

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 2020 年跟踪评级报告》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

二〇二〇年七月三十日



信用等级公告

联合〔2020〕2886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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“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“19 粤海水务 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月三十日



徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期 资产支持票据 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	本次跟踪评级			首次评级		
	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果
19 粤海水务 ABN001 优先	159910.00	96.85	AAA _{sf}	168000.00	97.00	AAA _{sf}
19 粤海水务 ABN001 次	5200.00	3.15	NR	5200.00	3.00	NR
合 计	165110.00	100.00	—	173200.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同

跟踪评级基准日：

初始起算日：2017 年 12 月 30 日
信托设立日：2019 年 2 月 19 日
票据法定到期日：2040 年 3 月 5 日
本次跟踪期间：2019 年 2 月 19 日—2020 年 6 月 5 日
跟踪基准日：2020 年 6 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
企业未来应收款项证券化评级方法	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

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 30 日

分析师

王 笛 李开颜 吴振华

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 9 层（100022）

网址：http://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”）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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，其中差额支付承诺人广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海集团”）资信水平稳定，主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹。

鉴于此，联合资信确定维持“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“19 粤海水务 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- 基础资产现金流表现良好。**本跟踪期内，基础资产实际供水量高于各季度的目标供水量，供水量达成率良好；基础资产现金流入对优先级票据本息的覆盖情况良好，最小覆盖倍数为 1.45 倍。
- 差额支付承诺人资信水平稳定。**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承诺在信托利益分配过程中信托财产预期可供分配的资金不足以支付信托税收、信托费用以及优先级票据当期应付本息时履行差额补足义务。联合资信给予粤海集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，信用水平极高，能够为票据的偿付提供极强的流动性支持和信用支持。

¹ “pi”指主动评级，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”以示与委托评级的区别

关注及风险缓释

1. **基础资产质押登记期限短于资产支持票据存续期限，可能存在善意第三人风险。**本交易基础资产已经质押给受托人外贸信托。质押登记期限仅为 5 年，无法覆盖资产支持票据的存续期，虽然质押协议约定质押有效期直至被担保债务全部偿付之日结束，但如果在质押登记到期后，徐州水司未办理后续水费收费权的质押登记，则可能存在善意第三人风险。

风险缓释：联合资信将对后续基础资产的质押安排保持持续关注。

2. **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保持持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由资产服务机构徐州粤海水务有限责任公司和受托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，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、本次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”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效，根据后续跟踪评级的结论，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、交易概要

本次跟踪期内，基础资产已经质押给受托人外贸信托，但质押登记期限短于资产支持票据存续期限，可能存在善意第三人风险；未发生“违约事件”、“加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

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”（以下简称“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“19 粤海水务 ABN001 优先”和次级资产支持票据“19 粤海水务 ABN001 次”。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。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资产支持票据本息的及时足额偿付承担差额支付义务。

本交易共设置两级资产支持票据。“19 粤海水务 ABN001 优先”采用固定利率，发行利率为 4.25%，发行规模为 168000.00 万元；“19 粤海水务 ABN001 次”无票面利率，发行规模为 5200.00 万元，全部由徐州水司自持；两级资产支持票据的预期到期日均为 2038 年 3 月 5 日。“19 粤海水务 ABN001 优先”按季付息，固定摊还本金，“19 粤海水务 ABN001 次”按季获得期间收益，并在优先级票据本息偿付完毕后获得剩余收益。

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。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，则发起机构有权在随后的票面利率调整期内决定在本期优先级资产支持票据初始票面利率基础上调整后续 3 年的票面利率，并于对应的票面利率调整日公告优先级票据票面利率调整结果。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。截至跟踪基准日，本交易尚未到回购公告期、票面利率调整期、回售登记期。

截至跟踪基准日，本交易基础资产已经质押给受托人外贸信托，并办理了质押登记。质押协议约定质押有效期直至被担保债务被全部偿付之日结束，质押登记期限从 2019 年 3 月 21 日至 2024 年 3 月 20 日，质押登记期限仅为 5 年，无法覆盖资产支持票据的存续期，若在质押登记到期后，徐州水司未办理后续水费收费权的质押登记，则可能存在善意第三人风险。

本次跟踪期内，未发生“违约事件”、“加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

二、票据兑付情况

截至跟踪基准日，基础资产现金流入对优先级票据本息的覆盖情况良好，本交易优先级票据应付本息均正常兑付。

本交易信托计划于 2019 年 2 月 19 日成立。截至跟踪基准日，本交易资产支持票据共兑付 6 期，优先级票据应付本息均正常兑

付。本次跟踪期间，累计归集原水供应服务费回收款 46037.70 万元，回收款现金流符合首评时预测。回收款对优先级票据本息支出的覆盖倍数最低为 1.45 倍，覆盖情况良好。具体情况如下表。

表 1 本次跟踪期内票据兑付情况

单位：万元、倍

兑付日	回收款	税费支出	优先级利息	优先级本金	次级期间收益	优先级票据覆盖倍数
2019/3/5	18714.60	1.44	273.86	2700.00	15739.30	6.29
2019/6/5	4958.00	0.25	1770.75	700.00	2487.00	2.01
2019/9/5	5013.08	0.25	1763.25	800.00	2453.37	1.96
2019/12/5	5068.17	0.25	1735.61	900.00	2433.42	1.92
2020/3/5	7302.33	0.37	1726.07	1270.00	4307.11	2.44
2020/6/5	4981.52	0.17	1726.70	1720.00	1536.51	1.45
合 计	46037.70	2.73	8996.24	8090.00	28956.72	—

注：1. 优先级票据覆盖倍数=当期回收款/当期票据信托税费支出和优先级票据本息支出之和；

2. 资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

截至本次跟踪基准日，“19 粤海水务 ABN001 优先”累计兑付本金 8090.00 万元，占优先级票据发行规模 4.82%。“19 粤海水

务 ABN001 次”尚未开始兑付本金。

截至跟踪基准日资产支持票据概况如表 2 所示。

表 2 资产支持票据概况

票据名称	跟踪基准日			信托设立日		
	金额 (万元)	占比 (%)	执行利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	发行利率 (%)
19 粤海水务 ABN001 优先	159910.00	96.85	4.25	168000.00	97.00	4.25
19 粤海水务 ABN001 次	5200.00	3.15	—	5200.00	3.00	—
合 计	165110.00	100.00	—	173200.00	100.00	—

资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

三、基础资产分析

1. 供水行业概况

城市化进程推动我国城市供水能力和供水总量逐年增长，我国城市供水行业进入平稳发展状态；2019 年，我国重点城市居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势，城市供水价格仍有进一步上调空间。

供水行业是社会进步和经济发展的重要基础性行业。近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量

达614.6亿立方米，较2017年增长3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为39.3%，生产运营用水占26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018年，我国城市供水管道长度86.51万公里，较2017年增长8.49%；城市用水普及率进一步上升至98.36%。2018年，城市供水行业固定资产投资543.0亿元，较2017年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

2019年，我国重点城市居民生活用水平均水价为2.28元/立方米，较2018年增加0.09元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

2019年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所提升，调整幅度在0.2元/立方米~0.5元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

2. 入池资产经营收入分析

本次跟踪期间，徐州水司超额实现了各季度的目标供水量，供水量达成率良好；除2018年和2019年年度结算的10%原水供应服务费收取时间滞后外，徐州水司原水供应服务费收回时间、实收金额基本与资产合同约定一致。

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。

2017年12月30日至2020年3月31日，徐州水司均实现了各季度的目标供水量，平均目标供

水量达成率131.45%。2018年至2020年3月各季度供水量情况见下表。

表3 2018年至2020年3月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
2017/12/30	2018/3/30	4281.72	3822.00	112.03
2018/3/31	2018/6/29	4475.61	3822.00	117.10
2018/6/30	2018/9/30	4933.80	3906.00	126.31
2018/10/1	2018/12/29	4909.21	3780.00	129.87
2018/12/30	2019/3/29	5196.53	3893.40	133.47
2019/3/30	2019/6/28	5477.22	3936.66	139.13
2019/6/29	2019/9/27	5949.82	3936.66	151.14
2019/9/28	2019/12/30	6091.94	4066.44	149.81
2019/12/31	2020/3/31	5546.11	4467.52	124.14
平均达成率				131.45

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

2017年12月30日至2019年12月30日徐州水司应收供应费情况见下表。

表4 2018年至2019年徐州水司应收供应服务费情况

单位：万元

起始日	归集日	应收供应服务费
2017/12/30	2018/3/30	4730.92
2018/3/31	2018/6/29	4759.31
2018/6/30	2018/9/30	4916.59
2018/10/1	2018/12/29	4777.69
2018/12/30	2019/3/29	5770.12
2019/3/30	2019/6/28	5872.35
2019/6/29	2019/9/27	5953.15
2019/9/28	2019/12/30	6140.18
合计		42920.31

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

对应上述归集期间的徐州水司供应服务费现金流实际收入情况见下表。2018年4月至2020年2月期间，除2018年和2019年年度结算的10%原水供应服务费收取时间滞后外，徐州水司原水供应服务费收回时间、实收金额基本与资产合同约定一致。

表5 2018年4月至2020年2月徐州水司实收供服务费情况

单位：万元

收款日期	实收供应服务费
2018/4/23	4246.18
2018/6/27	4266.2
2018/7/31	14291.8
2018/10/26	4433.64
2019/2/13	4308.39
2019/4/26	5193.11
2019/7/30	5285.12

2019/10/31	5357.84
2019/12/23	2301.11
2020/2/4	5578.53
合 计	55261.92

注：1. 除2019/12/23收取的服务费外，每笔实收供应服务费分别对应上季度的原水供应服务费，根据季度结算规则，实收金额为应收金额的90%；

2. 2018/7/31收取的供应服务费包含之前年度的未收取部分；

3. 2019/12/23收取的供应服务费为2018年应付结余的10%原水供应服务费；

4. 由于2019年涉及中期评估，2019年应付结余的10%原水供应服务费待中期评估结束后拨付；

5. 资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

四、现金流情景模拟及压力测试分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR：偿债覆盖倍数=当期现金流收入/当期应付的票据信托税费以及优先级票据本息支出）来量化评估本交易的信用风险。

联合资信基于现金流预测报告所预测的现金流，并结合标的物业的历史表现，分别测算了未来预测现金流入不变及未来预测现金流入下降10%情境下，优先级票据的偿债覆盖倍数水平。详见表6、表7。

表6 一般情景下“19粤海水务ABN001优先”DSCR水平

（单位：万元、倍）

兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR
2020/9/5	1.44	2025/3/5	1.44	2029/9/5	2.39	2034/3/5	1.61
2020/12/5	1.44	2025/6/5	1.71	2029/12/5	2.37	2034/6/5	2.12
2021/3/5	1.32	2025/9/5	1.70	2030/3/5	1.75	2034/9/5	2.10
2021/6/5	1.92	2025/12/5	1.70	2030/6/5	1.82	2034/12/5	2.08
2021/9/5	1.90	2026/3/5	1.45	2030/9/5	1.81	2035/3/5	1.63
2021/12/5	1.90	2026/6/5	1.70	2030/12/5	1.80	2035/6/5	2.26
2022/3/5	1.55	2026/9/5	1.69	2031/3/5	1.50	2035/9/5	2.24
2022/6/5	2.12	2026/12/5	1.69	2031/6/5	2.68	2035/12/5	2.22
2022/9/5	2.09	2027/3/5	1.45	2031/9/5	2.63	2036/3/5	1.68
2022/12/5	2.09	2027/6/5	2.21	2031/12/5	2.60	2036/6/5	2.24
2023/3/5	1.64	2027/9/5	2.18	2032/3/5	1.83	2036/9/5	2.23
2023/6/5	1.61	2027/12/5	2.16	2032/6/5	1.91	2036/12/5	2.21
2023/9/5	1.60	2028/3/5	1.66	2032/9/5	1.91	2037/3/5	1.68
2023/12/5	1.60	2028/6/5	2.22	2032/12/5	1.89	2037/6/5	2.31
2024/3/5	1.40	2028/9/5	2.22	2033/3/5	1.55	2037/9/5	2.27
2024/6/5	1.67	2028/12/5	2.21	2033/6/5	2.06	2037/12/5	2.25
2024/9/5	1.66	2029/3/5	1.68	2033/9/5	2.04	2038/3/5	1.70

2024/12/5	1.66	2029/6/5	2.43	2033/12/5	2.03	—	—
-----------	------	----------	------	-----------	------	---	---

表 7 现金流入下降 10%情景下“19 粤海水务 ABN001 优先” DSCR 水平

(单位: 万元、倍)

兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR
2020/9/5	1.29	2025/3/5	1.29	2029/9/5	2.15	2034/3/5	1.45
2020/12/5	1.30	2025/6/5	1.54	2029/12/5	2.13	2034/6/5	1.91
2021/3/5	1.18	2025/9/5	1.53	2030/3/5	1.57	2034/9/5	1.89
2021/6/5	1.73	2025/12/5	1.53	2030/6/5	1.64	2034/12/5	1.87
2021/9/5	1.71	2026/3/5	1.31	2030/9/5	1.63	2035/3/5	1.47
2021/12/5	1.71	2026/6/5	1.53	2030/12/5	1.62	2035/6/5	2.04
2022/3/5	1.40	2026/9/5	1.52	2031/3/5	1.35	2035/9/5	2.01
2022/6/5	1.90	2026/12/5	1.52	2031/6/5	2.41	2035/12/5	2.00
2022/9/5	1.88	2027/3/5	1.30	2031/9/5	2.37	2036/3/5	1.51
2022/12/5	1.88	2027/6/5	1.98	2031/12/5	2.34	2036/6/5	2.01
2023/3/5	1.47	2027/9/5	1.96	2032/3/5	1.64	2036/9/5	2.01
2023/6/5	1.45	2027/12/5	1.95	2032/6/5	1.72	2036/12/5	1.99
2023/9/5	1.44	2028/3/5	1.50	2032/9/5	1.72	2037/3/5	1.51
2023/12/5	1.44	2028/6/5	2.00	2032/12/5	1.70	2037/6/5	2.08
2024/3/5	1.26	2028/9/5	2.00	2033/3/5	1.39	2037/9/5	2.05
2024/6/5	1.50	2028/12/5	1.99	2033/6/5	1.86	2037/12/5	2.03
2024/9/5	1.50	2029/3/5	1.51	2033/9/5	1.84	2038/3/5	1.53
2024/12/5	1.50	2029/6/5	2.18	2033/12/5	1.83	—	—

测试结果表明,在一般情景下,“19 粤海水务 ABN001 优先”各期 DSCR 均在 1.32 倍以上,在未来现金流入下降 10%的情景下,19 粤海水务 ABN001 优先”各期 DSCR 均在 1.18 倍

以上,覆盖程度较好。

五、参与机构情况

1. 发起机构/资产服务机构

徐州水司经营情况稳定,股东实力强;本次跟踪期间,徐州水司尽责履职情况良好。

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。截至 2019 年末,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有限公司占股 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。

截至 2019 年末，徐州水司资产总额 24.63 亿元，同比上年降低 7.72%，所有者权益 8.12 亿元，同比上年降低 0.23%；2019 年徐州水司实现营业收入 2.07 亿元，同比上年增加 12.35%，净利润 0.72 亿元，同比上年降低 12.25%。

截至 2020 年 3 月末，徐州水司资产总额 24.72 亿元，所有者权益 8.33 亿元。2020 年 1—3 月，徐州水司实现营业收入 0.50 亿元，利润总额 0.21 亿元。

2. 差额支付承诺人

联合资信评定粤海集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

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 日由广东省政府注册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 2020 年 3 月末，粤海集团实收资本为 10 亿元，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”）由广东省政府注册于 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。

2019 年末，粤海集团资产总额为 1167.17 亿元，所有者权益 666.39 亿元。2019 年实现营业收入 234.30 亿元，净利润 45.04 亿元。

2020 年 3 月末，粤海集团资产总额 1229.63 亿元，所有者权益 685.20 亿元。2020 年 1—3 月，粤海集团实现营业收入 47.82 亿元，净利润 9.13 亿元。

(1) 经营分析

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、酒店经营与管理等多个板块。

2019 年，粤海集团主营业务收入为 230.79 亿元，相较于上年大幅增长，主要系粤海集团原水供应和城市供水收入增长，以及房地产项目销售结转收入较多所致。分业务板块来看，公用事业业务板块是粤海控股最主要的收入来源。毛利率方面，2019 年，粤海集团主营业务毛利率为 46.14%，与上年相比基本稳定。2020 年 1—3 月，粤海集团主营业务收入为 46.75 亿元，主营业务毛利率为 48.53%。

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；综合毛利率保持较高水平。

表 8 粤海集团主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公用事业	89.29	51.71	55.42	102.60	44.46	58.23	24.97	53.41	59.58
水资源业务	72.10	41.75	63.23	85.54	37.07	63.94	22.23	47.55	64.07

电力供应	10.84	6.28	-3.82	10.43	4.52	4.51	2.21	4.73	15.34
公路	6.35	3.68	67.90	6.63	2.87	68.96	0.53	1.14	55.72
制造业	47.61	27.57	12.24	49.25	21.34	13.85	8.79	18.80	11.12
麦芽制造与销售	25.18	14.59	19.18	29.91	12.96	16.93	4.64	9.92	16.05
马口铁制造与销售	20.41	11.82	6.24	17.78	7.70	9.73	4.02	8.60	5.58
皮革制造与销售	2.01	1.17	-13.78	1.57	0.68	1.87	0.13	0.28	6.71
城市综合体	31.20	18.07	76.48	73.83	31.99	51.42	12.07	25.82	52.80
商品房销售	3.89	2.25	65.14	16.22	7.03	75.36	4.10	8.76	75.70
物业投资与发展	14.09	8.16	82.71	22.14	9.59	75.31	2.91	6.22	83.39
百货零售	6.05	3.50	91.77	28.76	12.46	18.45	4.52	9.67	18.87
酒店业	7.17	4.15	57.52	6.71	2.91	56.05	0.55	1.17	-0.90
其他	4.58	2.65	32.35	5.10	2.21	38.28	0.92	1.96	50.02
合 计	172.67	100.00	46.71	230.79	100.00	46.14	46.75	100.00	48.53

公用事业板块主要包括供水、供电和公路三大业务，是粤海集团的传统核心业务。2019年和2020年1—3月分别实现营业收入102.60亿元和24.97亿元，毛利率水平保持在55%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。粤海集团原水供水区包括香港、深圳及东莞供水工程沿线八镇、江苏徐州和盐城。2019年和2020年1—3月，原水供应业务收入分别为59.58亿元和15.46亿元，占同期水资源业务收入的69.65%和69.55%。

城市供水及污水处理业务主要由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，截至2020年3月末，粤海集团及控股公司拥有管网约10509.09公里，拥有自来水公司29家，服务区域面积超过21236.28平方公里，供水区域包括江苏、广东、广西、海南、江西、安徽等地。2019年和2020年1—3月，粤海集团实现城市供水收入分别为23.15亿元和5.76亿元，占同期水资源业务收入的27.06%和5.76%。

污水处理方面，截至2020年3月末，粤海集团拥有污水处理公司30家、运营污水处理厂

44家，服务区域包括广东、海南、广西、贵州、浙江和甘肃等地。2019年和2020年1—3月，粤海集团实现污水处理收入分别为2.81亿元和1.01亿元，占同期水资源业务收入的3.29%和4.54%，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2020年3月末，持股40.23%）及粤电靖海发电厂（截至2020年3月末，参股14.12%）。粤海集团控股发电厂的发电量均直接并入南方电网销售。2019年和2020年1—3月，粤海集团实现电力供应收入分别10.43亿元和2.21亿元，占总营业收入比例不大。

公路业务方面，粤海集团公路业务由粤海投资负责。截至2020年3月末，粤海集团持有的公路为兴六高速公路，持股比例为56.46%。2019年和2020年1—3月，兴六高速日均车流量分别为2.44万辆次和0.91万辆次，收入分别为6.63亿元和0.53亿元，占整体收入规模较小。

总体看，粤海集团公用事业业务具有较强垄断性和稳定性，维持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，麦芽由广东粤海永顺泰麦芽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。2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团制造业板块分别实现营业收入 49.25 亿元和 8.79 亿元。

城市综合体业务板块方面，粤海集团房地产开发的经营主体为广东粤海港投资开发有限公司、粤海房地产开发（中国）有限公司及粤海置地控股有限公司。粤海集团房地产开发项目主要位于广州核心地区。截至 2020 年 3 月末，粤海集团实现销售面积 13.60 万平方米，销售收入 40.05 亿元，剩余可售面积 15.25 万平方米。粤海集团物业业务主要包括以天河城为品牌的商业地产开发及其他物业经营，主要通过粤海投资持有物业资产并进行租赁运营。百货零售业务由粤海投资下属企业负责具体运营。截至 2020 年 3 月末，粤海集团百货零售业务涉及 7 家百货商场，分布在广东及周边城市，总租用面积约为 13.60 万平方米。酒店管理业务主要由粤海投资经营，目前持有 5 家酒店，负责管理 34 家酒店。2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团城市综合体业务板块分别实现营业收入为 73.83 亿元和 12.07 亿元。

(2) 财务分析

资产质量方面，随着业务稳定发展，粤海集团资产规模不断增长。截至 2019 年末，粤海集团资产总额 1167.17 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 36.44%和 63.56%，资产结构以非流动资产为主。2019 年末，粤海集团非流动资产规模为 741.91 亿元，主要由投资性房地产、无形资产和长期应收款构成。2019 年末，粤海集团流动资产规模为 425.26 亿元，主要由货币资金和存货构成。2020 年 3 月末，粤海集团资产总额 1229.63 亿元，流动资产和非流动资产分别占比 34.36%和 65.64%，和上年末相比变化不大。

所有者权益方面，2019 年末和 2020 年 3 月末，粤海集团所有者权益分别为 666.39 亿元和 685.20 亿元，主要由资本公积，未分配利润和少数股东权益构成。

负债构成方面，2019 年末，粤海集团负债

总额为 500.78 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 30.62%和 69.38%，债务结构以非流动负债为主。2019 年末，粤海集团流动负债 153.23 亿元，主要由应付账款、合同负债和其他应付款构成。2019 年末，粤海集团非流动负债 347.55 亿元，主要由长期借款、应付债券构成。2020 年 3 月末，粤海集团负债总额为 544.43 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 28.90%和 71.10%，与上年末相比变化不大。

有息债务方面，2019 年末和 2020 年 3 月末，粤海集团全部债务金额分别为 298.03 亿元和 329.33 亿元，以长期债务为主（占比分别为 93.70%和 92.07%）。

盈利能力方面，2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团实现营业收入分别为 234.30 亿元，47.82 亿元。2019 年营业收入的增长主要来自于原水供应和城市供水业务收入增长，以及房地产项目销售结转收入较多所致。2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团期间费用支出分别为 46.13 亿元和 12.39 亿元，粤海集团参控股企业较多，期间费用主要为管理费用，占期间费用的比重均在 70%以上。2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团分别实现净利润 45.04 亿元和 9.13 亿元。

现金流方面，2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团经营活动产生的现金流净额分别为 72.05 亿元和 -0.43 亿元。2020 年一季度经营活动现金流净额为负主要系支付税费、大麦原材料款等增加所致。2019 年和 2020 年 1—3 月，粤海集团投资活动产生的现金流净额分别为 -76.64 亿元和 -59.00 亿元；筹资活动产生的现金流净额分别为 13.42 亿元和 25.22 亿元。

粤海集团 EBITDA 主要由利润总额构成，2019 年 EBITDA 为 91.74 亿元，EBITDA 利息倍数为 7.63 倍，全部债务/EBITDA 为 3.25 倍。截至 2020 年 3 月末，粤海集团一年内到期的有息债务为 22.65 亿元。截至 2020 年 3 月末，粤海集团对外担保余额 7.53 亿元，担保金额较小。

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，形成了以公用事业为主业，制造业、房地产、百货零售等多元化发展的产业布局。2019 年，粤海集团资产规模持续增长，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；粤海集团有息债务规模有所增长，以长期债务为主，短期内偿债压力不大；粤海集团营业收入稳步增长，主业盈利能力较强。

3. 受托人

本次跟踪期间，外贸信托尽责履职情况稳定。

本交易的受托机构是外贸信托。外贸信托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，截至 2019 年末，注册资本 80.00 亿元人民币，股东为中化资本有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例为 97.26% 和 2.74%。

截至 2019 年末，资产总额 184.13 亿元，所有者权益 177.17 亿元；2019 年全年实现营业收入 27.89 亿元，净利润 17.91 亿元。截至 2019 年末，外贸信托信托资产总额 4457.65 亿元，信托权益 4399.69 亿元；2019 年信托项目实现营业收入 493.17 亿元，净利润 431.82 亿元。

六、结论

联合资信对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，其中差额支付承诺人粤海集团的偿付能力和偿付意愿极强，主体长期信用等级为 AAA_{pi}。

鉴于此，联合资信确定维持“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票

4. 资金保管机构

本次跟踪期间，民生银行尽责履职情况稳定。

本交易的资金保管机构为中国民生银行股份有限公司南京分行。中国民生银行股份有限公司（以下简称“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 2019 年末，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 18.90%。

截至 2019 年末，民生银行资产总额为 66818.41 亿元，贷款和垫款总额为 34304.27 亿元，不良贷款率为 1.56%，不良贷款拨备覆盖率为 155.50%，贷款拨备为 2.43%，资本充足率为 13.17%，一级资本充足率为 10.28%。2019 年民生银行实现营业收入 1804.41 亿元，利润总额为 647.38 亿元。截至 2019 年末，民生银行资产托管总规模达到 10 万亿元以上，比上年末增长 14.88%。

据”项下“19 粤海水务 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

附件 1 “19 粤海水务 ABN001 优先” 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 粤海集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
资产总额(亿元)	868.61	1027.31	1167.17	1229.63
所有者权益(亿元)	548.25	605.74	666.39	685.20
短期债务(亿元)	76.04	28.80	18.76	26.11
长期债务(亿元)	93.64	231.51	279.26	303.22
全部债务(亿元)	169.68	260.31	298.03	329.33
营业收入(亿元)	158.83	175.78	234.30	47.82
净利润(亿元)	35.03	26.60	45.04	9.13
EBITDA(亿元)	71.53	64.15	91.74	--
经营性净现金流(亿元)	45.50	57.62	72.05	-0.43
财务指标				
营业毛利率(%)	48.82	46.68	45.99	48.57
总资产收益率(%)	6.49	5.07	6.61	--
净资产收益率(%)	6.60	4.61	7.08	--
资产负债率(%)	36.88	41.04	42.91	44.28
全部债务资本化比率 (%)	23.63	30.06	30.90	32.46
EBITDA 利息倍数(倍)	12.29	9.98	7.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.37	4.06	3.25	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
盈利指标	
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×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

注： 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+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

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 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