任一事件：(a)回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；(b)受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级资产支持票据应付未付利息的；(c)受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据偿还本金的；(d)交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；(e)委托人或差额支付承诺人发生任何一起丧失清偿能力事件；(f)发生任何资产服务机构解任事件；(g)委托人未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金且在 5 个工作日内仍未纠正的；(h)委托人的债权人就水费收费权、资产或回收款向司法机构主张资产保全或处置的权利并已经或即将进行司法处置程序；(i)委托人的水费收费权资格丧失等原因，导致资产灭失或无法回收的；但委托人的水费收费权资格由第三人承接且该第三人同意概况承担委托人在相关交易文件项下的全部权利义务，且经资产支持证券持有人会议决议同意由该第三人承继上述权利义务的除外；(j)水费收费权项下的结

算方式、收费标准发生重大变更或调整等情形导致当个特定收款期间的原水供水服务费收入现金流不足以覆盖当期优先级资产支持票据应偿付本金、利息及相关税费，且委托人未按照受托人的要求将变更后的和/或新增的原水供水服务费结算方式项下的服务费收入归集至监管账户的；(k)委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(l)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；(m)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产有重大不利影响的事件；(n)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》、《资金监管合同》、《差额支付承诺函》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；(o)信托生效日后的 20 个工作日内委托人未能解除既有质押，并注销既有质押的应收账款质押登记的；(p)委托人解除既有质押后，将水费收费权或基础资产为本信托以外的第三方设定质押或者其他权利担保的。(q)与差额支付承诺人有关的违约事件：差额支付承诺人如下列任何一项事件发生及继续，则投资者均可向发起机构或主承销商、联席主承销商（如有代理追偿责任）发出书面通知，表明应即刻启动投资者保护机制。在此情况下，发行人应依据本条款有关规定即刻启动投资者保护机制。有关事件在发起机构或主承销商、联席主承销商接获有关通知前已予以纠正的，则另作别论：①拖欠付款：如发生差额补足启动事件，拖欠应补足的资产支持票据本金或利息；②解散：差额支付承诺人于所有未赎回资产支持票据获赎回前解散或因其它原因不再存在。因获准重组引致的解散除外；③破产：差额支付承诺人破产、

全面无力偿债、拖欠到期应付款项、停止/暂停支付所有或大部份债务或终止经营其业务，或发起机构根据《破产法》规定进入破产程序。

违约事件或加速清偿事件发生后，票据持有人可通过召开票据持有人会议的形式决定是否宣布票据立即到期并应支付本息。

(1) “违约事件”或“加速清偿事件”发生前

违约事件或加速清偿事件发生前，受托人应于每一个信托利益核算日指令资金保管机构将前一个特定收款期间收到的回收款的总金额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，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：首先顺序支付受托人缴纳的与信托相关的税收（如有）和执行费用，之后同顺序支付除资产服务机构、受托机构外的参与机构报酬、受托人垫付的费用（包括以往各期未付金额，如有）及优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出，之后顺序支付资产服务机构报酬（如有）、优先级票据利息、应支付的优先级票据本金，之后同顺序支付受托人、资产服务机构、资金保管机构的超过优先支出上限的各自可报销的实际费用支出，剩余资金支付给次级票据持有人。“违约事件”或“加速清偿事件”发生前的现金流支付顺序详见附图 1。

(2) “违约事件”或“加速清偿事件”发生后

“违约事件”或“加速清偿事件”发生后，受托人应于每一个信托利益核算日指令资金保管机构将前一个特定收款期间收到的回收款的总金额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，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：首先顺序支付受托人缴纳的与信托相关的税收（如有）和执行费用，之后同顺序支付除资产服务机构、受托机构外的参与机构报酬、受托人垫付的费用（包括以往各期未付金额，如有）及以优先

支出上限为限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出，之后如该违约事件或加速清偿事件不是资产服务机构直接或间接引致的，则支付资产服务机构报酬（如有），之后支付优先级票据利息、优先级票据本金直至清偿完毕，之后同顺序支付受托人、资产服务机构、资金保管机构的超过优先支出上限的各自可报销的实际费用支出，剩余资金支付给次级票据持有人。“违约事件”或“加速清偿事件”发生后的现金流支付顺序详见附图 2。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额覆盖、差额补足、触发机制等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，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。

（2）超额覆盖

根据现金流预测机构的预测结果，本交易底层基础资产在票据存续期内预计可产生现金流入合计 458273.54 万元，优先级票据总发行规模为 168000.00 万元，存续期间内底层基础资产现金流入对票据本息均能够全额覆盖，为优先级票据提供了一定的信用支持。

（3）触发机制

本交易设置了“违约事件”和“加速清偿事件”等触发机制，事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

（4）差额补足机制

本交易设置了差额补足机制，差额支付承诺人为粤海集团。粤海集团在的《差额支付承诺函》中承诺当发生差额补足启动事件后，承担相应差额支付义务。差额补足启动事件指在信托期间限内出现的以下任一事件：(a)任何一个信托利益核算日信托账户内预期可供分配资金金额不足以支付该信托利益核算日后第一个

支付日应支付的信托税收、信托费用以及优先级票据当期应付本息金额之和；(b)在发生优先级票据持有人回售或发起机构回购、赎回优先级资产支持票据的情况下，如发起机构未在回收款归集日前足额支付回购、回售和赎回所需支付资金的；(c)在信托终止日之后，如受托人根据清算方案确认信托财产不足以支付应付的税收、清算费用、执行费用、费用支出、中介机构服务报酬及所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金等。

粤海集团作为本交易的差额支付承诺人，主体长期信用级别为 AAA_{pi}，能够为优先级票据提供极强的流动性支持和信用支持。

4. 交易结构风险分析

（1）持续运营风险

本交易现金流回款来源为徐州水司的原水供应服务费收入。因此，发起机构/资产服务机构徐州水司的持续稳定运营能力会影响本交易优先级票据本息的偿付。

本交易的资产服务机构徐州水司股东实力很强，经营稳定，财务状况良好，且其主营业务原水供应是关系民生的重要基础性行业，得到徐州市政府的大力支持。总体来看，徐州水司具备很强的持续稳定运营能力。

（2）物权风险

本交易基础资产尚处于质押状态，质押财产存在物权风险。

质押权利人已出具《关于同意徐州粤海水务有限责任公司发行资产支持票据的函》，承诺在本交易募集所得资金偿还完固定资产借款本息之后解除质押，并注销在中国人民银行征信中心的质押登记；本交易的交易文件约定，信托生效日后的 20 个工作日内委托人未能解除既有质押，并注销既有质押的应收账款质押登记的，则触发“违约事件”。票据持有人可通过召开票据持有人会议的形式决定是否宣布票据立即到期并应支付本息。

（3）现金流预测风险

骆马湖 PPP 项目的原水实际供应量及单位原水价格的调整等因素均将影响本交易基础资产现金流入的大小，进而可能对优先级票据的偿付产生不利影响。

联合资信根据现金流预测机构提供的报告结果测算，本交易存续期间内底层基础资产现金流入对票据本息均能够全额覆盖，最低覆盖倍数为 1.22 倍，覆盖程度较好。此外，本交易设置了差额补足机制，粤海集团作为差额支付承诺人对优先级票据本息的及时足额偿付承担差额支付义务，上述安排能够较好地缓释上述风险。

（4）混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款与资产服务机构的其他

资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

本交易的交易文件约定，现金流回款将由徐州水司按季转付至信托账户。本交易存在一定混同风险，联合资信将对此持续关注。

（5）再投资风险

信托存续期间内，若信托账户有闲置资金，受托人可将信托账户内的资金在闲置期间按约定以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款的方式存放于合格实体。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。其中合格实体系指主体长期信用等级不低于 AAA 级的金融机构。本交易的资金保管机构为中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）南京分行，民生银行信用等级极高，上述约定有效降低了本交易的再投资风险。

四、定量分析

偿债覆盖倍数（DSCR），即当期现金流/当期的本金和利息偿付额，该指标反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息等支出的覆盖水平，是评估违约可能性的重要指标。

1. 一般情景下 DSCR 测算

在一般情景下，假定骆马湖 PPP 项目收入符合现金流预测报告结论，联合资信根据本交易偿付安排，测算在一般情景下优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度，详见表 6。

表 6 一般情景下优先级 DSCR 水平

单位：倍

兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR
1	1.61	27	1.55	53	1.75
2	1.73	28	1.54	54	1.81
3	1.68	29	1.37	55	1.81

4	1.64	30	1.57	56	1.79
5	2.12	31	1.55	57	1.50
6	1.29	32	1.54	58	1.97
7	1.29	33	1.37	59	1.95
8	1.28	34	2.01	60	1.93
9	1.22	35	1.98	61	1.57
10	1.69	36	1.95	62	2.04
11	1.67	37	1.57	63	2.02
12	1.65	38	2.02	64	2.00
13	1.42	39	2.03	65	1.60
14	1.86	40	2.00	66	2.19
15	1.83	41	1.59	67	2.17
16	1.81	42	2.22	68	2.15
17	1.50	43	2.19	69	1.66
18	1.46	44	2.16	70	2.19
19	1.45	45	1.66	71	2.18
20	1.44	46	1.71	72	2.17
21	1.31	47	1.70	73	1.66
22	1.51	48	1.68	74	2.28
23	1.51	49	1.44	75	2.25
24	1.50	50	2.47	76	2.24

25	1.34	51	2.43	77	1.69
26	1.56	52	2.38		

注：一般情景指优先级票据预期利率 5.2%，现金流流入情况为预测值 100%。

测试结果表明，在一般情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.22 倍以上，即本交易基础资产预期现金流流入对优先级票据的本息支出保障程度较好。

2. 利率上浮情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收益率进行了单因素压力测算。预期利率上浮 100bp 情境下测算结果详见表 7。

表 7 预期利率上浮 100bp 情景下优先级 DSCR 水平

单位：倍

兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR
1	1.40	27	1.42	53	1.69
2	1.51	28	1.41	54	1.71
3	1.48	29	1.29	55	1.72
4	1.44	30	1.44	56	1.70
5	1.89	31	1.43	57	1.46
6	1.17	32	1.42	58	1.88
7	1.17	33	1.30	59	1.86
8	1.16	34	1.82	60	1.85
9	1.14	35	1.80	61	1.53
10	1.49	36	1.78	62	1.96
11	1.48	37	1.49	63	1.95
12	1.46	38	1.85	64	1.93
13	1.33	39	1.85	65	1.57
14	1.64	40	1.83	66	2.12
15	1.62	41	1.52	67	2.10
16	1.60	42	2.04	68	2.09
17	1.40	43	2.01	69	1.63
18	1.33	44	1.98	70	2.14
19	1.32	45	1.59	71	2.14
20	1.31	46	1.61	72	2.13
21	1.24	47	1.60	73	1.65

22	1.38	48	1.59	74	2.25
23	1.38	49	1.39	75	2.23
24	1.37	50	2.28	76	2.22
25	1.27	51	2.24	77	1.69
26	1.43	52	2.21		

测试结果表明，利率上浮 100bp 情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.14 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

3. 预期收入下降情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到骆马湖 PPP 项目原水供应服务费收入的下降会影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收入进行了单因素压力测算。预期收入下降 10%情景下测算结果详见表 8。

表 8 预期收入下降 10%情景下 DSCR

单位：倍

兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR
1	1.45	27	1.39	53	1.58
2	1.56	28	1.38	54	1.62
3	1.52	29	1.23	55	1.63
4	1.48	30	1.41	56	1.61
5	1.91	31	1.40	57	1.35
6	1.16	32	1.39	58	1.77
7	1.16	33	1.23	59	1.75
8	1.16	34	1.80	60	1.74
9	1.10	35	1.78	61	1.41
10	1.52	36	1.75	62	1.84
11	1.50	37	1.41	63	1.82
12	1.48	38	1.82	64	1.80
13	1.28	39	1.82	65	1.44
14	1.67	40	1.80	66	1.97
15	1.65	41	1.43	67	1.95
16	1.63	42	2.00	68	1.94
17	1.35	43	1.97	69	1.49
18	1.31	44	1.94	70	1.97
19	1.30	45	1.49	71	1.96

20	1.29	46	1.54	72	1.95
21	1.18	47	1.53	73	1.50
22	1.36	48	1.52	74	2.05
23	1.36	49	1.30	75	2.03
24	1.35	50	2.22	76	2.01
25	1.21	51	2.18	77	1.52
26	1.41	52	2.14		

测试结果表明，预期收入下降 10%情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.10 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

4. 组合情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到骆马湖 PPP 项目原水供应服务费收入的下降及预期利率上浮会影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收入下降及预期利率上浮进行了组合因素压力测算。预期收入下降 10%及预期利率上浮 100bp 情境下测算结果详见表 9。

表 9 组合情景下 DSCR 单位：万元/倍

兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR	兑付日 (期)	DSCR
1	1.26	27	1.28	53	1.52
2	1.36	28	1.27	54	1.54
3	1.33	29	1.16	55	1.55
4	1.30	30	1.30	56	1.53
5	1.70	31	1.29	57	1.31

6	1.05	32	1.28	58	1.69
7	1.05	33	1.17	59	1.67
8	1.05	34	1.64	60	1.67
9	1.03	35	1.62	61	1.38
10	1.34	36	1.60	62	1.76
11	1.33	37	1.34	63	1.75
12	1.32	38	1.66	64	1.74
13	1.19	39	1.67	65	1.41
14	1.47	40	1.65	66	1.91
15	1.46	41	1.36	67	1.89
16	1.44	42	1.83	68	1.88
17	1.26	43	1.81	69	1.47
18	1.20	44	1.78	70	1.92
19	1.19	45	1.43	71	1.92
20	1.18	46	1.45	72	1.91
21	1.11	47	1.44	73	1.48
22	1.24	48	1.43	74	2.03
23	1.24	49	1.25	75	2.01
24	1.23	50	2.05	76	2.00
25	1.14	51	2.02	77	1.52
26	1.29	52	1.99		

测试结果表明，组合情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.03 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

总体来看，考虑到差额支付承诺人的偿债能力及偿债意愿，本交易优先级票据的 DSCR 能够达到联合资信相应级别信用水平的参量要求。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构

本交易的发起机构/资产服务机构为徐州水司。徐州水司系由股东徐州市新水国有资产经营有限责任公司和广东粤海控股集团有限公司于 2016 年 4 月 20 日出资组建。徐州水司注册资本 72000.00 万元，实收资本 72000.00 万元，由全体股东分两期缴足。2016 年 12 月 28 日，根据《徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 项目公

司股权转让协议》，广东粤海控股集团有限公司将持有徐州水司的 25%股权转让给江苏毅达汇景资产管理公司。截止 2017 年 12 月底，徐州水司实收资本 72000.00 万元，广东粤海控股集团有限公司占股 49%，徐州市新水国有资产经营有限责任公司占股 26%，江苏毅达汇景资产管理公司占股 25%。

徐州水司是骆马湖原水 PPP 项目公司，拥

有骆马湖原水 PPP 项目 29.5 年特许经营权，负责骆马湖及微山湖一、二期原水管线工程的运营管理，包含四个泵站及 225 公里的原水管线，供水规模 120 万吨/日，为包括徐州市区以及新沂市、邳州市和睢宁县约 328 万人提供原水供应服务。

徐州水司注册地址为徐州市新沂市窑湾镇五墩村徐州骆马湖原水泵站，所属行业为自来水生产和供应行业，经营范围：原水供应；引水、提水设施管理服务；其他水利管理服务。

截止 2016 年底，徐州水司资产总额 31.61 亿元，所有者权益 7.60 亿元；2016 年徐州水司实现营业收入 0.45 亿元，利润总额 0.40 亿元。

截止 2017 年 11 月底，徐州水司资产总额 37.99 亿元，所有者权益 9.02 亿元。截止 2017 年 11 月底，徐州水司实现营业收入 1.64 亿元，利润总额 1.42 亿元。

徐州水司近期主要财务数据见表 10：

表 10 徐州水司主要财务数据 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年 11 月
现金类资产	7.15	11.87
资产总额	31.61	37.99
所有者权益	7.60	9.02
短期债务	0.00	0.00
长期债务	0.00	16.80
全部债务	0.00	16.80
营业收入	0.45	1.64
利润总额	0.40	1.42
经营性净现金流	-0.04	-0.17

徐州水司经营状况良好、股东实力较强，联合资信认为徐州水司作为本交易的资产服务机构能够很好地履行资产服务职责。

2. 差额支付承诺人

本交易的差额支付承诺人为粤海集团。粤海集团是在重组原香港粤海企业(集团)有限公司、澳门(南粤)集团有限公司(合称“旧粤海”)和深圳市东深供水局的基础上，于 2000 年 1 月

31 日由广东省政府注资在广州注册成立的省属国有资产授权经营单位和省属监管企业，截至 2017 年 9 月底，公司的控股股东及实际控制人为广东省人民政府(持股 100%)，广东省国资委获授权行使出资人权利、履行出资人职责。其全资拥有的粤海控股集团有限公司(以下简称“粤海控股”)由广东省政府注资于 1999 年 12 月 10 日在香港注册成立，控股和管理粤海集团的主要附属公司和资产项目。粤海控股下属 4 家于香港联合交易所上市的公司，即粤海投资有限公司(以下简称“粤海投资”)、广南(集团)有限公司、粤海置地控股有限公司和粤海制革有限公司，截至 2017 年 6 月底，粤海控股对这四家上市公司持股比例分别为 56.50%、59.19%、73.82% 和 71.34%。2015 年 2 月 17 日，经广东省工商行政管理局核准，广东粤海控股有限公司更名为广东粤海控股集团有限公司。

(1) 业务运营

粤海集团作为广东省政府全资的大型国有企业，经过多年的经营发展，公司业务涵盖公用事业(水电公路)、制造业(麦芽、马口铁和皮革)、物业投资与发展、商品房销售、百货零售、酒店经营及酒店管理等。

2014 至 2016 年，粤海集团分别实现主营业务收入 142.23 亿元、146.97 亿元和 154.26 亿元。从收入结构上看，公用事业(水电公路)与制造业(麦芽、马口铁和皮革)为主要收入来源，其中公用事业(水电公路)占收入比重呈逐年上升趋势，2016 年占比达到 45.87%；制造业(麦芽、马口铁和皮革)收入占比近三年呈下滑趋势，占比分别为 39.31%、32.52%和 28.68%。

毛利率方面，粤海集团近三年综合毛利率分别为 44.54%、47.66%和 49.19%，保持较高水平且持续上升。分板块看，除制造业(麦芽、马口铁和皮革)毛利率水平相对较低并呈下滑态势外，其他各板块业务毛利率均保持较高水平。

整体看，粤海集团主营业务收入规模持续增长，主业规模突出，多元化产业稳定发展；公司综合毛利率保持较高水平。

粤海集团公用事业板块主要包括供水、供电和公路三大业务，是公司的传统核心业务。2014至2016年分别实现营业收入56.45亿元、62.25亿元和70.76亿元，收入占比持续增长；毛利率水平保持在60%以上。

粤海集团水资源业务涉及原水供应、城市自来水供应和污水处理在内的“上-中-下”水产业链，是粤海集团最主要的收入来源，主要由粤海投资及其子公司负责运营。2014年至2016年及2017年前三季度，粤海集团水资源业务板块分别实现收入47.28亿元、52.93亿元、58.18亿元和51.41亿元。

原水供应业务方面，2016年及2017年前三季度，原水供应业务收入分别为48.82亿元和43.62亿元。粤海投资旗下供水公司获得自2000年8月18日起计划为期30年的对香港、深圳及东莞的原水供应经营权。该经营权包括对供水公司在东莞桥头镇从东江抽取24.23亿立方米/年的淡水，并销售给香港（独家经营权）、深圳及东莞用户（非独家经营权）。根据广东省政府与香港政府每三年一签的《关于从东江供水给香港的协议》，公司每年按约定的年购水固定金额确定收入规模。按照2015年供水协议条款，2015年至2017年香港政府每年购水固定金额分别为42.23亿港元、44.92亿港元和47.78亿港元，为公司带来了稳定的收入和现金流。2017年12月14日，广东省政府已与香港政府签订新的供水协议，协议为期三年，由2018年1月1日至2020年12月31日。2018年至2020年按照不超过最高年供水量的固定年收入分别为47.93亿港元、48.07亿港元和48.21亿港元。

城市供水及污水处理业务主要有广东粤海水务股份有限公司及粤海投资旗下粤海水务集团（香港）有限公司负责。城市供水业务方面，截止2017年9月末，粤海集团及控股公司拥有管网4284公里，目前管网维护情况良好。2016年，粤海集团实现城市供水收入8.24亿元，同比增长7.15%。2017年前三季度城市供水收入6.98亿元。

污水处理方面，2016年及2017年前三季度，粤海集团污水处理收入分别为1.12亿元和0.81亿元，整体收入规模较小。

供电业务方面，粤海集团供电业务由粤海投资负责运营，拥有电力项目包括中山火力发电厂（截至2016年底，持股71.25%）及粤电靖海发电厂（截至2016年底，参股20.00%）。公司控股发电厂的发电量均直接并入南方电网销售。2014~2016年，公司电力供应板块分别实现营业收入3.79亿元、3.78亿元和7.14亿元。

公路业务方面，粤海集团公路业务由粤海投资负责，2015年10月完成收购公司下属盛粤有限公司及其附属公司，主要负责兴六高速公路的运营。截至2016年底，公司持有的公路仅兴六高速公路一条。2014~2016年，兴六高速日均车流量为3.08万辆次、2.05万辆次和2.24万辆次，收入分别为5.38亿元、5.54亿元和5.44亿元。

总体看，粤海集团公用事业业务具有较强垄断性和稳定性，作为公司主要收入和利润来源的供水业务具有30年香港独家供水特许经营权，担负对香港、深圳及东莞的供水责任，保障居民正常生活，业务稳定性强，保障了公司收入和利润的持续增长。

粤海集团制造业主要包括麦芽、马口铁和皮革制造及销售。其中，麦芽由永顺泰麦芽集团有限公司制造及销售，马口铁由广南（集团）有限公司制造及销售，皮革由粤海制革有限公司制造及销售。2014~2016年，公司制造业分别实现营业收入55.91亿元、47.79亿元和44.24亿元。

粤海集团其他业务主要包括物业投资及发展、商品房销售、酒店、百货零售、现代新型产业园区及产业金融业务等业务。其他业务板块各业务近三年收入基本稳定，毛利率水平较好。

(2) 财务分析

截至2016年底，粤海集团资产总额851.49亿元，所有者权益513.50亿元（含少数股东权益206.68亿元）；2016年粤海集团实现营业总收入156.56亿元，利润总额45.19亿元。

截至2017年9月底，粤海集团资产总额

850.17 亿元，所有者权益 527.09 亿元（含少数股东权益 210.09 亿元）；2017 年 1 至 9 月粤海集团实现营业总收入 122.03 亿元，利润总额 45.54 亿元。

资产质量方面，2014 至 2016 年，随着业务发展，粤海集团资产规模不断增长，年均复合增长 4.74%。截至 2016 年底，公司资产总额 851.49 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 42.14%和 57.86%，公司资产结构以非流动资产为主。

截至 2017 年 9 月底，粤海集团资产总额 850.17 亿元，较 2016 年底下降 0.15%，流动资产和非流动资产比重分别为 40.98%和 59.02%，非流动资产比重进一步上升。截至 2017 年 9 月底，公司应收账款较 2016 年底增长 54.54%至 20.79 亿元；公司其他流动资产较 2016 年底下降 30.95%至 53.17 亿元。其他科目较 2016 年底变动不大。

总体看，近年来，粤海集团资产规模不断增长，非流动资产比重有所上升，流动资产以货币资金、存货和其他流动资产为主，非流动资产以投资性房地产、无形资产、固定资产为主，粤海集团整体资产质量良好。

负债及所有者权益方面，2014 至 2016 年，公司所有者权益分别为 442.76 亿元、471.91 亿元和 513.50 亿元，年均复合增长 7.69%，主要为资本公积和少数股东权益的增加。截至 2016 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 1.95%）、资本公积（占 18.75%）、未分配利润（占 40.98%）和少数股东权益（占 40.25%）构成，截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 527.09 亿元，较 2016 年底增长 2.65%，权益结构较 2016 年底变动不大。总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2017 年 9 月底，粤海集团负债总额 323.08 亿元，流动负债占比上升至 53.06%。粤海集团短期借款较 2016 年底增长 407.78%至 9.08 亿元，一年内到期的非流动负债较 2016 年

底增长 108.11%至 51.02 亿元，其他科目较 2016 年底变动不大。截至 2017 年 9 月底，粤海集团有息债务总额 170.35 亿元，其中短期债务 60.97 亿元，长期债务 109.37 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 38.00%、24.42%和 17.18%。

总体看，近年来，粤海集团有息债务规模波动下降，以长期债务为主，公司整体债务负担轻，财务弹性良好。

盈利能力方面，2014 至 2016 年，粤海集团分别实现营业总收入 144.46 亿元、149.56 亿元和 156.56 亿元，2016 年营业总收入的增长主要来自于水电公路等公用事业板块收入的增长。2014~2016 年，公司期间费用分别为 27.99 亿元、36.30 亿元和 32.27 亿元。公司参控股企业较多，期间费用主要为管理费用，同期分别为 20.44 亿元、20.19 亿元和 19.96 亿元。2015 年，由于人民币贬值造成汇兑净损失大幅增加导致财务费用增加，进而推升期间费用规模，期间费用占比随之上升。2014 至 2016 年，公司期间费用占比分别为 19.37%、24.27%和 20.61%。

2017 年 1 至 9 月，粤海集团实现营业收入 122.03 亿元，同比下降 0.51%，利润总额 45.62 亿元，同比增长 18.49%，系公司财务费用下降以及公允价值变动受益增加所致。公司营业利润率为 48.05%，较 2016 年上升 2.01 个百分点。

总体看，粤海集团营业收入稳步增长，利润总额保持较大规模，主业盈利能力强。

现金流方面，2014 至 2016 年，粤海集团经营活动现金流量净额分别为 34.41 亿元、49.60 亿元和 46.68 亿元，经营活动现金流入/流出以销售/购买商品、提供劳务收到/支付的现金为主，三年现金收入比分别为 135.25%、133.47%和 127.29%；近三年，粤海集团投资活动现金流量净额分别为-51.05 亿元、-6.23 亿元和-7.53 亿元，公司投资活动以收回投资和投资支付的现金为主；近三年，公司筹资活动现金流以借款流入及偿债支付的现金流为主，三年净额分别为 9.46 亿元、-35.76 亿元和-43.01 亿元。

2017 年 1 至 9 月，粤海集团经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 23.37 亿元、16.61 亿元和 -18.06 亿元。现金收入比为 122.29%。

总体看，粤海集团经营活动现金流呈净流入态势，收入实现质量良好，经营获现可满足投资支出缺口，未来若增加业务规模，存在对外融资需求。

粤海集团最近三年一期的主要财务数据见表 11：

表 11 粤海集团主要财务数据 单位：亿元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产	193.50	199.58	176.15	189.35
资产总额	776.22	797.12	851.49	850.17
所有者权益	442.76	471.91	513.50	527.09
短期债务	83.68	19.80	27.07	60.97
长期债务	114.04	154.74	130.81	109.37
全部债务	197.72	174.55	157.88	170.35
营业收入	144.46	149.56	156.56	122.03
利润总额	45.56	37.12	45.19	45.54
经营性净现金流	34.41	49.60	46.68	23.37

综合来看，粤海集团作为广东省政府下属全资大型综合性企业，经过多年发展，形成了以公用事业和制造业为主业，房地产、百货零售等多元化发展的产业布局；粤海集团拥有 30 年期对香港独家供水权，供水业务保障了公司收入和利润的稳定性。近三年，粤海集团资产规模持续增长，流动资产以货币资金、存货和其他流动资产为主，资产质量良好；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，稳定性较弱；公司有息债务规模下降，以长期债务为主，公司整体债务负担轻，财务弹性良好；公司营业收入稳步增长，利润总额较高，公司主业盈利能力较强。

联合资信评估有限公司对粤海集团评定的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。联合资信认为其作为本交易的差额支付承诺

人，能够为优先级票据提供很强的流动性支持和信用支持。

3. 资金保管机构

本交易的资金保管机构为民生银行南京分行。民生银行成立于 1996 年，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行。2000 年 12 月，民生银行 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市。2009 年 11 月，民生银行在香港联交所主板上市交易。截至 2018 年 9 月 30 日，民生银行第一大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例为 18.91%。

截至 2018 年 9 月，民生银行资产总额为 59658.27 亿元，贷款和垫款总额为 30705.58 亿元，不良贷款率为 1.75%，不良贷款拨备覆盖率为 161.68%，拨贷比为 2.83%，资本充足率为 11.89%，一级资本充足率为 9.01%。2018 年前三季度，民生银行实现营业收入 1156.52 亿元，利润总额为 515.33 亿元。

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

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

操作风险管理方面，民生银行根据操作风险的监管要求，推进操作风险管理三大工具在全行的落地实施，包括开展操作风险与控制自我评估，建立操作风险关键风险指标监测体系和操作风险损失数据管理体系；实施操作风险监控资本计量，健全外包风险管理，加速推进

业务连续性体系建设；有计划有重点地排查业务经营领域风险。

总体看来，民生银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

4. 监管银行

本交易的监管银行为招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）广州分行。招商银行是经中国人民银行批准，于1987年3月组建成立的股份制商业银行。2002年，招商银行A股在上海证券交易所上市；2006年，招商银行H股在香港联交所上市。经过历次增资扩股，截至2017年末，招商银行股本总额252.2亿股，其中第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司。

截至2017年末，招商银行资产总额62976.38亿元，其中贷款和垫款净额34146.12亿元；负债总额58142.46亿元，其中客户存款40643.45亿元；不良贷款率1.61%；拨备覆盖率262.11%；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15.48%，一级资本充足率13.02%，核心一级资本充足率12.06%。2017年度，招商银行实现营业收入2208.97亿元，净利润706.38亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。截至2017年末，招商银行托管资产余额11.97万亿元，较上年末增长17.70%；累计实现托管费收入48.55亿元，同比增长13.38%。同时，招商银行曾在多个结构化项目中担任保管人，具有丰富的托管经验。总体看来，招商银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富，联合资信评定其主体长期信用等级为AAA，展望为稳

定。联合资信认为本交易中因监管银行引起的操作和履约风险极低。

5. 受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人是外贸信托，其前身是中国对外经济贸易信托投资有限公司，于1987年9月在北京成立，截止2017年底，注册资本金22亿元人民币，股东为中国中化股份有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例为96.22%和3.78%。

截至2017年末，资产总额125.32亿元，所有者权益89.53亿元；2017年全年实现营业收入25.84亿元，净利润16.21亿元。

近年来，外贸信托以合规经营、严控风险为导向，在提升业务开拓能力、实现公司经营战略目标的同时，不断提高公司的业务风险管控能力。结合风险管理和内部控制体系建设，外贸信托已建立一套以战略管理、业务管理、财务管理、信息系统、风险管理和稽核为核心的较为完善的内部控制制度和操作流程，基本形成职责明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部机制。

外贸信托自2009年起推行全面风险管理，每年定期进行重新评估。全面风险管理由审计稽核部牵头，公司各部门参加全面风险管理沟通会，查找识别公司在日常经营中面临的重大风险，经对各类业务风险进行事前预测，做到风险可知，通过分析、评估并制定风险管理策略和措施加以防范和控制，将风险降至各自可承受范围之内。

资产证券化业务方面，外贸信托作为受托人和发行人已成功发行了多单资产证券化项目，具有丰富的证券化发行经验。

总体来看，外贸信托股东实力强、财务实力稳健、证券化业务安排较为完整，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构已经取得其现阶段所需的本次发行相关的批准和授权，具备进行本次发行的主体资格。发行载体管理机构等中介机构具备本法律意见书所述的本次发行的相关中介机构的主体资格；本次发行的交易文件不违反中国法律法规的强制性规定，在交易文件的相关生效条件全部满足后，交易文件构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务。本次发行的相关发行文件合法合规；本次发行的基础资产的形成、取得与设置信托不违反法律法规的强制性规

定，基础资产真实有效、权属明确，基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策。基础资产为可以合法设立信托的资产，符合《信托法》等相关法律法规和规范性文件的規定；本次发行的资产支持票据向交易商协会办理注册后方可发行。本次发行符合《公司法》、《信托法》等相关法律法规和规范性文件的規定，符合交易商协会相关规则指引的要求；除《募集说明书》及本法律意见书披露的风险以外，不存在其他潜在法律风险。

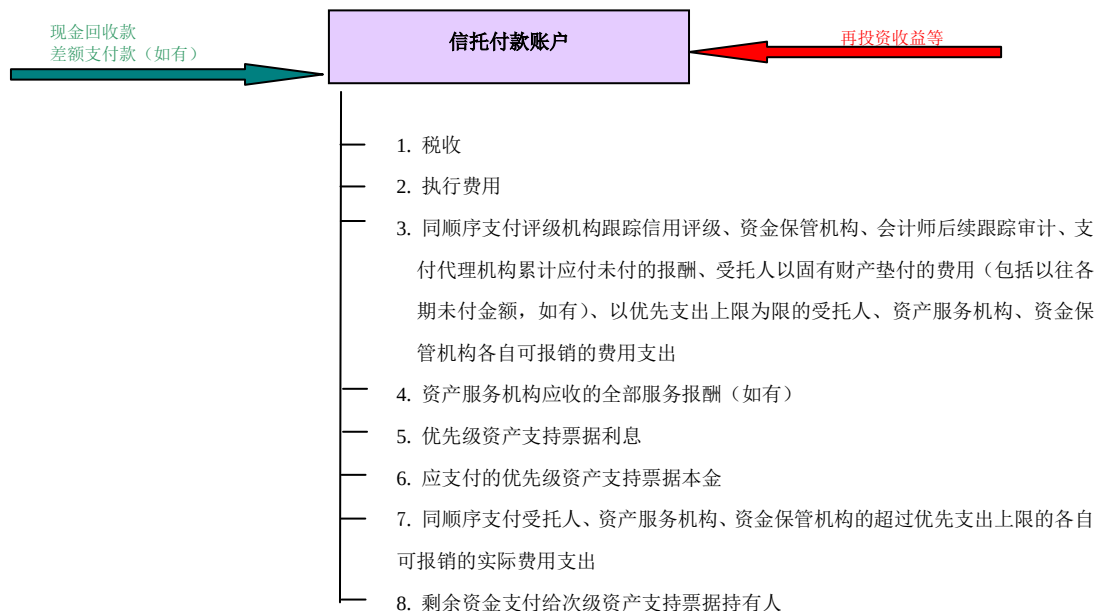
七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，考虑了差额支付承诺人广东粤海控股集团有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”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。

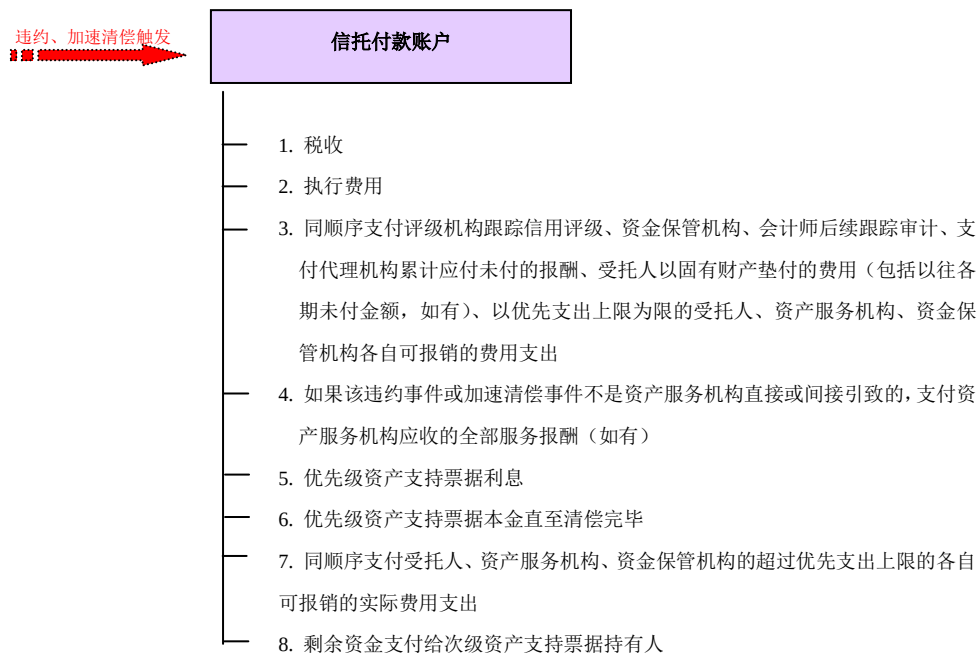
上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”或“加速清偿事件”发生前的现金流支付顺序



附图 2 “违约事件”或“加速清偿事件”发生后的现金流支付顺序



附件 1 优先级资产支持票据本金摊还计划表

单位：万元

还款日	还本金额	还款日	还本金额	还款日	还本金额
2019/3/5	2700.00	2025/9/5	1680.00	2032/3/5	3500.00
2019/6/5	700.00	2025/12/5	1750.00	2032/6/5	2070.00
2019/9/5	800.00	2026/3/5	3850.00	2032/9/5	2090.00
2019/12/5	900.00	2026/6/5	1800.00	2032/12/5	2170.00
2020/3/5	1270.00	2026/9/5	1870.00	2033/3/5	4340.00
2020/6/5	1720.00	2026/12/5	1940.00	2033/6/5	1960.00
2020/9/5	1740.00	2027/3/5	4090.00	2033/9/5	2040.00
2020/12/5	1810.00	2027/6/5	1260.00	2033/12/5	2110.00
2021/3/5	3870.00	2027/9/5	1330.00	2034/3/5	4290.00
2021/6/5	920.00	2027/12/5	1400.00	2034/6/5	1970.00
2021/9/5	980.00	2028/3/5	3590.00	2034/9/5	2040.00
2021/12/5	1040.00	2028/6/5	1320.00	2034/12/5	2120.00
2022/3/5	3090.00	2028/9/5	1330.00	2035/3/5	4270.00
2022/6/5	820.00	2028/12/5	1400.00	2035/6/5	1900.00
2022/9/5	880.00	2029/3/5	3570.00	2035/9/5	1970.00
2022/12/5	940.00	2029/6/5	1250.00	2035/12/5	2040.00
2023/3/5	3050.00	2029/9/5	1320.00	2036/3/5	4170.00
2023/6/5	1670.00	2029/12/5	1390.00	2036/6/5	2060.00
2023/9/5	1740.00	2030/3/5	3620.00	2036/9/5	2090.00
2023/12/5	1810.00	2030/6/5	2030.00	2036/12/5	2160.00
2024/3/5	3950.00	2030/9/5	2100.00	2037/3/5	4290.00
2024/6/5	1670.00	2030/12/5	2180.00	2037/6/5	2130.00
2024/9/5	1690.00	2031/3/5	4400.00	2037/9/5	2210.00
2024/12/5	1760.00	2031/6/5	1190.00	2037/12/5	2280.00
2025/3/5	3890.00	2031/9/5	1260.00	2038/3/5	4460.00
2025/6/5	1610.00	2031/12/5	1330.00	合 计	168000.00

附件 2 2018 年至 2038 年一季度徐州水司供应服务费现金流收入预测情况

单位：万元

收款期	预测现金流	收款期	预测现金流	收款期	预测现金流
2018 年第 2 季度	4222.26	2025 年第 1 季度	7503.56	2031 年第 4 季度	5336.86
2018 年第 3 季度	4176.36	2025 年第 2 季度	5025.72	2032 年第 1 季度	7689.47
2018 年第 4 季度	4222.26	2025 年第 3 季度	5081.56	2032 年第 2 季度	5245.58
2019 年第 1 季度	6093.72	2025 年第 4 季度	5137.40	2032 年第 3 季度	5245.58
2019 年第 2 季度	4958.00	2026 年第 1 季度	7402.08	2032 年第 4 季度	5303.23
2019 年第 3 季度	5013.08	2026 年第 2 季度	5146.03	2033 年第 1 季度	7647.41
2019 年第 4 季度	5068.17	2026 年第 3 季度	5203.21	2033 年第 2 季度	5218.47
2020 年第 1 季度	7302.33	2026 年第 4 季度	5260.39	2033 年第 3 季度	5276.45
2020 年第 2 季度	4981.52	2027 年第 1 季度	7579.28	2033 年第 4 季度	5334.43
2020 年第 3 季度	4981.52	2027 年第 2 季度	5253.58	2034 年第 1 季度	7685.96
2020 年第 4 季度	5036.26	2027 年第 3 季度	5311.95	2034 年第 2 季度	5146.99
2021 年第 1 季度	7262.43	2027 年第 4 季度	5370.33	2034 年第 3 季度	5204.18
2021 年第 2 季度	4923.52	2028 年第 1 季度	7737.68	2034 年第 4 季度	5261.37
2021 年第 3 季度	4978.23	2028 年第 2 季度	5241.27	2035 年第 1 季度	7580.69
2021 年第 4 季度	5032.93	2028 年第 3 季度	5241.27	2035 年第 2 季度	5075.58
2022 年第 1 季度	7251.56	2028 年第 4 季度	5298.87	2035 年第 3 季度	5131.98
2022 年第 2 季度	5078.46	2029 年第 1 季度	7641.12	2035 年第 4 季度	5188.37
2022 年第 3 季度	5134.88	2029 年第 2 季度	5360.55	2036 年第 1 季度	7475.52
2022 年第 4 季度	5191.31	2029 年第 3 季度	5420.12	2036 年第 2 季度	5128.11
2023 年第 1 季度	7479.75	2029 年第 4 季度	5479.68	2036 年第 3 季度	5128.11
2023 年第 2 季度	5129.18	2030 年第 1 季度	7895.24	2036 年第 4 季度	5184.46
2023 年第 3 季度	5186.17	2030 年第 2 季度	5291.56	2037 年第 1 季度	7476.15
2023 年第 4 季度	5243.16	2030 年第 3 季度	5350.35	2037 年第 2 季度	5187.22
2024 年第 1 季度	7554.45	2030 年第 4 季度	5409.15	2037 年第 3 季度	5244.85
2024 年第 2 季度	5146.91	2031 年第 1 季度	7793.61	2037 年第 4 季度	5302.49
2024 年第 3 季度	5146.91	2031 年第 2 季度	5220.85	2038 年第 1 季度	7639.94
2024 年第 4 季度	5203.47	2031 年第 3 季度	5278.86	合 计	458273.54

资料来源：《徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据信托现金流预测分析咨询报告》

附件 3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据的评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期 资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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。

徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易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“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/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“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易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“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与徐州粤海水务有限责任公司/中国对外经济贸易信托有限公司联系，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。