

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《深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链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

二〇二〇年九月八日



信用等级公告

联合〔2020〕3551号

联合资信评估有限公司通过对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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
二〇二〇年九月八日



深圳联合保理有限公司2020年度第一期天耀供应链 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 (%)	发行占比 (%)	信用等级
优先级	19700.00	94.39	99.49	AAA _{sf}
次级	100.00	0.48	0.51	NR
票据合计	19800.00	94.86	100.00	—
初始超额抵押	1071.86	5.14	—	—
资产池合计	20871.86	100.00	—	—

注：1. 金额或占比加总不等于合计数系四舍五入所致，下同；

2. NR表示未予评级，下同

交易概览

预计存续期限：不超过 12 个月
载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：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
委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳联合保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：云南国际信托有限公司
资金保管机构：渤海银行股份有限公司深圳分行
主承销商/簿记管理人：渤海银行股份有限公司
财务顾问：申万宏源证券承销保荐有限责任公司
债务人：深圳市龙光控股有限公司控股/参股的下属公司
共同债务人之一：深圳市龙光控股有限公司
共同债务人之二：龙光集团有限公司

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间

2020 年 9 月 8 日

分析师

王放 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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险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。

本交易入池资产包含 100 笔应收账款债权。深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”，主体信用等级为 AAA_{pi}¹）和龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”，主体信用等级为 AAA_{pi}）作为本交易共同债务人，承诺对应收账款的到期兑付承担共同还款义务。因此，龙光控股和龙光集团的主体信用水平是资产支持票据的主要信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，在资产支持票据发行利率不超过 5.00%的情况下，基础资产预期现金流对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资产支持票据发行利率不高于 5.00%的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易制定了较严格的基础资产合格标

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。

准。具体而言，本交易债务人及共同债务人已通过付款确认书确认其应付款的金额和到期日，确认其负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。此外，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。

2. **本交易入池应收账款质量优良。**本交易共同债务人为龙光控股和龙光集团。联合资信给予龙光控股和龙光集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}，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 20871.86 万元，资产支持票据发行规模为 19800.00 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，测试表明在票据发行利率不超过 5.00% 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. **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龙光控股控股/参股的下属公司的应收账款债权及其附属权益，深圳联合保理有限公司（以下简称“联合保理”）通过与各供应商签署保理合同获得了对应应收账款债权及其附属权益，同时，各笔应收账款债权到期日均重新约定为同一到期日，导致本交易现金流回款时间极为集中，资产支持票据的本息到期兑付的压力极大。另外，本交易入

池资产债务人均均为龙光控股控股/参股的下属公司，债务人集中度极高，存在一定的集中违约风险。

风险缓释：龙光控股和龙光集团作为本交易共同债务人，经营情况良好，财务状况稳健。联合资信给予龙光控股和龙光集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}，还款能力极强，将为优先级资产支持票据本息兑付提供有力的信用支持。同时，联合资信将对相关债务人的还款表现以及共同债务人的主体信用等级变动保持持续关注。

3. **本交易存在较高的地区集中风险。**从债务人所在地区分布情况来看，债务人分布在 4 个市，应收账款余额占比最高的地区为南宁，占 54.04%，地区集中风险较高。

风险缓释：本交易共同债务人龙光控股和龙光集团确认对入池各笔应收账款债权承担到期付款义务。联合资信给予龙光控股和龙光集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}，信用水平极高，能够为本交易提供良好的信用支持。

4. **本交易存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人及共同债务人均均为房地产及房屋建筑相关企业，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：龙光控股和龙光集团作为本交易共同债务人，经营情况良好，财务状况稳健，信用水平极高。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联合保理有限公司和受托人云南国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与深圳联合保理有限公司/云南国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳联合保理有限公司/云南国际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，未因深圳联合保理有限公司/云南国际信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信用评级结果的有效期为“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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

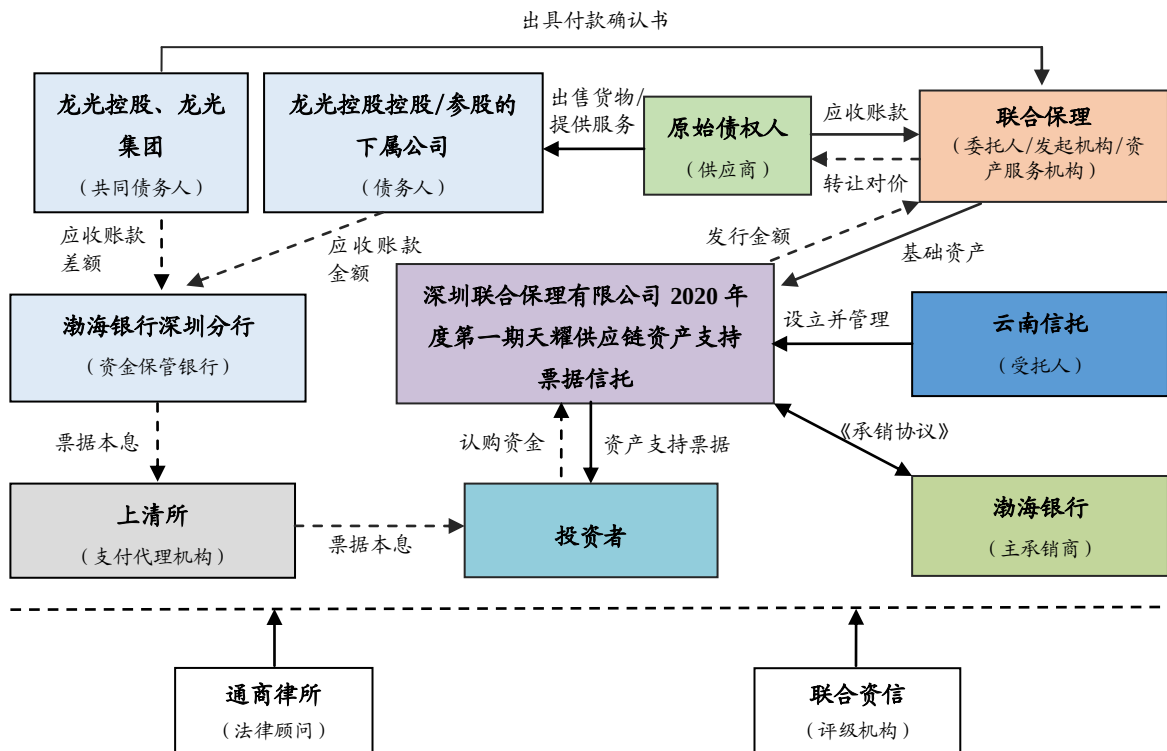
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构联合保理根据《信托合同》将其持有的应收账款债权及其附属权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，委托给云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）并设立“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据信托”，云南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：深圳联合保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：云南国际信托有限公司
资金保管机构：渤海银行股份有限公司深圳分行
主承销商/簿记管理人：渤海银行股份有限公司
财务顾问：申万宏源证券承销保荐有限责任公司
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：北京市通商律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：深圳市龙光控股有限公司控股/参股的下属公司
共同债务人之一：深圳市龙光控股有限公司
共同债务人之二：龙光集团有限公司

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12个月，还本付息方式为到期一次性还本付息。本交易募集资金拟用于偿还金融机构借款或补充流动资金。

表 2 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	发行金额	资产占比	发行占比	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
优先级	19700.00	94.39	99.49	固定利率	不超过 12 个月	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.48	0.51	—	不超过 12 个月	优先级票据兑付完毕后，获得剩余收益
票据合计	19800.00	94.86	100.00	—	—	—
初始超额抵押	1071.86	5.14	—	—	—	—
资产池合计	20871.86	100.00	—	—	—	—

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产为委托人根据《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。委托人依据保理合同、基础合同、付款确认书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和信托财产交付日满足以下要求：(a)融资人、债务人及共同债务人如为法人、个体工商户或其他组织，均系依据所在地法律合法成立并有效存续；(b)基础合同项下融资人、债务人具有签订基础合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；(c)融资人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，融资人与债务人双方签署的基础合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且融资人在向保理商转让其享有的应收账款债权前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(d)融资人与保理商签署完毕保理合同，且保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方向融资人支付该笔应收账款的转让对价；(e)融资人已经完全、适当履行基础合同项下的合同义务且债务人及共同债务人已通过付款确认书确认其对基础合同项下应付款的金额、到期日，确认其负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。付款确认书在适用法律下均合法、有效且可执行；(f)该笔应收账款债权不存在属于预付款或质保金的情形；(g)债务人在基础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融资人提供的产品或

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）；(h)该笔应收账款债权的债权到期日应早于预期到期日，但晚于信托生效日；(i)保理商为融资人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与融资人双方签署的保理合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且保理商从融资人处受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(j)同一保理合同项下的保理融资款均已全部支付予融资人；(k)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但保理商因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外；(l)基础合同及适用法律未对融资人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础合同对融资人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(m)融资人已就其向保理商转让应收账款债权的事宜向债务人发出书面通知并分别获得回执；保理商已就其将应收账款债权信托予受托人的事宜向债务人发出书面通知并分别获得回执；(n)发起机构真实、合法、有效并完整地拥有自融资人处受让的应收账款债权，权属明确，可以依法转让；(o)保理合同及适用法律未对委托人再次转让所受让的应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同存在上述限制性约定的前提下，转让条件已经成就；(p)债务人及共同债务人已签署付款确认书；(q)资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(r)融资人、债务人均不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；(s)资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施；(t)如资产项下的应收账款存在关联交易的，则基于关联交易形成的应收账款占资

产总额的比例不得超过20%。

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，受托人云南信托应根据《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（以下简称“信托账户”）。自信托生效日（含该日）起，资产服务机构应于提示付款日²下午三点（15:00）前，向各债务人提示付款，并确认债务人拟付款情况。资产服务机构根据与各债务人的确认结果确定是否需要通知共同债务人付款。若需要，受托人云南信托授权资产服务机构应于相应的提示付款日下午五点（17:00）前向共同债务人发出通知。债务人和/或共同债务人应将保理合同项下应收账款的未偿价款余额于债务人还款日³/共同债务人还款日⁴下午五点（17:00）前支付至信托账户。在信托期限内，委托人应将收到的任何属于回收款的款项（如有）于收到该款项之次一工作日内将款项全部划付至信托账户。资金保管机构应按照《资金保管合同》的相关约定于债务人还款日/共同债务人还款日当日对信托账户内的资金余额进行核对，并以电子邮件等形式向受托人提供信托账户明细。

就信托每次分配而言，支付日指登记托管机构向资产支持票据持有人划转其信托利益分配款项之日。支付日按以下规则确认：(a)在信托期限内，为资产支持票据的预期到期日，且计息截至预期到期日，不再额外计息；或在发生任一信托终止事件导致信托提前到期的情况

下，指信托提前到期日。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；(b)在信托终止后，为信托财产按照生效的清算方案清算后，由受托人确认的信托财产分配日。

在信托期限内，如委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格资产，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后5个工作日内通知前述其他方。委托人应最迟不晚于该笔不合格资产的应收账款债权到期日12:00前，将等额于该笔不合格资产赎回价格的赎回价款支付至信托账户。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制在支付日和信托终止日后有所差异。

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)同顺序按比例支付参与机构报酬以及由信托财产承担的费用；(c)优先级票据利息；(d)优先级票据本金，直至清偿完毕；(e)次级票据的本金，直至清偿完毕；(f)剩余资金作为次级票据持有人收益。

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托财产在分配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)信托税费（如有）；(b)支付清算费用；(c)支付受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期末付金额，如有）及受托人按照《信托合同》以固有财产垫付的费用（包括以往各期末付金额，如有）；(d)同顺序按比例支付参与机构（资产服务机构除外）报酬以及其他由信托财产承担的费用；(e)支付资产服务机构的服务报酬（如有）；(f)优先级票据利息；(g)优先级票据本金；(h)剩余信托财产以原

² 提示付款日：分别为债务人还款日和/或共同债务人还款日前第5个工作日。

³ 债务人还款日：应收账款到期日前一个工作日。其中，应收账款到期日为支付日前的第5个工作日。

⁴ 共同债务人还款日：即应收账款到期日。

状分配给次级票据持有人。

3. 信用支持

(1) 优先/次级结构

本交易设置优先/次级结构，为优先级票据提供了少量的信用支持。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 20871.86 万元，资产支持票据发行规模为 19800.00 万元，扣除票据本息及本交易相关税费后，优先级票据可获得少量的信用支持。

(2) 共同债务人付款义务

本交易共同债务人龙光控股和龙光集团对每笔入池应收账款负有到期支付义务，从而本交易入池应收账款信用质量优良。本交易共同债务人深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”）和龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）向联合保理出具共同债务人付款确认书，同意与龙光控股下属公司作为共同债务人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，直至该等应收账款债权获得全部清偿。具体而言，如债务人未能在该等应收账款到期日的前一个工作日 15:00 前足额清偿该等应收账款债权，则龙光控股和龙光集团将在应收账款到期日当天 12:00 前履行清偿该等到期应收账款债权的义务，将未偿应收账款债权及该债权相关合同约定的全部费用划付至受托人的指定账户。

联合资信给予龙光控股和龙光集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pt}，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 20871.86 万元，资产支持票据发行规模为 19800.00 万元，资产池对资产支持票据形成少量的超额抵押。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 5.00% 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龙光控股控股/参股的下属公司，债务人集中风险极高，资产支持票据本息兑付情况与龙光控股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。

龙光控股经营情况良好，财务状况稳健，其作为共同债务人，还款能力极强，将为资产支持票据本息兑付提供有力的信用支持。同时，联合资信将对相关债务人的还款表现以及龙光控股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，约定受托人将信托账户内的资金在闲置期间按约定以同业存款的方式存放于主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于支付日前第 3 个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。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

联合保理整体运营情况良好，作为资产服务机构，联合保理的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其作为本交易资产服务机构的履约能力。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为联合保理。联合保理成立于 2013 年 10 月，注册资本为 2 亿元人民币，截至 2019 年末，其股东为深圳市正富联合实业有限公司，持股比例为 100.00%。

截至 2019 年末，联合保理资产规模为 14.46 亿元，负债规模为 12.17 亿元；所有者权益总额为 2.29 亿元。2019 年，联合保理营业收入为 13.21 亿元，净利润为 415.74 万元。

2. 共同债务人之一——龙光控股

联合资信给予龙光控股的主体长期信用等级为 AAA_{pr}，评级展望为稳定，其作为共同债务人，还款能力极强，能够为资产支持票据的兑付提供强有力的信用支持。

本交易共同债务人之一为龙光控股。龙光控股前身系经深圳市市场监督管理局批准，于 2008 年 4 月 1 日正式成立的深圳市优凯思投资顾问有限公司，公司股东为广东龙光集团房地产有限公司。龙光控股系龙光集团旗下主要的地产业务开发平台，龙光集团于 2013 年 12 月在香港主板上市，证券代码“3380.HK”。截至 2020 年 6 月末，龙光控股注册资本 4.43 亿元；龙光集团通过润铭（香港）投资有限公司和金泓（香港）投资有限公司间接持有龙光控股股权，合计持有龙光控股 100% 股权，为其控股股东；纪海鹏与纪凯婷（一致行动人）通过家族信托实际控制龙光集团，系龙光控股的实际控制人。

龙光控股及其子公司主要从事房地产开发、经营与销售、基础设施工程施工等。截至 2019 年末，龙光控股合并资产总额 1834.58 亿

元，所有者权益合计（含少数股东权益 87.14 亿元）406.70 亿元；2019 年，龙光控股实现营业收入 557.94 亿元，利润总额 159.27 亿元。

截至 2020 年 6 月末，龙光控股合并资产总额 2089.43 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 90.36 亿元）471.47 亿元；2020 年上半年，龙光控股实现营业收入 309.71 亿元，利润总额 97.78 亿元。

（1）经营分析

龙光控股主营商品房开发和销售，属于房地产开发企业。龙光控股房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，2017—2019 年，龙光控股营业收入逐年增长，三年分别为 271.05 亿元、444.67 亿元和 557.94 亿元，年均复合增长 43.47%，主要系交付物业面积增加所致；同期龙光控股利润总额亦逐年增长，三年分别为 93.50 亿元、126.47 亿元和 159.27 亿元，年均复合增长 30.51%。

从龙光控股营业收入的构成来看，近年来商品房开发销售为其主要收入来源，占营业收入比重最高。2017—2019 年，龙光控股商品房销售收入分别为 255.12 亿元、377.38 亿元和 376.40 亿元，伴随结转的项目区位及结转收入情况而略有波动。龙光控股建筑工程收入主要系为合营企业建造项目并提供装饰服务、以及向置业者提供室内装修服务收入，近三年建筑工程收入占比分别为 4.68%、11.01%和 22.66%，收入快速增长主要系龙光控股新开工面积及合联营项目增长所致。2018—2019 年，龙光控股分别确认一级土地开发收入 10.67 亿元和 49.00 亿元，主要来源于一级土地整理开发政府收储的补偿款及深圳南山区旧改项目出售。

毛利率方面，2017—2019 年，龙光控股商品房销售毛利率逐年有所下降，分别为 35.92%、35.37%和 28.64%，盈利能力强。2017—2019 年，龙光控股建筑工程毛利率波动上升，分别为 13.48%、9.23%和 24.30%，2019 年同比

大幅增长主要系装修收入占比提升所得。2018年起龙光控股新增一级土地开发收入，近两年该业务毛利率分别为60.82%和61.18%。综上，2017—2019年，龙光控股综合毛利率分别为35.17%、33.54%和31.21%，处于较高水平。

土地储备方面，龙光控股主要布局于粤港澳大湾区以及南宁、汕头等区域。从拿地情况看，2017—2019年，龙光控股通过公开市场招拍挂形式新拓展项目储备分别为17个、32个和31个，新增土地储备建筑面积分别为483.68万平方米、747.39万平方米和666.78万平方米；新增土地平均成本分别为3697元/平方米、3788元/平方米和5285元/平方米，2017—2018年龙光控股土地成本较低主要系所获土地大多位于南宁、佛山和肇庆等地价较低地区所致，2019年龙光控股土地平均成本同比上升主要系当期于深圳新获取一块土地单价和占总地价的比重较高所致。从存量土地储备来看，截至2019年底，建筑面积合计2969.45万平方米，项目储备充足，保障未来供货。从土地储备区域分布看，主要集中在粤港澳大湾区、南宁及周边区域、汕头及周边区域，受益于多元化的土地获取渠道，龙光控股整体土地成本较低。整体看，龙光控股土地储备成本较低，土地储备充足，为其未来盈利能力提供良好保障。

项目建设开发方面，从项目开发节奏来看，2017—2019年，龙光控股新开工面积和期末在建面积快速增长。2019年，龙光控股房地产新开工面积为1175万平方米，同比增长26.58%，主要系前期拿地力度较大，陆续开工补充库存项目所致；同期竣工面积为543万平方米，同比大幅增长114.26%；综上，龙光控股2019年期末在建面积为2030万平方米，在建面积快速增长。截至2019年末，龙光控股在建、拟建项目数量合计120个，总建筑面积2795.01万平方米；龙光控股在建项目规模较大，为后续收入来源提供一定保障，但或面临较大开发建设资金支出压力。总体看，龙光控股新开工面积和期末在建面积快速增长，在建面积规模较大，

为后续项目销售提供一定保障，预期未来资金投入将持续扩大，存在一定资本支出压力。

签约销售方面，从近年来龙光控股项目销售情况看，2017—2019年，分别实现签约销售面积209.11万平方米、381.29万平方米和621.34万平方米；同期签约销售金额分别为411.68亿元、646.03亿元和843.28亿元；签约销售均价方面，近三年龙光控股房地产项目销售均价分别为19687元/平方米、16943元/平方米和13226元/平方米，呈逐年下降趋势主要系深圳区域签约销售占比下降所致。龙光控股签约销售主要集中于粤港澳大湾区、汕头及南宁等区域。总体看，近年来龙光控股签约销售面积和金额快速增长；签约销售主要集中于粤港澳大湾区、广西南宁及惠州等区域，为未来收入结转提供支撑。

其他业务收入方面，建筑施工来看，龙光控股及其子公司拥有房屋建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程总承包贰级、建筑装饰装修工程专业承包贰级、机电设备安装工程专业承包三级等。2017—2019年，龙光控股建筑工程及装饰收入分别为12.69亿元、48.95亿元和126.44亿元，逐年增长；占营业收入的比重分别为4.68%、11.01%和22.66%，逐年提升。

一级土地开发来看，龙光控股积极通过城市更新项目拓展土地储备，控制土地成本。2018年，龙光控股确认一级土地开发收入10.67亿元，主要来源于佛山禅城区一级土地整理开发项目政府收储的补偿款（该项目政府收储后龙光控股通过公开市场招拍挂重新获取该地块）。2019年，龙光控股实现一级土地开发收入49.00亿元，主要来自深圳南山区城市更新项目出售。

物业租赁来看，经营性物业方面，龙光控股经营性物业主要为写字楼和商铺，近三年租金收入分别为0.87亿元、0.91亿元和1.26亿元。龙光控股经营性物业出租率保持稳定，租金收入逐年增长，但规模不大。

总体看，伴随交付物业面积增加，龙光控股近三年营业收入与利润总额增长较快，毛利

率维持在相对较高水平。龙光控股收入结构有所变动，一级土地开发收入和建筑工程及装饰收入占比有所提升。近三年龙光控股综合毛利率较高但持续下降，未来受市场波动及行业竞争等因素影响行业毛利率或将普遍承压。

（2）财务分析

资产方面，2017—2019年，龙光控股资产规模快速增长，年均复合增长35.35%。截至2019年底，龙光控股资产总额为1834.58亿元，较上年底增长17.59%；构成方面，流动资产和非流动资产分别占79.86%和20.51%，资产构成以流动资产为主。伴随业务规模扩张，龙光控股资产规模保持较快增长；资产构成符合房地产开发企业资产结构特征，以流动资产为主，存货占比高；龙光控股资产规模较大，货币资金充裕，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

所有者权益方面，近三年，龙光控股所有者权益逐年增长，年均复合增长20.65%。截至2019年末，龙光控股所有者权益406.70亿元，较上年底增长15.55%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中归属于母公司的所有者权益319.56亿元（占比78.57%）。归属于母公司的所有者权益中，股本占比1.39%、未分配利润占比98.61%。未分配利润占比很高，所有者权益稳定性很弱。

负债方面，2017—2019年，龙光控股负债总额逐年增长，年均复合增长40.63%，主要系流动负债增长所致。截至2019年末，龙光控股负债合计1427.88亿元，较上年底增长18.19%。负债构成中，流动负债占比86.51%，非流动负债占比13.49%。近三年，龙光控股全部债务快速增长，年均复合增长15.61%。截至2019年底，龙光控股全部债务为394.91亿元，较上年底增长13.91%。其中，短期债务和长期债务分别为243.50亿元和151.41亿元，占比分别为61.66%和38.34%，短期债务占比较高。近年来伴随龙光控股业务规模扩大，整体负债规模逐年增长；龙光控股负债结构以流动负债为主，债务负担

处于可控水平；但短期债务和长期债务中剩余期限在1—2年部分规模较大，龙光控股债务结构有待改善。

盈利能力方面，2017—2019年，龙光控股营业收入逐年增长，三年分别为271.05亿元、444.67亿元和557.94亿元，年均复合增长43.47%；同期龙光控股利润总额亦逐年增长，三年分别为93.50亿元、126.47亿元和159.27亿元，年均复合增长30.51%。近三年龙光控股期间费用持续增长，年均复合增长17.89%。2019年，龙光控股期间费用22.39亿元，期间费用率为4.01%，近年逐年下降。各项盈利指标来看，2017—2019年，龙光控股营业利润率波动增长，分别为28.59%、29.05%和28.79%；同期，龙光控股总资产收益率分别为13.16%、15.32%和15.71%，逐年提高；净资产收益率分别为26.33%、30.16%和30.57%，逐年提高。得益于较低土储成本及较强销售能力，同时伴随交付物业面积增加，龙光控股营业收入和利润规模逐年增长；公允价值变动收益对龙光控股盈利有一定影响；龙光控股整体盈利能力强；未来，伴随在建项目实现销售以及预售项目竣工交付结转收入，龙光控股有望保持收入和利润规模。联合资信将持续关注各项调控政策可能对龙光控股的收入规模和盈利水平带来的影响。

从现金流情况来看，近三年龙光控股经营活动产生的现金流量净额分别为143.85亿元、153.36亿元和4.66亿元，持续净流入但2019年度现金净流入规模同比大幅下降；近三年龙光控股投资活动产生的现金流量净额分别为-40.72亿元、-108.39亿元和90.87亿元，2019年度龙光控股投资活动现金转为净流入。2017—2019年，龙光控股筹资活动净现金流分别为103.13亿元、44.97亿元和95.53亿元，龙光控股经营活动现金净流入量可以覆盖其投资需求。龙光控股近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-32.77亿元、18.86亿元和-10.22亿元。龙光控股经营活动现金流保持净流入；受合作开发往来款和对外投资等因素影响，龙光

控股有一定投资活动现金需求；筹资活动净现金流有所波动，考虑到龙光控股在建项目规模较大且债务结构有待优化，未来龙光控股筹资需求较大。

从偿债能力来看，从短期偿债能力指标看，2017—2019年，龙光控股流动比率逐年下降，速动比率波动下降，三年加权均值分别为126.73%和67.60%；2019年上述指标分别为118.60%和55.54%。近三年龙光控股现金类资产短期债务比分别为1.59倍、2.17倍和1.56倍；同期，龙光控股经营现金流动负债比分别为26.52%、15.53%和0.38%，龙光控股短期偿债能力强。从长期偿债能力指标看，2017—2019年，龙光控股EBITDA快速增长，分别为95.62亿元、129.39亿元和163.42亿元；近三年龙光控股全部债务/EBITDA分别为3.09倍、2.68倍和2.42倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所提升；同期，EBITDA利息倍数分别为4.94倍、5.78倍和4.92倍。整体看，龙光控股偿债能力指标很强，融资渠道畅通；伴随其项目储备及在建项目的持续推进，未来销售回款情况有望保持良好，龙光控股整体偿债能力极强。

总体来看，龙光控股受益于多元化的土地获取渠道，在粤港澳大湾区拥有充足较低成本项目储备。近三年，龙光控股签约销售持续增长，营业利润率和经营效率维持在较高水平，整体盈利能力强。同时，联合资信也关注到龙光控股经营易受房地产行业及粤港澳大湾区政策调控影响，债务期限结构有待改善，权益结构稳定性弱等因素对龙光控股信用水平造成的不利影响。综合来看，龙光控股经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予龙光控股的主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定，其作为共同债务人，还款能力极强，能够为资产支持票据的兑付提供强有力的信用支持。

3. 共同债务人之二—龙光集团

联合资信给予龙光集团的主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定，其作为共同债

务人，还款能力极强，能够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之二为龙光集团。龙光集团2010年5月14日于开曼群岛注册成立，于2013年12月在香港主板上市，证券代码“3380.HK”。截至2020年6月末，纪海鹏与纪凯婷（一致行动人）通过家族信托实际控制龙光集团。龙光控股系龙光集团旗下主要的地产业务开发平台。

龙光集团是中国一家深耕于粤港澳大湾区住宅市场的一体化物业发展商，产品主要针对首次置业及改善型置业人士。截至2019年末，龙光集团及其附属公司拥有透过公开市场、并购及城市更新获取的总土地资源货值达人民币8320亿元，其中超过80%位于粤港澳大湾区，大湾区总货值人民币6850亿元。截至2020年6月末，龙光集团土地储备总货值9340亿元，其中粤港澳大湾区货值占比82%。

截至2019年末，龙光集团资产总额2060.10亿元，较年初增长21.1%；其中流动资产为1592.25亿元，较年初增长21.9%。负债总额1630.16亿元，较年初增长22.2%；其中非流动负债为439.19亿元，较年初下降2.0%。权益总额429.94亿元，较年初增长17.0%。2019年，龙光集团实现收入574.80亿元，比上年增长30.2%；年内利润115.63亿元，比上年增长28.5%。

截至2020年6月末，龙光集团资产总额2402.17亿元，较年初增长16.6%；权益总额522.23亿元，较年初增长21.5%。2020年上半年，龙光集团实现收入310.35亿元，较2019年同期增长14.9%；年内利润62.85亿元，较上年同期增长18.8%。

合约销售方面，截至2019年末，龙光集团实现合约销售约人民币960.22亿元，较2018年上升约33.7%。2019年合约销售主要来自于大湾区及南宁区域。截至2019年末，龙光集团共有66个新项目或项目新一期动工开发，规划总建筑面积合计约为1220万平方米；共有29

个项目或项目分期竣工，规划总建筑面积合计约为 610 万平方米；共有 98 个项目或项目分期处于在建阶段，规划总建筑面积合计约为 2140 万平方米。

土地储备方面，截至 2019 年末，龙光集团通过公开市场招拍挂的方式新获取项目 31 个，建筑面积为 574.20 万平方米；平均土地储备成本为每平方米人民币 4081 元，按可销售货值计，粤港澳大湾区占土地储备约 71%。

业务收入方面，截至 2019 年，龙光集团实现收入 574.80 亿元，比上年增长 30.2%，其中物业销售收入、物业租赁业务收入、建筑及装饰业务收入及一级土地开发收入分别约为人民币 409.21 亿元、人民币 1.27 亿元、人民币 115.32 亿元及人民币 49.00 亿元；2018 年各项收入分别为人民币 388.04 亿元、人民币 0.83 亿元、人民币 41.82 亿元及人民币 10.67 亿元。

龙光集团作为中国一家深耕于粤港澳大湾区住宅市场的一体化物业发展商，其经营情况良好，财务状况稳健。此外，龙光控股系龙光集团旗下主要的地产业务开发平台，信用水平极高。联合资信给予龙光集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其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。

4. 资金保管机构

渤海银行公司治理规范、财务状况优良、风险控制能力较强。联合资信认为渤海银行作为本交易的资金保管机构能够提供良好的服务。

本交易的资金保管机构为渤海银行股份有限公司深圳分行。渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）是 1996 年至今国务院批准新设立的唯一一家全国性股份制商业银行。

目前渤海银行高层管理层包括 1 名行长和 5 名副行长。渤海银行董事会负责审定全行风险管理战略、风险管理政策、风险管理组织体系及基本原则和风险偏好，决定渤海银行可承

受的各类风险的水平。高级管理层负责贯彻落实董事会确定的风险管理战略、风险管理政策和风险偏好，承担并管理业务经营活动中产生的各类风险。风险管理各职能部门负责各类风险的日常管理。高级管理层下设资产负债管理委员会、风险控制委员会、财务审批委员会、业务创新委员会、资讯科技委员会。

截至 2019 年末，渤海银行资产总额 11131.17 亿元，比年初增长 7.60%；负债总额 10303.35 亿元，比年初增长 5.29%；2019 年，渤海银行实现营业收入 282.82 亿元，净利润 83.36 亿元，比上年增长 17.73%。2019 年，渤海银行托管业务规模 20064.50 亿元，实现托管业务手续费收入 10.90 亿元。

5. 受托人

云南信托经验丰富，经营状况良好，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易受托人为云南信托。云南信托成立于 1997 年，截至 2019 年末，注册资本人民币 12 亿元。

截至 2019 年末，云南信托资产总额 35.88 亿元，所有者权益合计 30.23 亿元；2019 年，云南信托实现营业收入为 8.84 亿元，净利润 4.03 亿元。

近年来，云南信托根据发展目标及自身风险偏好以及专业能力等因素，分别成立了“资产证券化”“房地产信托”“证券类信托创新”等多个课题组，同时借助市场第三方研究机构，对行业当前发展情况做了深入研究，并形成相关报告，同时，推进了多个差异化证券类信托产品。2015 年 3 月，经中国银监会批复，云南信托获得特定目的信托受托机构资格，准予进入银行间交易市场发行资产支持证券。

四、法律要素分析

根据北京市通商律师事务所出具的法律意见，本项目各参与机构具有相应的主体资格和资质；本项目交易文件合法有效；本项目满足信托文件约定的设立前提下，信托可依法、有效设立；本项目基础资产真实、合法、有效；基础资产可以进行合法有效的转让；每一笔入池应收账款均取得了付款确认。

联合资信收到的法律意见书表明：本项目各交易参与方均具有参与本项目所需的主体资格和资质；发起机构已就本项目取得了必要的内部授权；本项目相关交易文件合法有效，不违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件各自约定的生效条件满足后，交易文件构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的其他相关各方按照交易文件的条款针对各方强制执行，除非该等强制执行收到

关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；本项目的发行载体合法合规，除资产服务机构由发起机构担任以外，其他参与机构与发起机构不存在关联关系；在本项目取得交易商协会出具的《接受注册通知书》，且满足信托文件约定的设立前提下，信托可依法、有效设立并由受托人根据法律法规规定和信托文件约定发行资产支持票据。

联合资信收到的补充法律意见书表明：本项目抽样基础资产符合合格标准的相关要求，基础资产真实、合法、有效、权属清晰且无权利负担；基础资产可以进行合法有效的转让；基础资产的管理及运营符合法律法规以及国家相关产业政策；本项目每一笔入池应收账款债权均已取得了债务人及共同债务人的付款确认。

五、基础资产分析

本交易共同债务人龙光控股和龙光集团通过付款确认书确认其对本交易入池应收账款负有到期支付义务，且不享有商业纠纷抗辩权。本交易入池应收账款信用质量优良。

本交易基础资产为原始债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属权益。联合资信根据资产池进行分析，入池资产共计 100 笔，涉及 1 户债务人，应收账款余额共计 20871.86 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）	20871.86
应收账款笔数（笔）	100
债务人户数（户）	1
单笔应收账款最小余额（万元）	35.18
单笔应收账款最大余额（万元）	960.29

从应收账款合同性质来看，入池应收账款分为工程款和贸易款。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
工程款	47	12008.14	57.53
贸易款	53	8863.73	42.47
合计	100	20871.86	100.00

从债务人应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及 1 户龙光控股控股/参股的下属公司作为债务人，具体为龙光工程建设有限公司，资产池债务人集中度极高。

按照发起机构提供的行业划分，债务人所处行业为房屋建筑业，债务人行业集中度极高。

从债务人的项目所在地区分布情况来看，项目所在地分布在 4 个市，应收账款余额占比

最高的地区为南宁，占 54.04%，本交易应收账款地区集中风险较高。具体分布见表 5。

表 5 资产池债务人项目所在地区分布
(单位：笔、万元、%)

债务人项目所在地区	笔数	应收账款余额	占比
南宁	45	11278.91	54.04
惠州	40	7957.61	38.13
佛山	7	944.32	4.52
汕尾	8	691.02	3.31
合 计	100	20871.86	100.00

从应收账款债权人分布情况看，资产池共涉及 74 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 1102.79 万元，占比 5.28%。占比最大的前五家债权人应收账款余额共计 4392.61 万元，占比 21.05%，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。资产池债权人具体分布见表 6。

表 6 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
福建省顺安建筑工程有限公司	2	1102.79	5.28
广东高和建筑劳务有限公司	3	1063.39	5.09
广州市睿建建筑劳务有限公司	1	856.00	4.10
珠海国嘉建筑工程有限公司	2	711.20	3.41
四川昶达建筑劳务有限公司	1	659.22	3.16
合 计	9	4392.61	21.05

从应收账款金额分布来看，规模在 400 万以下的应收账款较多，合计金额占比为 61.26%。资产池应收账款金额具体分布如表 7 所示。

表 7 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, 400]	86	12785.95	61.26
(400, 800]	12	6269.62	30.04
800 以上	2	1816.29	8.70
合 计	100	20871.86	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龙光控股控股/参股的下属公司，若债务人未将全部应收账款划付至信托账户，则由共同债务人龙光控股和龙光集团进行补足。联合资信给予龙光控股和龙光集团的主体信用等级均为 AAA_{pi}，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和兑付服务费）。

本交易票据预计存续期限为不超过 12 个月，假定优先级票据发行利率分别为下表中所设值，测算的保障比率如下表所示：

表 8 压力情景下优先级票据保障比率
(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
4.00	20525.94	1.0169

4.20	20565.34	1.0149
4.40	20604.74	1.0130
4.60	20644.14	1.0110
4.80	20683.54	1.0091
5.00	20722.94	1.0072

注：预期支出=应由信托财产承担的税费支出+优先级票据本息

从压力测试的结果来看，在优先级票据发行利率不超过 5.00%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“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 龙光控股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)	215.69	331.81	379.11
资产总额(亿元)	1001.48	1560.09	1834.58
所有者权益(亿元)	279.44	351.96	406.70
短期债务(亿元)	135.41	152.71	243.50
长期债务(亿元)	160.07	193.98	151.41
全部债务(亿元)	295.48	346.69	394.91
营业总收入(亿元)	271.05	444.67	557.94
利润总额(亿元)	93.50	126.47	159.27
EBITDA(亿元)	95.62	129.39	163.42
经营性净现金流(亿元)	143.85	153.36	4.66
财务指标			
销售债权周转次数(次)	25.98	25.07	15.87
存货周转次数(次)	0.48	0.71	0.62
总资产周转次数(次)	0.30	0.35	0.33
现金收入比(%)	122.46	83.52	95.74
营业利润率(%)	28.59	29.05	28.79
总资本收益率(%)	13.16	15.32	15.71
净资产收益率(%)	26.33	30.16	30.57
长期债务资本化比率(%)	36.42	35.53	27.13
全部债务资本化比率(%)	51.40	49.62	49.26
资产负债率(%)	72.10	77.44	77.83
流动比率(%)	141.78	130.24	118.60
速动比率(%)	74.82	82.89	55.54
经营现金流动负债比(%)	26.52	15.53	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	5.78	4.92
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	2.68	2.42

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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

附件 3-1 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 3-2 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 4 资产支持票据信用等级设置及含义

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

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链 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“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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。

深圳联合保理有限公司/云南国际信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”相关信息，如发现“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳联合保理有限公司/云南国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”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联合保理有限公司/云南国际信托有限公司联系，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。