

# 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《深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款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

二零一九年三月八日



# 信用等级公告

联合[2019] 507号

联合资信评估有限公司通过对“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一九年三月八日



# 深圳前海辉玥商业保理有限公司2019年度第一期 蓝光发展供应链应付账款资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

名称	发行金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先级资产支持票据	20000.00	95.00	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
次级资产支持票据	1052.63	5.00	NR
总计	21052.63	100.00	—

注：1.上述评级结果成立的假设前提是保理公司已支付保理款项，且直接债务人和共同债务人已出具《买方确认函》和《付款确认书》；

2.上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过 8.50% 的情况下有效；

3. NR 表示未予评级，下同。

## 交易概览

票据预计存续期限：不超过 12 个月  
载体形式：信托型资产支持票据  
基础资产：发起机构为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的应收账款债权及其附属担保权益  
委托人/发起机构/保理商：深圳前海辉玥商业保理有限公司  
受托人/发行载体管理人：平安信托有限责任公司  
资产服务机构：深圳前海辉玥商业保理有限公司  
资金保管银行：渤海银行股份有限公司  
牵头主承销商/簿记管理人：招商证券股份有限公司  
联席主承销商：渤海银行股份有限公司  
直接债务人：四川蓝光发展股份有限公司下属并表公司  
共同债务人：四川蓝光发展股份有限公司

## 评级时间

2019 年 3 月 8 日

## 分析师

赵晓丽 王笛 欧阳睿 王聪

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通过对“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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的综合考量，以及对本交易共同债务人四川蓝光发展股份有限公司的偿债能力和偿债意愿的评估，确定“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，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信托终止日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

## 优势

1. 本交易制定了较为严格的基础资产入池标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得直接债务人和共同债务人（以下合称为“债务人”）对其到期应付义务的书面确认，且不享有任何扣减、减免和抵销目标应付款的权利。
2. 本交易共同债务人为四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”），联合资信给予其主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，信用水平很高，从而本交易基础资产信用质量良好，面临的违约风险很低。

## 关注及风险缓释

1. 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在评级过程中尚未确定，存在一定的利率风险。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为

22879.30 万元，资产支持票据发行规模为 21052.63 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测试，测试结果表明在预计应由信托财产承担的综合费率和税费费率分别为 0.35% 和 3.26%，优先级资产支持票据发行利率不超过 8.50% 的情况下资产池回收款可以覆盖优先级票据端本息支出。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：蓝光发展是四川省知名房地产企业，经营管理情况良好，财务实力较强，拥有很高的主体信用级别，违约风险很低。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辉玥商业保理有限公司和受托人平安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辉玥商业保理有限公司/平安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辉玥商业保理有限公司/平安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。
- 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，未因深圳前海辉玥商业保理有限公司/平安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“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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/发起机构深圳前海辉玥商业保理有限公司（以下简称“前海辉玥保理”）将其合法所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，将基础资产委托给平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）并设立“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据信托”，平安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（包括优先级资产支持票据和次级资产支持票据），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信

托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/保理商：深圳前海辉玥商业保理有限公司
受托人/发行载体管理人：平安信托有限责任公司
资产服务机构：深圳前海辉玥商业保理有限公司
资金保管银行：渤海银行股份有限公司
牵头主承销商/簿记管理人：招商证券股份有限公司
联席主承销商：渤海银行股份有限公司
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：北京市天元律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
直接债务人：四川蓝光发展股份有限公司下属并表公司
共同债务人：四川蓝光发展股份有限公司

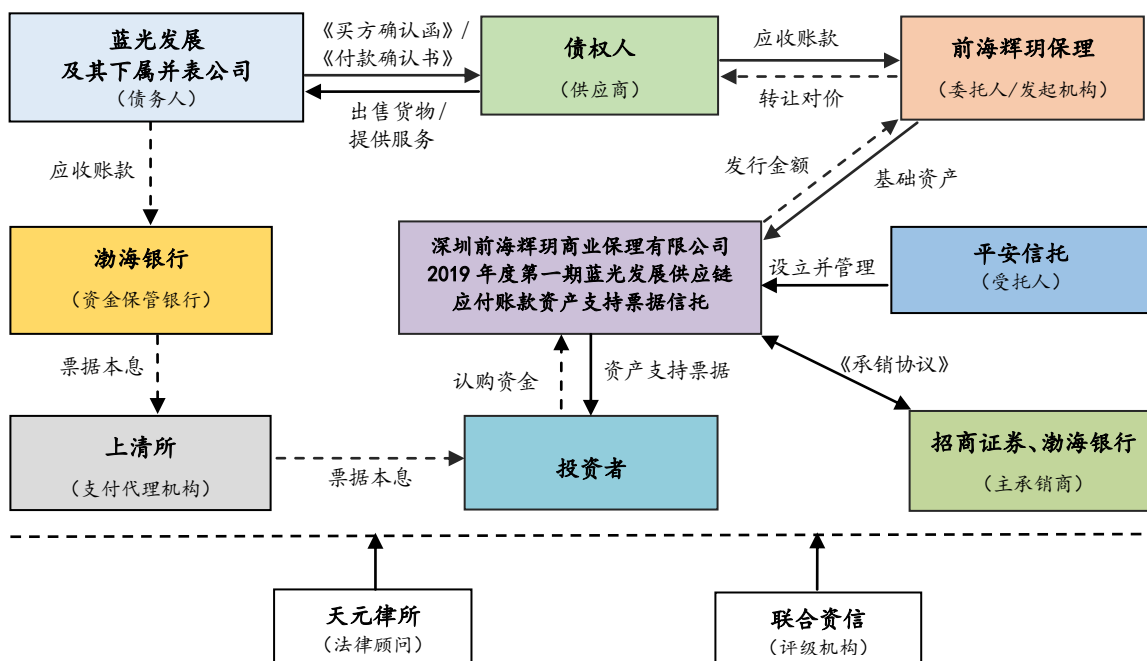


图 1 交易安排

### 2. 资产支持票据

本交易设置了优先级资产支持票据和次级资产支持票据，优先级资产支持票据采用固定利率，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，到期一次还本付息；

次级资产支持票据不设票面利率，到期一次还本。本期资产支持票据募集资金拟用于偿还金融机构借款。



表 2 本期资产支持票据概况 单位：万元/%

名称	发行规模	总量占比	还本付息方式	利率类型	预计存续期限（月）
优先级资产支持票据	20000.00	95.00	到期一次性还本付息	固定利率	≤ 12
次级资产支持票据	1052.63	5.00	到期一次性还本	--	

### 3. 基础资产

本交易基础资产为委托人合法所有的应收账款债权及其附属担保权益。为资产支持票据信托之目的，委托人对债权人享有的、要求债权人履行争议应收账款债权回购义务的请求权也一并信托予受托人。

根据本交易约定，就每一笔目标应收账款债权而言，在信托生效日及信托财产交付日应当满足以下全部条件：(a)委托人真实、合法、有效地享有该笔目标应收账款债权，且该笔目标应收账款债权上未设定抵押权、质权或者任何第三方的其他有效的权利主张（委托人因受让基础资产所对应的该笔目标应收账款债权而通过中登网办理转让登记的情况除外）；(b)债权人已将该笔目标应收账款债权转让予委托人的事宜向债务人发出书面通知或其他具有同等作用的书函并在信托生效日之前已取得债务人出具的《买方确认函》、《付款确认书》和确认回执；(c)委托人其因向债权人提供保理服务而受让的目标应收账款债权继而信托予受托人设立本信托的事宜，向债务人发出书面通知或其他具有同等作用的书函并在信托生效日之前已取得债务人出具的《买方确认函》、《付款确认书》和确认回执；(d)委托人、债权人、债务人为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续，未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照或涉及重大诉讼或仲裁；(e)该笔目标应收账款债权对应的《应收账款转让合同》、《付款确认书》、《应收账款转让登记协议》、基础交易合同等法律文件适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(f)该笔目标应收账款债权可以进行合法的转让，该笔目标应收账款债权对应的基础交易合同或《保理合同》均未对该笔目标应收账款债权转让或再转让设置任何禁止性或限

制性条件，且无需取得债权人、债务人或其他主体的同意；(g)该笔目标应收账款债权对应的基础交易合同的附属担保权益的设立均合法有效，且可合法有效转让，无需取得债权人、债务人或其他主体的同意；(h)蓝光发展在《付款确认书》中对该笔目标应收账款债权的负有的到期清偿应付款及其他约定义务和该笔目标应收账款债权对应的基础交易合同项下的附属担保权益（包括但不限于保证担保、回购等）不因该笔目标应收账款债权的转让而被全部或部分免除；(i)债权人在该笔目标应收账款债权对应的《应收账款转让合同》项下不享有任何扣减、减免和抵销的权利；(j)该笔目标应收账款债权均来源于委托人自行为债权人办理的保理业务，不存在再保理的情形；(k)该笔目标应收账款债权对应的基础交易合同及其相关的法律文件均构成债务人合法、有效和有约束力的义务，委托人通过《应收账款转让合同》以受让方式取得的相关权利，可根据基础交易合同的条款向债务人主张权利；(l)委托人已根据《保理合同》的约定自行或委托第三方向债权人支付应收账款转让对价，且支付对价公允；(m)该笔目标应收账款债权所对应的基础交易合同和《保理合同》项下均未发生重大违约情形；基础资产项下的债务人、债权人在委托人处均不存在不良保理记录；(n)债权人已经履行并遵守了该笔目标应收账款债权所对应的基础交易合同项下的应尽义务，且在基础交易合同项下不享有任何被债务人主张扣减或减免应付款项的情形（债务人行使法定抵销权除外）；(o)债权人已经履行并遵守了该笔目标应收账款债权所对应的《保理合同》；(p)该笔目标应收账款债权不涉及国防、军工或其他国家机密；(q)该笔目标应收账款债权项下的债权人不是蓝光发展的关联法人；(r)该笔目标应收账款债权项下的债务人、债权人不涉及地方政府或地方政府

融资平台公司；(s)该笔目标应收账款债权不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；(t)该笔目标应收账款债权对应到期日均不晚于优先级资产支持票据的预期到期日。

就每一笔应收账款债权而言，除上述所列的入池标准外，委托人进一步承诺及保证，该笔债权在信托生效日、信托财产交付日均满足以下要求：(a)该笔应收账款债权满足信托合同约定的全部入池标准；(b)在该笔应收账款债权交付给受托人之时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该笔应收账款债权所享有的合法权利，也不存在任何债务人的违约或者潜在违约行为，且该笔应收账款债权的可回收性在本合同签署日、信托生效日、信托财产交付日前未发生任何重大不利变化；(c)委托人拥有的该笔应收账款债权权属明确，委托人根据本合同将该笔应收账款债权委托给受托人设立本信托并不侵犯任何第三方合法权益；(d)委托人委托给受托人设立本信托的该笔应收账款债权可通过资产服务机构开立的独立台账对

其予以标记；(e)委托人向受托人披露的该笔应收账款债权的任何信息所有重要方面，包括但不限于提供的基础资产文件，均是真实、准确和完整的，且不具有误导性；(f)除付款期限外，该笔应收账款债权的债务人履行基础交易项下付款义务的所有前提条件均已得到满足；(g)该笔应收账款债权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、冻结等司法保全或强制措施。

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）	22879.30
应收账款笔数（笔）	110
直接债务人户数（户）	33
单笔应收账款最小余额（万元）	14.13
单笔应收账款最大余额（万元）	1347.17
单户应收账款最小余额（万元）	19.89
单户应收账款最大余额（万元）	4027.40

## 二、基础资产分析

本交易基础资产为委托人合法所有的应收账款债权及其附属担保权益。截至本报告出具日，入池资产共计 110 笔，应收账款余额共计 22879.30 万元。

从应收账款类型来看，本交易入池 110 笔应收账款包括工程类应收账款和贸易类应收账款，应收账款类型分布详见表 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	76	15838.05	69.22
贸易	34	7041.26	30.78
<b>合计</b>	<b>110</b>	<b>22879.30</b>	<b>100.00</b>

从应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及 33 户蓝光发展下属并表公司作为直接债

务人，单户直接债务人涉及的应收账款余额最大为 4027.40 万元，占比 17.60%，直接债务人集中度一般。资产池共涉及 78 户债权人，均与债务人不存在关联关系，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 2454.55 万元，占比 10.73%，债权人集中度较低。入池资产应收账款余额占比前五大直接债务人和债权人具体分布分别见表 5、表 6。

表 5 资产池占比前五大直接债务人

单位：笔/万元/%

直接债务人	笔数	应收账款余额	占比
成都浦兴商贸有限责任公司	18	4027.40	17.60
成都金鑫贸易有限责任公司	15	2898.59	12.67
宝鸡鼎丰置业有限公司	6	2344.12	10.25
成都海润置业有限公司	7	2336.24	10.21



昆明蓝光滇池文化旅游发展有限公司	5	2138.61	9.35
<b>合计</b>	<b>51</b>	<b>13744.95</b>	<b>60.08</b>

表6 资产池占比前五大债权人

单位：笔/万元/%

债权人	笔数	应收账款余额	占比
浙商中拓集团股份有限公司	8	2454.55	10.73
成都建工第八建筑工程有限公司 双流分公司	3	1669.20	7.30
重庆拓达建设（集团）有限公司	1	1347.17	5.89
四川省雅典建设工程有限公司	4	1228.21	5.37
四川宏盛图建设工程有限公司	1	1228.16	5.37
<b>合计</b>	<b>17</b>	<b>7927.28</b>	<b>34.65</b>

从直接债务人所在地区分布情况来看，直接债务人分布在 17 个城市，应收账款余额占比最高的地区为成都市，占比 51.40%，应收账款地区集中度高。具体分布见表 7。

表7 资产池直接债务人所在地区分布

单位：笔/万元/%

直接债务人所在地区	笔数	应收账款余额	占比
成都	50	11760.44	51.40
重庆	11	2458.02	10.74
宝鸡	6	2344.12	10.25
昆明	13	1800.70	7.87
茂名	4	866.57	3.79
天津	5	862.40	3.77
合肥	1	851.26	3.72
武汉	8	598.83	2.62
长沙	2	500.00	2.19
南昌	3	247.01	1.08
泸州	1	144.00	0.63
张家口	1	107.19	0.47
南宁	1	100.00	0.44
深圳	1	89.51	0.39
西安	1	66.08	0.29
南京	1	52.85	0.23
青岛	1	30.30	0.13
<b>合计</b>	<b>110</b>	<b>22879.30</b>	<b>100.00</b>

### 三、交易结构分析

#### 1. 账户设置及资金划转

受托人平安信托应以信托的名义在资金保管银行开立独立的资金账户，作为本信托的信托账户，信托资金的一切收支活动，包括但不限于接收信托回收资金、缴纳信托税费、支付信托费用以及向优先级资产支持票据持有人划付信托利益分配款项，均必须通过该账户进行。

未发生“债务人提前清偿事件”或“资产支持票据提前清偿事件”情况下，每一个分配期间的基础资产现金流归集流程如下：在信托存续期内的任一日，如触发回购或赎回事件，债权人或委托人将回购价款或赎回价款付至信托账户。资产服务机构前海辉玥保理在应收账款债权到期日前一个月、10 天、5 天分别向债

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。应收账款债权到期日的前一个工作日前，蓝光发展下属并表公司向信托账户支付等额于该笔应收账款债权本金的资金。应收账款债权到期日的 12:00 前，蓝光发展向信托账户划付等额于蓝光发展下属并表公司未能足额偿付的该笔应收账款债权本金之和的资金。

发生“债务人提前清偿事件”或“资产支持票据提前清偿事件”情况下，蓝光发展下属并表公司或蓝光发展应当按照受托人的要求在收到受托人书面通知之日起第 5 个工作日的 15:00 前向应收账款确认函载明的指定账户支

付相应款项。

“债务人提前清偿事件”系指某一蓝光发展下属并表公司需要提前清偿其名下所有未到期应收账款债权本金的以下任一事件：(a)该下属并表公司被证明发生对外偿债困难；(b)该下属并表公司存在破产、清算、停止经营的迹象；(c)该下属并表公司发生重大诉讼且存在败诉风险可能导致其丧失清偿或履约能力；(d)该下属并表公司发生任一丧失履约能力事件或其他任何可能导致其丧失履约或清偿能力的情况；(e)发生资产支持票据提前清偿事件。

“资产支持票据提前清偿事件”系指以下任一事件：(a)应收账款债权本金合计金额占本次发行资产支持票据所对应的全部应收账款债权本金 10% 以上的蓝光发展下属并表公司或蓝光发展自身被证明发生对外偿债困难；(b)应收账款债权本金合计占本次发行资产支持票据所对应的全部应收账款债权本金 10% 以上的蓝光发展下属并表公司或蓝光发展自身存在破产、清算、停止经营的迹象；(c)应收账款债权本金合计占本次发行资产支持票据所对应的全部应收账款债权本金 10% 以上的蓝光发展下属并表公司或蓝光发展自身发生重大诉讼且存在败诉风险可能导致其丧失清偿或履约能力；(d)应收账款债权本金合计占本次发行资产支持票据所对应的全部应收账款债权本金 10% 以上的蓝光发展下属并表公司或蓝光发展自身发生任一丧失履约能力事件或其他任何可能导致其丧失履约或清偿能力的情况；(e)评级机构给予优先级资产支持票据的信用评级等于或低于 AA<sup>-</sup>级时；(f)评级机构给予蓝光发展的主体长期信用等级等于或低于 AA<sup>-</sup>级时。

发生以上任何一起提前清偿事件时，资产服务机构、蓝光发展或其下属并表公司应在知悉上述事件起 1 个工作日通知受托人。受托人收到通知后 2 个工作日内将有关该重大事项的情况向资产支持票据持有人作临时披露。受托人知悉该事件后 5 个工作日内，发出召开资产支持票据持有人会议通知，根据资产支持票据持

有人会议决议决定是否要求蓝光发展或蓝光发展下属并表公司提前清偿。

## 2. 现金流支付机制

在信托存续期间，受托人于支付日（就期间分配和到期分配而言，为资产支持票据的预期到期日或提前到期日；就清算分配而言，为信托计划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。）根据基础资产现金流回收情况，按照下列顺序和金额进行信托利益分配。

在期间分配时，按照下列顺序和金额进行信托利益分配：(a)以现金形式缴纳到期应纳的信托税费；(b)以现金形式支付登记托管机构、支付代理机构收取的资产支持票据登记、票据收益支付等相关手续费用；(c)以现金形式支付到期应付的管理费、资金保管费及其他应付信托费用；(d)以现金形式，向各优先级资产支持票据持有人分配资产支持票据的当期预期收益；(e)以现金形式，向各优先级资产支持票据持有人分配资产支持票据的本金；(f)在期间分配时，信托账户内的信托资金在满足上述分配后仍有剩余的，剩余的信托资金留存于信托账户。

在交易到期分配时，受托人于支付日根据基础资产现金流回收情况按照上述约定顺序进行分配，如分配后仍有剩余的，剩余信托资金留存于信托账户，待信托进入清算程序后进行分配。

经清算的剩余信托财产于支付日按下列顺序分配（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)支付存续优先级资产支持票据持有人的当期预期收益；(e)支付存续优先级资产支持票据持有人的未偿本金，直至支付优先级资产支持票据的未偿本金全部支付完毕；(f)支付存续次级资产支持票据持有人的未偿本金，直至次级资产支持票据的未偿本金

全部支付完毕；(g)如经清算的信托财产在满足上述(a)至(f)项分配后仍有剩余的，剩余信托财产全部支付给资产服务机构作为其浮动服务费。

### 3. 交易结构风险分析

#### (1) 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优先级票据本金及利息的风险。

本交易资产池应收账款余额为 22879.30 万元，资产支持票据发行规模为 21052.63 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测试，

测试表明在一定利率区间内资产池回收款可以覆盖票据端本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

#### (2) 再投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户内待分配的信托资金用于合格投资，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，约定合格投资范围为银行存款等低风险、高流动性金融产品。且规定在合格投资过程中，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 个工作日将合格投资形成的资产变现，以保证票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

## 四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为直接债务人蓝光发展下属并表公司，若蓝光发展下属并表公司未将全部应收账款金额划付至信托账户，则由共同债务人蓝光发展进行差额补足。联合资信给予蓝光发展的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，与优先级资产支持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资产支持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下，应收账款偿付安排对优先级资产支持票据预期支出的保障程度。

在费用测算方面，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 0.35%，应由信托财产承担的税费费率为 3.26%。

本交易优先级资产支持票据预计存续期限不超过 12 个月，假定存续期限为 12 个月，优先级资产支持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 不同利率情景下优先级资产支持票据保障比率

单位：%/万元/倍

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	票据保障倍数
7.50	21632.78	1.0576
7.70	21672.78	1.0557
7.90	21712.78	1.0537
8.10	21752.78	1.0518
8.30	21792.78	1.0499
8.50	21832.78	1.0479

注：预期支出=优先级资产支持票据本金\*(1+优先级资产支持票据预期发行利率\*优先级资产支持票据预计存续期限/365)+应由信托财产承担的支出和税费。

从上述测试的结果来看，在优先级资产支持票据发行利率不超过 8.50% 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保障程度均达到 1 倍以上，考虑共同债务人蓝光发展的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，联合资信给予优先级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

## 五、主要参与方履约能力

### 1. 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为前海辉玥保理。前海辉玥保理经营范围包含保付代理业务及相关信息咨询、担保业务、供应链管理、国内贸易等。前海辉玥保理成立于2017年10月27日，系由西藏锦诚投资有限公司出资组建的有限责任公司，注册资本5000万元。西藏锦诚投资有限公司于2018年5月对前海辉玥保理增资5000万元，注册资本增至10000万元。前海辉玥保理的最终控股股东为蓝光投资控股集团有限公司。

组织架构方面，前海辉玥保理主要经营业务由总经理统筹负责，下设业务部、融资部、风险管理部、法律合规部、财务管理部、综合管理部以及产品研发部，其中业务部主要负责核心企业的营销拓展、核心企业下属公司的付款需求跟进以及资产到期管理；融资部主要负责根据公司业务资产类型，制定资金渠道对接方案，实施并达成融资目标；风险管理部主要负责建立完善的风险管控制度、流程、体系，定期编制公司风险管理报告，跟踪了解最新监管规定和行业风控规则；法律合规部主要负责建立公司法务管理体系，优化金融法律事务运作流程，协助公司决策层依法决策；财务管理部主要负责参与公司重要投资事项的分析和决策，为企业发展及对外投资等事项提供财务方面的分析和决策依据；综合管理部主要负责制定公司人力资源管理的方针、政策和制度；产品研发部主要负责信息化战略匹配，信息化风险评估、信息安全管理及IT服务管理，推动公司信息化建设，就信息化建设向公司提供专业的咨询、建议和规划方案。

风险管理方面，前海辉玥保理风险条线职能区分为信贷审批、放款审核、贷后管理、资产保全四个部分。信贷审批主要包括对核心企业的准入及项目审查；放款审核主要包括对单笔资产的资料完整性、有效性、合规性和准确

性，其中也包含了对贸易背景真实性的审查；贷后管理主要包括对档案管理、额度管理更新、核心企业的贷后动态追踪与监控、行业发展系统性风险监控、以及回款情况的追踪；资产保全主要包括出现风险后的组织资产诉讼、清收等事项。

保理融资业务催收主要由风险管理部、资产保全岗和业务部进行管理。催收手段包括但不限于电话催收、催收短信、催收函、律师函、公告催债、核实资产、协商转让、申请支付令、财产保全、公正执行、诉讼、仲裁等。在客户违约初期，以电话和短信催收为主，敦促客户作出口头或书面的还款承诺并履行承诺，随着拖欠时间的延长或客户态度的恶化，会相应采取诉讼或其它执行手段。

截至2018年9月，前海辉玥保理总资产10082.79万元，所有者权益10049.70万元，2018年前三季度，前海辉玥保理实现营业收入80.41万元，净利润49.94万元。

总体来看，前海辉玥保理组织架构基本健全，但成立时间较短，联合资信将持续关注其经营状况及尽职履责能力，考虑到辉玥保理在本交易存续期内承担的职责对基础资产回收质量影响不大，因此其履职能力对本交易资产造成损失的可能性较小。

### 2. 共同债务人—四川蓝光发展股份有限公司

蓝光发展前身系成都迪康制药公司，成立于1993年5月，1998年更名为成都迪康制药有限公司。1999年12月，成都迪康制药有限公司整体变更为四川迪康科技药业股份有限公司（以下简称“迪康药业”），并于2001年2月在上海证券交易所挂牌上市。2015年4月，迪康药业更名为四川蓝光发展股份有限公司。截至2017年底，蓝光发展注册资本为21.32亿元，蓝光集团为公司控股股东，持有总股本的



53.62%。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 952.40 亿元，所有者权益 190.46 亿元。2017 年，公司实现营业收入 245.53 亿元，利润总额 17.74 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1334.37 亿元，所有者权益 246.48 亿元(含少数股东权益 99.02 亿元)。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 142.78 亿元，利润总额 18.28 亿元。

### (1) 经营分析

蓝光发展主要从事房地产开发业务，近年随着业务规模扩张，主营业务收入增长迅速。2015~2017 年，蓝光发展主营业务收入分别为 168.46 亿元、209.88 亿元和 243.56 亿元，年均复合增长 20.24%。2015~2017 年，以房地产板块为主的主营业务收入占营业收入比重均在 90.00% 以上，蓝光发展主营业务突出。

表 9 2015~2017 年蓝光发展主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	160.77	95.44	27.67	197.53	94.12	23.26	229.16	94.09	22.70
医药和 3D 生物打印	4.47	2.65	58.91	5.55	2.64	59.15	7.82	3.21	68.49
现代服务业	3.22	1.91	35.16	6.80	3.24	34.60	6.58	2.70	43.22
<b>合计</b>	<b>168.46</b>	<b>100.00</b>	<b>28.64</b>	<b>209.88</b>	<b>100.00</b>	<b>24.46</b>	<b>243.56</b>	<b>100.00</b>	<b>24.73</b>

资料来源：蓝光发展年报

### (2) 财务分析

资产质量方面，2015~2017 年，蓝光发展资产总额逐年大幅增长，年均复合增长率为 30.13%，资产构成以流动资产为主，近三年流动资产占比均在 87% 以上，符合房地产开发企业的特征。截至 2017 年底，蓝光发展资产总额 952.40 亿元，其中流动资产占比 89.48%，非流动资产占比 10.52%，以流动资产为主。截至 2018 年 9 月底，蓝光发展资产总额 1334.37 亿元，同比增长 29.82%，主要系流动资产增加所致；资产构成中，流动资产占 89.58%，非流动资产占 10.42%，仍以流动资产为主。总体看，蓝光发展资产规模持续扩张，以流动资产为主，蓝光发展资产质量一般。

负债方面，2015~2017 年，蓝光发展负债规模逐年增长，年均复合增长率为 30.28%。2015~2017 年，蓝光发展非流动负债占比分别为 23.59%、33.50% 和 31.81%，非流动负债占比波动上升。截至 2017 年底，蓝光发展负债合计 761.94 亿元。截至 2018 年 9 月底，蓝光发展负债总额 1087.89 亿元，同比增长 42.78%，主要系非流动负债增加所致；负债结构中流动负债占 65.24%，非流动负债占 34.76%，以流动

负债为主。总体看，蓝光发展负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主。非流动负债中长期借款规模较大、到期期限比较集中、融资成本较高，届时蓝光发展将存在一定的集中到期偿付压力。蓝光发展负债处于较高水平。

所有者权益方面，2015~2017 年，蓝光发展所有者权益持续上涨，年均复合增长 29.53%。2017 年底，所有者权益合计 190.46 亿元，同比大幅上涨 35.95%，主要系其他权益工具以及未分配利润增长所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益 145.44 亿元，占比 76.36%。归属于母公司所有者权益主要由股本（占比 14.66%）、其他权益工具（占比 31.30%）、资本公积（占比 9.58%）和未分配利润（占比 39.16%）构成。其他权益工具为 45.53 亿元，同比增长 483.72%，主要系 2017 年蓝光发展发行总额为 30 亿元的永续中票以及取得大连银行股份有限公司向本公司发放无固定期限贷款 8 亿元所致。未分配利润同比增长 20.37% 至 56.96 亿元，主要系蓝光发展净利润增加所致。截至 2018 年 9 月底，蓝光发展所有者权益 246.48 亿元，同比增长 29.42%，主要系少数股东权益增加所致。总体看，蓝光发展所有者权



益逐年增长，权益结构的稳定性一般。

盈利指标方面，2015~2017年，公司总资产收益率和净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为3.47%和6.87%。2017年分别为3.39%和6.57%。公司盈利能力尚可。2018年1~9月，公司实现营业收入142.78亿元，为2017年全年的58.15%；利润总额18.25亿元，为2017年全年的102.87%；同期营业利润率由上年的18.57%升至27.76%。2018年前三季度，公司盈利水平明显上升。总体看，近三年蓝光发展营业收入快速增长，各项盈利指标尚可，未来随着在建项目陆续竣工，相应收入实现结转，蓝光发展盈利水平有望进一步提高。

现金流方面，从经营活动来看，2015~2017年蓝光发展经营活动现金流入分别为186.50亿元、249.58亿元和372.70亿元，近三年持续增长。近三年蓝光发展经营活动现金流出分别为172.19亿元、276.46亿元和297.17亿元，近三年持续增长。2015~2017年，蓝光发展经营性净现金流分别为14.30亿元、-26.88亿元和75.54亿元；2017年经营活动净现金流由负转正主要系蓝光发展经营规模扩大，同时2017年新增土地主要通过股权收购方式获取原因所致。从现金收入质量来看，近三年蓝光发展现金收入比分别为102.26%、114.86%和146.28%，蓝光发展收入质量较高。2015~2017年，蓝光发展投资活动现金流入分别为22.57亿元、28.59亿元和63.50亿元，2017年投资活动现金流入较上年增长122.11%，主要系收回投资及处置子公司及其他营业单位收到的现金增加所致。2015~2017年，投资活动现金流出分别为4.80亿元、24.10亿元和101.61亿元。2017年投资活动现金流出较上年增加321.57%，主要系购买子公司股权支付现金增加所致。投资活动净现金流分别为-2.55亿元、-21.24亿元和-95.26亿元，三年投资活动现金流均呈现净流出状态且规模扩大。从筹资活动来看，近三年蓝光发展筹资活动现金流入分别为192.20亿元、256.15亿元和272.50亿元，2017年筹资活动现

金流入较上年增长348.42%，主要是蓝光发展借款取得的现金增加所致。近三年蓝光发展筹资活动现金流出分别为199.02亿元、173.58亿元和228.65亿元，2017年筹资活动现金流出较上年增加31.72%，系收购子公司少数股东股权支付的现金增加所致。2015~2017年筹资活动净现金流分别为-6.82亿元、82.57亿元和43.8亿元，蓝光发展筹资活动现金流主要呈净流入状态，规模稳定增长。2018年1~9月，蓝光发展经营活动产生的现金流量净额-38.54亿元，投资活动产生的现金流量净额-74.21亿元，筹资活动产生的现金流量净额156.34亿元。总体看，蓝光发展项目投资较多，资金需求量较大。蓝光发展目前经营活动的现金流入不能完全满足经营及投资需求，对外融资依赖性强。

综合来看，蓝光发展经营情况良好，财务状况较稳定，联合资信给予蓝光发展的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，信用等级很高，违约风险很低。作为本交易的共同债务人，还款能力很强，为优先级资产支持票据的兑付提供很强的信用支持。

### 3. 资金保管银行

本交易的资金保管银行为渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）。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，是第一家在发起设立阶段就引进境外战略投资者的中资商业银行。截至2017年末，渤海银行股本总额144.50亿元，其最大股东为天津泰达投资控股有限公司，持股比例为25.00%。

渤海银行股东大会、董事会、监事会和高级管理层按照《公司法》和公司章程等相关规定，不断加强和完善公司治理架构建设，三会一层治理体系运行良好。目前银行高层管理层包括1名行长和5名副行长。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。近年来，渤海银行高级管理层按照董事会

的要求履行经营管理职责，积极推动业务发展、创新转型以及风控体系建设，保证了经营管理工作的有序开展。

截至 2017 年末，渤海银行资产总额 10025.67 亿元，比年初增长 17.11%；负债总额 9541.02 亿元，比年初增长 17.12%；实现净利润 67.54 亿元，比上年增长 4.33%；不良贷款率为 1.74%。

截至 2018 年 9 月末，渤海银行资产总额 10386.59 亿元，负债总额 9836.53 亿元，所有者权益合计 550.06 亿元。2018 年前三季度实现净利润 62.46 亿元。

总体来看，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银行，尽职能力很强，将为本交易提供良好的服务。

#### 4. 受托人

本交易的受托人及发行人是平安信托。平安信托的前身为成立于 1984 年的中国工商银

行珠江三角洲金融信托联合公司。1996 年，经中国人民银行批复同意，中国平安保险股份有限公司收购完成后更名为平安信托投资公司，2010 年更名为平安信托有限责任公司。截至 2017 年底，平安信托注册资本为人民币 130 亿元，公司股东由中国平安保险和上海市糖业烟酒（集团）有限公司组成，其持股比例分别为 99.88%、0.12%。

截至 2017 年末，平安信托资产总计 279.08 亿元，负债总额为 39.94 亿元，所有者权益为 239.14 亿元；2017 年实现营业收入总计 60.25 亿元，实现净利润 39.07 亿元。

平安信托搭建了良好的公司治理、信托业务操作流程、会计核算系统、管理信息系统、风险管理系统和内部控制制度。平安信托在专注传统融资类信托业务的同时，推动向投资型业务的转型，开拓家族财富管理、资产证券化、QDII、土地信托等创新业务。

总体来看，平安信托财务实力雄厚，内控及风险管理成效良好，尽职能力较强。

## 六、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：本次发行所涉及的债务人均系合法设立且有效存续的有限责任公司，不存在《公司法》等相关法律、法规、规范性文件规定的应当终止的情形；基础资产真实、合法、有效、权属明确无争议，不存在任何质押等第三方权利负担的情形，符

合入池标准，可依法转让，发起机构根据《信托合同》的约定将基础资产转让给发行载体合法有效；除《募集说明书》中所列示的重大事项外，不存在影响资产支持票据投资者利益的其他重大事项。

## 七、评级结论

联合资信通过对“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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的综合考量，以及对本交易共同债务人四川蓝光发展股份有限公司的偿债能力和偿债意愿的评估，确定“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应

链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，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信托终止日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

## 附件 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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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 <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 联合资信评估有限公司关于 深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期 蓝光发展供应链应付账款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“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳前海辉玥商业保理有限公司/平安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、受托人报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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。

如深圳前海辉玥商业保理有限公司/平安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“深圳前海辉玥商业保理有限公司 2019 年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据”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辉玥商业保理有限公司/平安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。