



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]A338-P号

## 深圳市前海一方恒融商业保理有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司拟发行的“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融6期资产支持专项计划”优先级资产支持证券的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融6期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AAA<sub>sf</sub>级。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十一月十五日

# 华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划 优先级资产支持证券信用评级报告

## 预售报告

本评级报告是中诚信证评基于 2018 年 11 月 15 日及之前获得的相关信息而出具。在资产支持证券发售后，中诚信证评将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整。

中诚信证评将在资产支持证券存续期内对其进行跟踪评级，如其风险程度和信用质量发生变化，中诚信证评将可能对其信用等级进行调整。

## 评级意见

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)基于 2018 年 11 月 15 日及之前获得的相关信息，给予华夏资本管理有限公司拟设立的“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划”(以下简称“本专项计划”或“专项计划”)项下优先级资产支持证券如下评级。以下评级表示本专项计划优先级资产支持证券预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的可能性极高，违约风险极低。

## 概况数据

单位: 亿元、倍、%

绿城集团	2016	2017	2018.H1
所有者权益	254.10	319.81	356.26
总资产	1,421.86	2,098.96	2,365.99
总债务	342.35	461.73	553.27
营业总收入	248.24	349.65	278.43
营业毛利率	22.74	21.81	17.68
EBITDA	34.99	55.55	-
所有者权益收益率	7.93	8.86	15.16
资产负债率	82.13	84.76	84.94
净负债率	52.84	54.58	45.53
总债务/EBITDA	9.78	8.31	-
EBITDA 利息倍数	1.19	1.60	-

注: 1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年数据采用追溯调整后 2017 年审计报告期初数；

3、2018 年上半年度所有者权益收益率已经年化处理。

## 预定评级

专项计划 资产支持证券	信用评级	预期发行金额 (万元)	预期 收益率	预期 到期日
优先级	AAA <sub>sf</sub>	63,700.00	5.00%	2019/11/15
合计	-	63,700.00	-	-

## 基础资产

指按《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划基础资产买卖协议》约定，原始权益人出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权。为本专项计划之目的，原始权益人根据目标应收账款债权对应的保理合同的约定对债权人享有要求其在特定情形下回购该笔应收账款债权的请求权也随入池应收账款债权一并作为本专项计划项下的基础资产。

资产池 应收账款余额	67,222.42 万元
原始权益人/ 保理商/	深圳市前海一方恒融商业保理有限公司
资产服务机构	
计划管理人	华夏资本管理有限公司
托管人	江苏银行股份有限公司深圳分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司

## 分析师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn

邱学友 xyqiu@ccxr.com.cn

徐 捷 jxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 11 月 15 日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在本期资产支持证券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。



## 本专项计划之优势

- 绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）出具《付款确认书》和《应收账款债权转让通知书回执》，对入池的每一笔应收账款债权的真实、合法、有效性进行确认，并同意与其下属公司作为目标应收账款的共同债务人，向专项计划履行该等应收账款债权的到期付款义务，直至专项计划受让的该等应收账款债权获得全部清偿。绿城集团系绿城中国控股有限公司（香港联交所上市企业，股票代码 03900.HK，以下简称“绿城中国”）房地产开发运营的主要平台，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）及其一致行动人作为绿城中国的第一大股东，综合实力雄厚，可为绿城集团在经营管理、项目获取以及融资等方面给予有力支持；同时，绿城集团在商品房开发及营销领域积累了丰富的经验，拥有很强的品牌实力和区域竞争力，且近年来其房地产销售金额逐年增长，货币资金亦较为充裕。整体来看，绿城集团作为目标应收账款的共同债务人为目标应收账款债权的到期偿付提供了极强的保证，从而对优先级资产支持证券本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。
- 根据《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之专项计划合同标准条款》的约定，应收账款债权到期日的前【1】个工作日【15:00】前，债务人绿城集团下属公司自行或通过其委托的第三方向专项计划账户支付等额于目标应收账款债权账面价值的资金；应收账款债权到期日的【12:00】前，绿城集团向专项计划账户划付等额于绿城集团下属公司未能支付的入池目标应收账款债权账面价值之和的资金。基础资产回收款将由债务人直接支付至专项计划账户，可有效避免基础资产现金流入的资金混同风险。
- 本专项计划中，托管人江苏银行股份有限公司深圳分行（以下简称“江苏银行深圳分行”）具有完善的托管业务体系、丰富的托管业务经验及很强的风险控制能力，可为专项计划的顺利完成提供可靠保障。

## 本专项计划弱势及缓释方式

- 在本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率基准条件，基础资产池预期回收款可覆盖专项计划所涉及的相关费用预期值和优先级资产支持证券预期本息，但未来可能由于专项计划发行利率提高、专项计划费用提高等因素，导致专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度缩小。

- 在本专项计划中，入池应收账款的债务人系绿城集团及绿城集团下属公司，均属于房地产行业，故本专项计划面临债务人关联度、行业集中度极高单一的风险，若房地产行业景气度下滑则可能影响债务人的正常运营，进而可能影响本专项计划的正常兑付。

**缓释方式：**绿城集团以出具《付款确认书》和《应收账款债权转让通知书回执》的方式成为各笔入池应收账款债权的共同债务人，并确认对该等应收账款债权承担到期付款义务，直至专项计划受让的该应收账款债权获得全部清偿。绿城集团系绿城中国房地产开发运营的主要平台，中交集团及其一致行动人作为绿城中国的第一大股东，综合实力雄厚，可为绿城集团在经营管理、项目获取以及融资等多个方面给予有力支持；同时，绿城集团在商品房开发及营销领域积累了丰富的经验，拥有很强的品牌实力和区域竞争力，截至 2018 年 6 月末，其土地储备建筑面积为 1,829.03 万平方米，土地储备资源丰富且资源分布逐步优化，且近年来其房地产销售金额逐年增长，货币资金亦较为充裕，业务发展前景良好。整体来看，绿城集团具备很强的竞争实力，信用质量很高，可在较大程度上抵御房地产行业风险，并可较好地保障本专项计划优先级资产支持证券本息的兑付。

## 评级意见和考虑因素

中诚信证评授予“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**。

中诚信证评给予上述优先级资产支持证券的评级，主要基于本专项计划如下方面的考虑：

- 交易结构和入池基础资产在法律层面的完备性；
- 绿城集团作为共同债务人从基础资产层面对专项计划提供的信用支持；
- 交易的结构特点，包括交易账户的设置、基础资产回款路径的安排和收益分配顺序的设置等；
- 江苏银行深圳分行作为托管人所具备的专业经验。

## 交易概况

### 主要参与方

原始权益人/保理商/资产服务机构	深圳市前海一方恒融商业保理有限公司（以下简称“一方恒融”）
计划管理人	华夏资本管理有限公司（以下简称“华夏资本”）
托管人	江苏银行股份有限公司深圳分行（以下简称“江苏银行深圳分行”）
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中证登深圳分公司”）

### 资产池特征

资产池应收账款金额（万元）	67,222.42
应收账款笔数（笔）	199
债权人个数（个）	109
债务人个数（个）	39
单笔应收账款平均金额（万元）	337.80
债务人	绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）及绿城集团下属公司（以下统称“绿城”）

### 资产支持证券

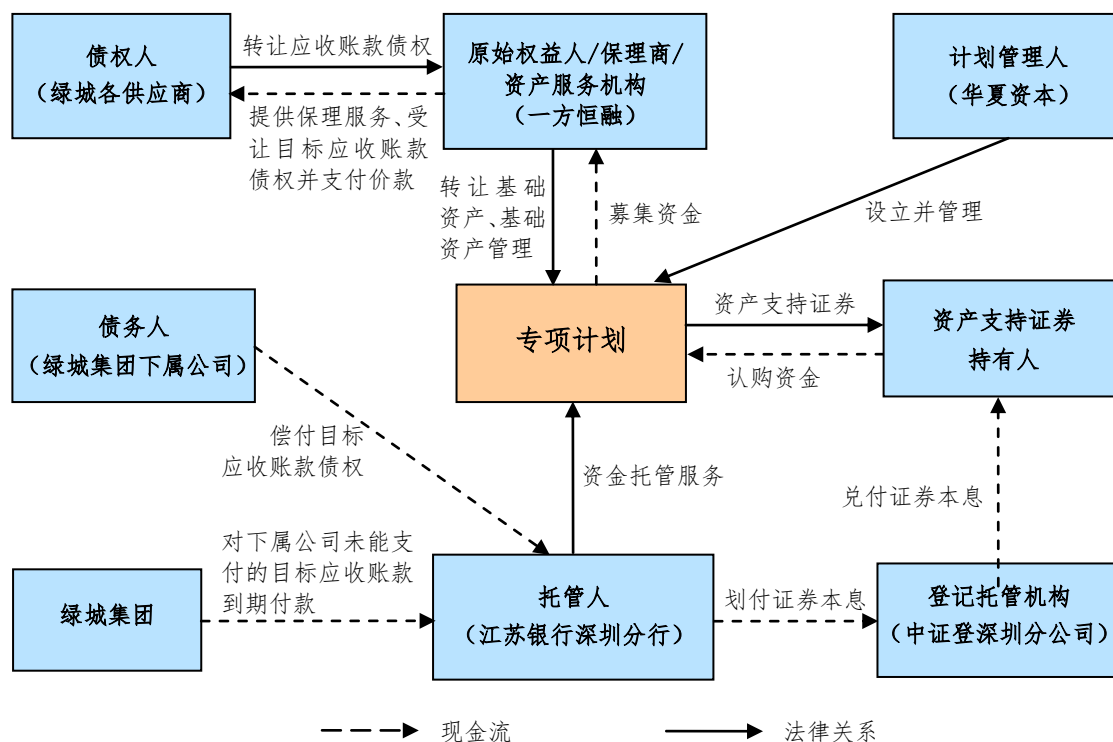
资产支持证券	预期发行金额（万元）	预期收益率（%）
优先级	63,700.00	5.00
合计	63,700.00	-

## 交易结构分析

本专项计划是根据《中华人民共和国合同法》、中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业

务管理规定》(以下简称“《管理规定》”)等法律、行政法规和中国证监会、中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)的有关规定而设立。

图 1：基本交易结构示意图



资料来源：华夏资本提供，中诚信证评整理

在本专项计划成立前，绿城各供应商即债权人<sup>1</sup>与保理商一方恒融签署《公开型无追索权国内保理合同》(以下简称“保理合同”)，将其基于基础交易合同<sup>2</sup>对债务人<sup>3</sup>享有的目标应收账款债权转让至一方恒融，以获得相应保理服务<sup>4</sup>；同时，供应商将该笔目标应收账款债权转让予保理商的事宜向绿城集团下属公司发出《应收账款债权转让通知书》(适用于供应商通知)。债务人绿城集团下属公司向供

应商、保理商和绿城集团出具《买方确认函》，确认其负有按约定清偿应付账款义务、确认应收账款债权金额并知悉应收账款债权由债权人转让予保理商，同时委托绿城集团对保理商后续转让目标应收账款债权出具《应收账款债权转让通知书回执》，且表示绿城集团出具前述回执即视为其已知悉目标应收账款债权的后续转让安排。其后，绿城集团向保理商出具《付款确认书》，确认知悉应收账款债权由债权人转让予保理商，且同意与绿城集团下属公司作为共同债务人对目标应收账款债权承担到期付款义务，如绿城集团下属公司未能在目标应收账款债权到期日的前一个工作日 15:00 前足额清偿该笔应收账款债权，则其将在目标应收账款债权到期日当天 12:00 前履行到期清付该笔应收账款的义务。

在本专项计划中，资产支持证券的投资者通过与计划管理人——华夏资本签订《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之资产

<sup>1</sup> 债权人/供应商：指为接受保理商提供的保理服务而将其对债务人享有的目标应收账款债权转让予保理商的中国境内法人或其他机构。

<sup>2</sup> 基础交易合同：指在基础交易项下：1) 债权人与债务人订立的有关境内货物贸易和服务贸易的合同性法律文件及其修订、补充；2) 债权人作为工程承包方与工程发包方/业主订立的有关境内工程承包的合同性法律文件及其修订、补充。

<sup>3</sup> 债务人：就每一笔应收账款债权而言，指根据基础交易合同的约定及/或经《买方确认函》及《付款确认书》确认可负有到期清偿应付款及其他约定义务的清偿义务人，包括绿城集团及绿城集团下属公司。

<sup>4</sup> 保理服务：指以债权人向保理商转让目标应收账款债权为前提，由保理商为债权人提供的保理融资、应收账款管理与催收、债务人信用风险担保等国内保理服务。



支持证券认购协议》(以下简称“《认购协议》”)认购资产支持证券而成为资产支持证券持有人。计划管理人代表专项计划与原始权益人一方恒融签署《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之基础资产买卖协议》(以下简称“《基础资产买卖协议》”),以资产支持证券持有人的认购资金向原始权益人购买基础资产,即入池应收账款债权,系指按《基础资产买卖协议》的约定,原始权益人出售予专项计划并交割完成<sup>5</sup>的目标应收账款债权。所谓目标应收账款债权,系指债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的,对于债务人履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权,以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益。目标应收账款债权包括贸易应收账款债权<sup>6</sup>和工程应收账款债权<sup>7</sup>两类,该等目标应收账款债权均已通过绿城集团确认函<sup>8</sup>以确认。其中附属担保权益就每一笔应收账款债权而言,指基础交易合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障作用的权益。为本专项计划之目的,原始权益人根据目标应收账款债权对应的保理合同的约定对债权人享有要求其在特定情形下回购该笔应收账款债权的请求权也随入池应收账款债权一并作为本专项计划项下的基础资产。

就每一笔目标应收账款债权转让而言,原始权益人一方恒融将其受让的目标应收账款债权最终出售予专项计划的事宜向绿城集团及绿城集团下

属公司发出《应收账款债权转让通知书》(适用于保理商通知),同时抄送计划管理人(代表专项计划)。绿城集团根据各绿城集团下属公司已出具的《买方确认函》的委托,在接收原始权益人发出的《应收账款债权转让通知书》(适用于保理商通知)后,统一向原始权益人和计划管理人(代表专项计划)出具《应收账款债权转让通知回执》,确认知悉原始权益人受让目标应收账款后继而出售予专项计划的事实,并承诺按《付款确认书》向专项计划履行各笔应收账款债权的到期付款义务。

在本专项计划中,华夏资本作为计划管理人负责设立并管理本专项计划;一方恒融作为本专项计划的资产服务机构,将根据《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之基础资产管理服务协议》的约定,为专项计划提供基础资产筛选、基础资产回收资金归集、基础资产债权追索、不合格基础资产赎回、基础资产池监控、基础资产文件保管、交易信息的记录、保存和披露等基础资产管理服务;江苏银行深圳分行作为托管人,依据《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之托管协议》(以下简称“《托管协议》”)为本专项计划提供资金托管服务;中证登深圳分公司作为本专项计划的登记托管机构负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

本专项计划基于以上交易结构设立。本专项计划仅设一档资产支持证券——优先级资产支持证券,目标募集规模为 6.37 亿元,不设次级资产支持证券。优先级资产支持证券的预期到期日、目标募集规模如下表所示。

表 1: 资产支持证券产品结构

资产支持证券	预期到期日	目标募集规模
优先级	2019 年 11 月 15 日	6.37 亿元

资料来源:华夏资本提供,中诚信证评整理

资产支持证券的还本付息计划为到期一次性还本付息。专项计划将在向所有资产支持证券投资者分配完其收益及本金后,剩余的专项计划资金用于向资产服务机构支付服务费。

## 资产池设立流程

根据《基础资产买卖协议》的约定,计划管理人在专项计划设立日将专项计划募集资金用于向

<sup>5</sup> 交割完成:就计划管理人代表专项计划向原始权益人购买基础资产而言,指以下事项均完成的事实状态:(a)基础资产购买价款根据《基础资产买卖协议》第【3.4.1】条约定支付完成;(b)基础资产根据《基础资产买卖协议》第【3.4.2】条约定而被视为交付完成;及(c)基础资产文件根据《基础资产买卖协议》第【3.4.2】条约定而被视为交付完成。

<sup>6</sup> 贸易应收账款债权:指债权人基于其提供基础交易项下的境内货物贸易和服务贸易而享有的,对于债务人按期支付基础交易价款本金、利息及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权,以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益。

<sup>7</sup> 工程应收账款债权:指债权人基于其提供基础交易项下的境内工程承包服务而享有的,对于工程发包方按期支付工程价款、利息及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权,以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益。

<sup>8</sup> 绿城集团确认函:指《买方确认函》和《付款确认书》的统称。

原始权益人购买符合入池标准及原始权益人已通过《基础资产买卖协议》作出相应资产保证的合格债权作为专项计划的基础资产，流程如下：

(1) 原始权益人应于专项计划设立日前 15 日 12:00 前向计划管理人（包括其指定的项目律师及/或评级机构）提供当期拟入池目标应收账款债权清单；

(2) 计划管理人（包括其指定的项目律师及/或评级机构）将依照适用法律规定及《基础资产买卖协议》约定通过抽查方式对经原始权益人初步审查通过的拟入池目标应收账款债权及其对应的基础资产文件进行审核；

(3) 根据计划管理人对拟入池目标应收账款债权的审核情况，原始权益人最迟不晚于专项计划设立日前 5 日前向计划管理人（包括其指定的项目律师及/或评级机构）提交当期拟入池《合格应收账款债权清单》，经计划管理人最终审定后，双方应于专项计划设立日前完成《合格应收账款债权清单》的交互签章确认；

(4) 计划管理人对经双方确认的《合格应收账款债权清单》项下的各笔基础资产所应支付的购买价款按以下公式计算：

基础资产购买价款 = 各笔基础资产购买价款之和，各笔基础资产购买价款 = 各笔应收账款债权账面价值<sup>9</sup> × 折价率<sup>10</sup>；

(5) 在满足合格债权确认的前提下，计划管理人应在专项计划设立向托管人发出付款指令，指示托管人将基础资产购买价款划转至原始权益人指定收款账户，用于基础资产的购买。托管人应根据《基础资产买卖协议》、《托管协议》的约定对计划管理人下达的付款指令中资金的用途及金额进行核对并于专项计划设立予以划转。

<sup>9</sup> 应收账款债权账面价值：就每一笔应收账款债权而言，指原始权益人与计划管理人共同确定的出售予专项计划的基础资产的债权金额，该金额以原始权益人提交并经计划管理人签章确认的《合格应收账款债权清单》中所载的“应收账款债权转让金额”为准，并以此计算该笔基础资产购买价款。

<sup>10</sup> 折价率，指原始权益人与计划管理人共同确定的基础资产出售予专项计划的折价比例，该比例以原始权益人提交并经计划管理人签章确认的《合格应收账款债权清单》所载“折价率”为准，并以此计算基础资产购买价款。

## 回购/赎回机制

根据《基础资产买卖协议》的约定，本专项计划设置了应收账款债权回购机制和基础资产赎回机制。

### 应收账款回购请求权的转让机制

就某一笔应收账款债权而言，如保理合同约定原始权益人有权请求债权人回购该笔应收账款债权的，该等回购请求权将随应收账款债权一并转让予计划管理人，成为基础资产购买标的的一部分。尽管有前述约定，原始权益人并不保证其就每笔应收账款债权均享有对债权人的回购请求权；如保理合同约定原始权益人有权请求债权人回购该笔应收账款债权的，债权人已于保理合同中接受并同意在原始权益人将受让的目标应收账款债权另行转让予第三方（包括专项计划，下同）后，第三方在基础交易存在商业纠纷时可自行或通过原始权益人对债权人行使追索权，要求债权人履行对该笔应收账款债权的回购义务。

在专项计划存续期间，如计划管理人决定自行向债权人主张回购义务，原始权益人应在计划管理人对债权人采取诉讼、仲裁或其他措施或法律程序时给予充分配合，包括但不限于提供相关的基础资产文件原件、作为诉讼当事人或参与人参加法律程序等。

在专项计划存续期间，资产服务机构或计划管理人发现基础资产池中出现满足债权人回购条件的应收账款债权的，资产服务机构应当及时通知计划管理人，计划管理人有权自行或要求原始权益人协助向债权人进行追索，要求债权人回购该笔应收账款债权。如计划管理人决定自行向债权人主张回购义务，原始权益人应在计划管理人对债权人采取诉讼、仲裁或其他措施或法律程序时给予充分配合，包括但不限于提供相关的基础资产文件原件、作为诉讼当事人或参与人参加法律程序等。

就某一笔应收账款债权而言，如计划管理人有权要求债权人回购且满足债权人回购条件的，计划管理人有权向债权人发出《应收账款债权回购通知》，通知应向债权人说明计划管理人认为该笔基础资产应被回购的依据以及债权人支付回购价款

的时间，且最迟不晚于该笔应收账款债权的应收账款债权到期日前【2】个交易日或兑付日前【6】个交易日【12:00】前（以孰早日为准）将回购价款支付至专项计划账户。回购价款按以下公式确定，即：

该笔应收账款债权的回购价款 = 该笔应收账款债权账面价值

就被回购的基础资产而言，计划管理人在收讫该笔应收账款债权回购价款时，视为债权人已履行了该笔应收账款债权的回购义务，届时资产服务机构作为专项计划代表应当将相关基础资产文件交付给债权人。

自回购日<sup>11</sup>起，被回购的该笔基础资产不再属于专项计划资产，原始权益人、债权人就该笔基础资产不再对专项计划承担任何责任。

在由债权人承担费用的前提下，计划管理人应按照债权人的合理意见，协助其办理必要的附属担保权益变更登记（如需）和债务人通知手续。

为免疑义，对于满足保理合同所约定债权人回购条件的入池应收账款债权，如该笔应收账款债权同时被视为不合格基础资产，计划管理人有权选择要求原始权益人履行赎回义务，或在向债权人追索未果或遭受不利后果时再向原始权益人要求继续履行赎回义务或对专项计划因此遭受的损失承担赔偿责任。

### 基础资产的赎回机制

在专项计划存续期间，计划管理人或资产服务机构发现不合格基础资产<sup>12</sup>的，资产服务机构应当以书面形式立即通知计划管理人，计划管理人有权向原始权益人发出《基础资产赎回通知》，原始权益人有义务按照《基础资产买卖协议》的约定向计划管理人赎回该笔基础资产。

计划管理人发出的《基础资产赎回通知》应说明该笔基础资产要求赎回的具体原因以及原始权益人支付赎回价款的时间，且最迟不晚于该笔不合

格基础资产的应收账款债权到期日前【2】个交易日或兑付日前【6】个交易日【12:00】前（以孰早日为准）将赎回价款支付至专项计划账户。赎回价款按以下公式确定，即：

该笔基础资产的赎回价款 = 该笔应收账款债权账面价值

就被赎回的基础资产而言，计划管理人在收到该笔基础资产赎回价款时，视为基础资产赎回完毕，且相关基础资产文件已经由资产服务机构交付给原始权益人。

自赎回日<sup>13</sup>起，被赎回的该笔基础资产不再属于专项计划资产，原始权益人就该笔基础资产不再对专项计划承担任何责任。

在由原始权益人承担费用的前提下，计划管理人应按照原始权益人的合理意见，协助其办理必要的附属担保权益变更登记（如需）和债务人通知手续。

### 交易的法律情况

本专项计划根据《中华人民共和国民法通则》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国企业破产法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国证券投资基金法》、《管理规定》等法律、行政法规和中国证监会颁布的规章、规范性文件开展。根据北京市君泽君（广州）律师事务所（以下简称“君泽君”）出具的《关于华夏资本管理有限公司设立华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融资产支持专项计划（1-15期）法律意见书》、《关于华夏资本管理有限公司设立华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融【1-15】期资产支持专项计划之补充法律意见书》、《关于华夏资本管理有限公司设立华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融资产支持专项计划（1-15期）之模式补充法律意见书（二）》及《关于华夏资本管理有限公司设立华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融资产支持专项计划（1-15期）之模式补充法律意见书（三）》（以

<sup>11</sup> 回购日：指原始权益人根据计划管理人发出的《应收账款债权回购通知》回购应收账款债权且支付完毕回购价款之日。

<sup>12</sup> 不合格基础资产：指在专项计划设立日或购买日不符合入池标准或原始权益人在专项计划设立日或购买日对该等应收账款债权做出的资产保证不真实、不完整或不准确的入池应收账款债权。

<sup>13</sup> 赎回日：指原始权益人根据计划管理人或资产服务机构发出的《基础资产赎回通知》赎回不合格基础资产且支付完毕赎回价款之日。



下统称“《法律意见书》”) 对计划管理人为本专项计划之目的而设计的, 与应收账款债权的形成、共同债务的加入及原始权益人受让应收账款债权等模式问题进行分析 and 论证。此外, 君泽君律师对本期资产支持专项计划入池应收账款债权进行抽样核查以及就原始权益人是否已向债权人支付抽样基础资产转让对价事宜出具了《关于华夏资本管理有限公司设立华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之补充法律意见书》(以下简称“《补充法律意见书》”)。

根据《法律意见书》及《补充法律意见书》, 专项计划的计划管理人、销售机构、原始权益人暨资产服务机构、托管银行暨授权扣款银行均具有法定必备的主体资格、资质、许可, 并取得了合法、有效的内部授权; 绿城集团有权通过出具《付款确认书》的方式与绿城集团下属公司成为各笔应收账款债权的共同债务人, 该《付款确认书》自绿城集团适当签署之日起生效, 属于有效的意思表示, 对外具有法律约束力; 专项计划文件的约定未违反法律、行政法规的强制性规定, 未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益, 在专项计划文件约定的生效条件得到满足后, 专项计划文件将对相关的专项计划当事人产生合法、有效的法律约束力; 目标基础资产符合适用法律所规定的条件, 且满足《基础资产买卖协议》第 2.2 条约定的入池标准的相关要求, 同时原始权益人作为保理商已向债权人支付了对应的应收账款债权转让对价; 目标基础资产买卖交割及基础资产回收资金的归集安排在适用法律项下合法、有效, 通过专项计划文件的相关安排, 可以实现专项计划与原始权益人之间的风险隔离; 专项计划可依法、有效设立。

今后国内资产证券化的相关法律、法规和规章可能会陆续出台, 上述规章也有可能被修订或更新, 我们将对本专项计划的法律状况保持关注。

## 交易费用的承担

根据《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 6 期资产支持专项计划之专项计划合同标准条款》(以下简称“《标准条款》”), 专项计划费用指除原始权益人或其他第三方承诺由其承担的费用项目

外, 计划管理人为设立专项计划及处理专项计划事务目的而支出的所有费用, 包括但不限于计划管理人收取的管理费、托管人收取的托管费、资产服务机构收取的服务费(如有)、中国人民银行征信中心建设的动产融资统一登记公示系统(以下简称“中登网”)收取的应收账款债权转让登记费用、登记托管机构收取的费用、评级机构收取的跟踪评级费、专项计划验资费、专项计划审计费、律师费(如有)、信息披露费、执行费用<sup>14</sup>、召开资产支持证券持有人会议的会务费、解任资产服务机构所发生的费用(如有)、专项计划清算费用。专项计划费用按计划管理人与费用收取方之间的协议约定从专项计划资产中支付。计划管理人或专项计划参与方以固有财产先行垫付的, 有权从专项计划资产中优先受偿。

此外, 计划管理人、资产服务机构和托管人因未履行或未完全履行相关协议约定的义务而导致的费用支出或专项计划资产的损失, 以及处理与专项计划运作无关的事项发生的费用等不列入专项计划资产应承担的费用。

## 交易的账户设置及资金归集流程

本专项计划设置了募集专用账户和专项计划账户(托管账户)等账户安排。其中, 募集专用账户系指由计划管理人开立的资金账户, 该账户用于资产支持证券之认购资金的接收与划转; 专项计划账户系指计划管理人以专项计划的名义在托管人处开立的资金账户, 专项计划资金的一切收支活动, 包括但不限于自募集专用账户接收认购资金、向原始权益人的指定账户划付基础资产购买价款、缴纳专项计划税费、接收专项计划回收资金、支付专项计划费用以及向资产支持证券持有人划付专项计划利益分配款项, 均必须通过该账户进行。

资金归集流程方面, 在专项计划存续内的任一日, 如触发回购/赎回事件, 债权人或原始权益人在约定时间内将回购价款或赎回价款付至专项计划

<sup>14</sup> 执行费用指与基础资产相关且为专项计划利益目的而进行的诉讼或仲裁等法律程序相关的费用, 包括但不限于诉讼费、仲裁费、财产保全费、律师费和执行费, 以及因诉讼或仲裁之需要而委托中介机构或司法机构进行鉴定、评估等而产生的费用。

账户；资产服务机构应在到期付款通知日，即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《买方确认函》及/或《付款确认书》确定的时间将相应的债权回收款项直接付至专项计划账户；应收账款债权到期日的前【1】个工作日内【15:00】前，绿城集团下属公司自行或通过其委托的第三方向专项计划账户支付等额于目标应收账款债权账面价值的资金；应收账款债权到期日<sup>15</sup>的【12:00】前，绿城集团向专项计划账户划付等额于绿城集团下属公司未能支付的入池目标应收账款债权账面价值之和的资金。

## 信用触发机制

### 权利完善事件

根据《基础资产买卖协议》的约定，权利完善事件，系指以下任一事件：

- (1) 原始权益人、资产服务机构、任一债务人发生任一丧失履约能力事件；
- (2) 发生任一资产服务机构解任事件；
- (3) 任一债务人未按基础交易合同、绿城集团确认函及/或《应收账款债权转让通知书回执》履行或未完全履行其对债权人（包括作为受让人的专项计划）的付款义务，且入池应收账款债权的保证人（如有）、抵押人（如有）、出质人（如有）未履行或未完全履行担保义务，经资产服务机构追索仍未履行或未完全履行，以致计划管理人需就此自行提起诉讼或仲裁。

### 权利完善措施

#### 1、原始权益人采取的权利完善措施

(a) 在发生上述任一权利完善事件之日起的【5】个工作日内，原始权益人应向基础资产池中全部目标应收账款债权（适用于权利完善事件（1）或（2））或可能涉及诉讼或仲裁的目标应收账款债权（适用于权利完善事件（3））的担保人（如有）发出权利完善通知，将目标应收账款债权已最终转让予专项计划的事实通知担保人，要求担保人将应属于专项计划资产的款项直接支付至专项计划账

户。

(b) 在发生上述任一权利完善事件之日起的【3】个工作日内，原始权益人应向计划管理人移交其所持有的基础资产池中全部目标应收账款债权（适用于权利完善事件（1）或（2）或可能涉及诉讼或仲裁的目标应收账款债权（适用于权利完善事件（3））的所有基础资产文件原件。

(c) 原始权益人应敦促债权人在发生上述任一权利完善事件之日起的【15】个工作日内协助计划管理人依法办理权利转移/变更登记手续（如需），以确保计划管理人（代表专项计划）被登记为抵押权人或质权人。

#### 2、计划管理人采取的权利完善措施

如发生权利完善事件，无论原始权益人是否恰当、完全履行上述第1款第（a）项约定的通知义务，计划管理人均有权径行履行该等通知义务，包括但不限于要求债权人根据《基础资产买卖协议》约定办理相关手续。

### 专项计划终止事件

专项计划终止事件包括必须终止的事件和计划管理人有权决定是否终止的事件。

1、专项计划必须终止的事件，指以下任一事件：

- (a) 发生不可抗力事件导致专项计划不能存续；
- (b) 专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决、裁定终止；
- (c) 计划管理人向全体资产支持证券持有人支付全额投资本金和预期收益（如有）；
- (d) 专项计划预期到期日届至；或
- (e) 出现适用法律规定应当终止专项计划的情形。

2、计划管理人有权决定是否终止的事件，指以下任一事件：

- (a) 专项计划设立后15个工作日内未按照《基础资产买卖协议》的约定受让基础资产，且计划管理人决定终止专项计划；或
- (b) 出现预期兑付不足事件且计划管理人决定终止专项计划。

<sup>15</sup> 应收账款债权到期日最迟应不晚于兑付日前的第【3】个工作日。



其中，预期兑付不足事件，就专项计划任一次分配而言，指截至分配公告日 12:00，专项计划账户内可供分配资金不足以向优先级资产支持证券持有人支付其在当期兑付日预期得到分配的投资本金及预期收益金额。

发生任一专项计划终止事件的，专项计划提前到期，计划管理人在关于专项计划提前到期的公告中所确定的专项计划提前到期日即为兑付日。

## 专项计划分配机制

### 分配流程

(i) T-【6】日，计划管理人通过固收专区提交收益分配信息披露申请，提交盖章版收益分配公告，填写信息披露链接（若有收益分配数据测算表，则一并提交）；

(ii) 分配公告日（T-【3】日），计划管理人在其官方网站上公告《收益分配报告》，并通过邮件等方式通知深圳证券交易所。计划管理人向托管人发出书面指令将专项计划账户中分配资金划拨至中证登深圳分公司账户；

(iii) 托管人划款日<sup>16</sup>（T-【2】日），托管人在核实《收益分配报告》及划款指令后，按照分配指令划出相应款项支付专项计划的扣项目后，将专项计划分配资金从专项计划账户划拨至中证登深圳分公司指定的账户；

(iv) 于权益登记日<sup>17</sup>（T-【1】日）在中证登深圳分公司登记在册的资产支持证券持有人可参加当期分配；

(v) 兑付日（T 日），中证登深圳分公司将当期分配资金直接划付至资产支持证券持有人的资金账户。

### 分配顺序

#### 1、期间分配

计划管理人根据专项计划现金流情况，按照下

列顺序和金额对专项计划利益进行分配，若同一顺序的多笔应分配款项不能获得足额分配时，按各分配款项金额的比例进行分配：

(i) 以现金形式缴纳到期应纳的专项计划税费（如有）；

(ii) 以现金形式支付登记托管机构收取的资产支持证券登记、资金划付等相关手续费用；

(iii) 以现金形式支付到期应付的管理费、托管费及其他应付专项计划费用；

(iv) 以现金形式，向各优先级资产支持证券持有人分配资产支持证券当期预期收益；

(v) 以现金形式，向各优先级资产支持证券持有人分配资产支持证券的本金。

在期间分配时，专项计划资金在满足上述分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金留存于专项计划账户。

#### 2、到期分配

专项计划资金在满足前述 1 中第 (i) 至 (v) 项分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金留存于专项计划账户，按照《标准条款》约定的专项计划清算程序进行分配。

#### 3、清算分配

经清算剩余的专项计划资产按下列顺序清偿（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：

(i) 支付清算费用；

(ii) 交纳到期应纳的专项计划税费；

(iii) 清偿到期应付的专项计划费用（除上述第 (i) 项所列费用外）；

(iv) 支付存续优先级资产支持证券持有人的当期预期收益；

(v) 支付存续优先级资产支持证券持有人的未偿投资本金，直至优先级资产支持证券的未偿投资本金全部支付完毕；

(vi) 剩余专项计划资产均支付给资产服务机构作为浮动服务费。

## 信用支持

绿城集团出具《付款确认书》和《应收账款债权转让通知书回执》，对入池的每一笔应收账款债权对每一笔应收账款债权的真实、合法、有效性进

<sup>16</sup> 托管人划款日：指托管人根据计划管理人的划款指令，将专项计划收益分配款项及相应手续费足额汇至中证登深圳分公司指定银行账户的日期，即兑付日（T 日）前的第 2 个交易日，即 T-2 日。

<sup>17</sup> 权益登记日：指兑付日（T 日）前的第 1 个交易日，即 T-1 日。权益登记日 24:00 在登记托管机构登记在册的资产支持证券持有人有权于当期兑付日取得其分配款项。

行确认，并同意与其下属公司作为目标应收账款的共同债务人，向专项计划履行该等应收账款债权的担到付款义务，直至专项计划受让的该等应收账款债权获得全部清偿。绿城集团系绿城中国控股有限公司（香港联交所上市企业，股票代码 03900.HK，以下简称“绿城中国”）房地产开发运营的主要平台，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）及其一致行动人作为绿城中国的第一大股东，综合实力雄厚，可为绿城集团在经营管理、项目获取以及融资等方面给予有力支持；同时，绿城集团在商品房开发及营销领域积累了丰富的经验，拥有很强的品牌实力和区域竞争力，且近年来其房地产销售金额逐年增长，货币资金亦较为充裕。整体来看，绿城集团作为目标应收账款的共同债务人为目标应收账款债权的到期偿付提供了极强的保证，从而对优先级资产支持证券本息的按时足额兑付提供了极强的信用支持。

## 风险及缓解措施

### 市场风险

在本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率基准条件，基础资产回收款可覆盖专项计划所涉及的相关费用和优先级资产支持证券本息，但未来可能由于专项计划实际发行利率提高、专项计划费用提高等因素，导致本专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度降低。

### 债务人行业集中风险

在本专项计划中，入池应收账款的债务人系绿城集团及绿城集团下属公司，均属于房地产行业，故本专项计划面临债务人关联度、行业集中度极高单一的风险，若房地产行业景气度下滑则可能影响债务人的正常运营，进而可能影响本专项计划的正常兑付。

绿城集团以出具《付款确认书》和《应收账款债权转让通知书回执》的方式成为各笔入池应收账款债权的共同债务人，并确认对该等应收账款债权承担到期付款义务，直至专项计划受让的该应收账款债权获得全部清偿。绿城集团系绿城中国房地产开发运营的主要平台，中交集团及其一致行动人作

为绿城中国的第一大股东，综合实力雄厚，可为绿城集团在经营管理、项目获取以及融资等多个方面给予有力支持；同时，绿城集团在商品房开发及营销领域积累了丰富的经验，拥有很强的品牌实力和区域竞争力，截至 2018 年 6 月末，其土地储备建筑面积为 1,829.03 万平方米，土地储备资源丰富且资源分布逐步优化，且近年来其房地产销售金额逐年增长，货币资金亦较为充裕，业务发展前景良好。整体来看，绿城集团具备很强的竞争实力，信用质量很高，可在较大程度上抵御房地产行业风险，并可较好地保障本专项计划优先级资产支持证券本息的兑付。

## 基础资产分析

### 基础资产入池标准

除满足有关的法律法规规定之外，本专项计划基础资产的选择遵循一定的筛选标准。就每一笔专项计划拟购入作为基础资产的应收账款债权而言，其在专项计划设立日、购买日均应当满足以下要求：

(1) 债权人及债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；

(2) 基础交易合同项下债权人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；

(3) 债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与债务人双方订立的基础交易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，债权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；

(4) 保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方向债权人支付目标应收账款转让对价；

(5) 保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与债权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，保理商向债权人受让其享有的目标应收账款债权后，真实、完整、合法、有效地拥有该笔目标应收账款债权；

(6) 目标应收账款债权已经按下述方式完成债权转让通知和确权：

a. 债权人已将该笔目标应收账款债权转让予保理商的事宜向绿城集团下属公司发出《应收账款债权转让通知书》（适用于供应商通知）。

b. 绿城集团下属公司已向债权人、保理商、绿城集团出具《买方确认函》，且绿城集团已向保理商出具《付款确认书》，确认知悉目标应收账款债权的转让事宜，该等《买方确认函》及《付款确认书》在适用法律下均合法、有效且可执行。

c. 原始权益人已将其受让的该笔目标应收账款债权出售予专项计划的事宜向绿城集团下属公司及绿城集团发出《应收账款债权转让通知书》（适

用于保理商通知），并抄送计划管理人。

d. 经以上的通知后，绿城集团根据各绿城集团下属公司已出具的《买方确认函》的委托，在接收原始权益人发出的《应收账款债权转让通知书》（适用于保理商通知）后，统一向原始权益人、计划管理人出具《应收账款债权转让通知书回执》，确认知悉目标应收账款债权转让予专项计划的事宜。

(7) 债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且绿城集团下属公司及绿城集团作为债务人已分别通过《买方确认函》及《付款确认书》确认其对目标应收账款债权负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；

(8) 债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵消全部或部分应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵消应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务质量要求而对应付款主张扣减、减免或抵消的权利）；

(9) 该笔目标应收账款债权的债权到期日应晚于专项计划设立日，但最不晚于专项计划预期到期；

(10) 该笔应收账款债权未被列入《负面清单》；

(11) 该笔目标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，但原始权益人因受让目标应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外；

(12) 基础交易合同及适用法律未对债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；

(13) 保理合同及适用法律未对保理商受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。

### 资产保证

除前述入池标准外，原始权益人承诺及保证，全部拟入池目标应收账款债权应包括不少于十家



相互之间不存在关联关系的债权人，且单一债权人入池应收账款债权金额占比不超过 15%（含本数）。此外，就每一笔目标应收账款债权而言，原始权益人承诺及保证：

- 1) 该笔目标应收账款债权满足《标准条款》约定的全部的入池标准。
- 2) 在该笔目标应收账款债权转让予计划管理人之时或之前，原始权益人无故意或重大过失行为损害计划管理人对该笔目标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，且该笔目标应收账款债权的可回收性在本协议签署日前未发生任何重大不利变化。
- 3) 原始权益人拥有的该笔目标应收账款债权权属明确，原始权益人根据本协议向计划管理人出售该笔目标应收账款债权并不侵犯任何第三方合法权益。
- 4) 原始权益人向专项计划转让的该笔目标应收账款债权可以产生独立、可预测的现金流，可通过资产服务机构开立的独立台账对其予以标记。
- 5) 原始权益人向计划管理人披露的该笔目标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。
- 6) 除付款期限外，该笔目标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，且债务人同意按时足额偿付基础资产所对应的每一笔应收账款债权，该等债务人均已确认不享有基础交易项下的商业纠纷抗辩权。
- 7) 该笔目标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，也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。
- 8) 该笔目标应收账款债权不涉及国防、军工或其他国家机密。

## 基础资产概况

本专项计划基础资产对应的应收账款余额为 67,222.42 万元，共包括 199 笔合同，涉及 109 个债权人，以及绿城集团和绿城集团下属子公司共 39 个债务人，其相关统计信息如表 2 所示。

表 2：基础资产概况

资产池应收账款金额（万元）	67,222.42
应收账款笔数（笔）	199
债权人个数（个）	109
债务人个数（个）	39
单笔应收账款平均金额（万元）	337.80
单笔应收账款最高金额（万元）	4,890.70
应收账款剩余天数 <sup>18</sup> （天）	354

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

## 应收账款金额分布

按照应收账款余额占基础资产总额计，单笔应收账款余额主要分布在大于 1,000 万元部分，对应共有 16 笔，金额占比为 47.36%；另外单笔应收账款余额在 500~1,000 万元（含）之间对应共有 19 笔，金额占比为 19.98%；其余主要包括 100~200 万元（含）之间对应的共有 45 笔，金额占比为 9.42%；200~300 万元（含）的共有 16 笔，金额占比为 5.88%。具体信息如下表所示：

表 3：基础资产应收账款金额分布

应收账款余额	应收账款笔数（笔）	应收账款金额（万元）	金额占比
小于等于 50 万元	44	1,466.75	2.18%
50~100 万元（含）	40	3,010.23	4.48%
100~200 万元（含）	45	6,330.94	9.42%
200~300 万元（含）	16	3,955.91	5.88%
300~400 万元（含）	10	3,336.07	4.96%
400~500 万元（含）	9	3,858.41	5.74%
500~1,000 万元（含）	19	13,428.44	19.98%
大于 1,000 万元	16	31,835.65	47.36%
合计	199	67,222.42	100.00%

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

注：本章节所有统计数据均为四舍五入结果。

总体来看，入池应收账款具有一定分散度，入池应收账款单笔平均余额为 337.80 万元，单笔余额分布在 500 万元（含）以下的应收账款合计金额占入池应收账款总额的 32.67%；单笔金额最大的应收账款余额占入池应收账款总额的 7.28%，最大单一债权人对应收账款占比 11.34%。鉴于入池应收账款债权的实际债务人为绿城集团下属公司，同时绿城集团对每一笔应收账款出具《付款确认书》，通过债务加入的方式成为各笔入池应收账款债权的

<sup>18</sup> 以 2018 年 11 月 23 日为基准日计算，下同。

共同债务人，故绿城集团系本专项计划的重要债务人，我们对其经营情况和财务状况分析如下。

### 共同债务人-绿城集团

绿城集团前身为浙江绿城房地产开发有限责任公司，成立于 1995 年，系由浙江广通实业有限公司和宁波保税区义格实业投资有限公司共同投资组建的有限责任公司，初始注册资本 500 万元。后经多次增资及股权转让，2005 年 3 月，绿城集团变更为外商独资企业，才智控股有限公司（以下简称“才智控股”）持有绿城集团 100% 的股权。截至 2018 年 6 月 30 日，绿城集团注册资本为 40 亿元，才智控股持有其 100% 的股权，绿城中国持有才智控股 100% 的股权。

截至 2018 年 6 月 30 日，中交集团通过其全资附属公司中交房地产集团有限公司、CCCC Holding (HK)Limited 和 CCCC Real Estate Holding Limited（均为中交房地产集团有限公司全资附属公司）合计持有绿城中国 28.83% 股份，为绿城中国最大股东；九龙仓集团有限公司（以下简称“九龙仓”，00004.HK）通过其全资附属公司 Wharf China Holdings Limited 及 Target Smart 持有绿城中国 24.94% 股权。截至 2018 年 6 月 30 日，绿城中国无实际控制人。

绿城集团是绿城中国在中国境内的主要运营主体。绿城集团以房地产开发为主业，坚持打造精品，经过 20 多年的发展，产品线涵盖别墅、多层公寓、高层公寓、城市综合体、大型社区和商用物业等。绿城集团以浙江省为立足点，业务区域拓展至长三角、环渤海经济圈以及其他省会城市。

截至 2017 年 12 月 31 日，绿城集团资产总额 2,098.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 319.81 亿元，资产负债率为 84.76%；2017 年绿城集团实现营业收入 349.65 亿元，净利润 28.33 亿元，经营活动净现金流-138.39 亿元。

另截至 2018 年 6 月 30 日，绿城集团资产总额 2,365.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 356.26 亿元，资产负债率为 84.94%；2018 年上半年度绿城集团实现营业收入 278.43 亿元，净利润 27.01 亿元，经营活动净现金流-96.62 亿元。

### 业务运营

作为一家全国性的房地产龙头企业，绿城集团长期以来坚持精品、高端住宅的产品定位，以“精致品质、稳健运营”为经营方针，同时不断加大产品中的服务内容，提升产品的附加值，增强产品的竞争力。同时绿城集团坚持以提升客户满意度为首要目标，通过精细化管控、常态化品质督导等措施，确立了“精品物业营造专家”的企业形象，具有很强的品牌影响力。受 2016 年房地产市场回暖以及绿城集团三、四线去库存成效显著影响，近年来绿城集团营业收入呈逐年增长趋势。2015~2017 年，绿城集团主营业务收入分别为 223.00 亿元、245.72 亿元和 347.25 亿元，近三年年均复合增长率为 24.79%。从收入构成来看，绿城集团商品房销售收入占营业收入的比例均在 85% 以上，收入结构相对稳定。

表 4：2015~2017 年和 2018 年上半年度

绿城集团主营业务收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2015	2016	2017	2018.H1
房屋销售收入	196.76	218.25	314.69	265.17
商品销售收入	0.21	0.36	0.62	0.31
其他收入	26.03	27.11	31.93	12.53
合计	223.00	245.72	347.25	278.01

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

从新开工面积来看，2015 年在房地产市场波动和政府持续实施宏观调控的背景下，绿城集团采取较为稳健的经营策略，积极推进项目品质的优化，并加快推进存量项目去化，2016 年以来随着房地产市场转暖及绿城集团三四线去库存力度进一步加大，绿城集团新项目开发力度有所加快。2015~2017 年和 2018 年上半年，绿城集团新开工面积分别为 114.85 万平方米、189.63 万平方米、320.65 万平方米和 190.86 万平方米；同期竣工面积分别为 141.66 万平方米、139.56 万平方米、378.17 万平方米和 117.32 万平方米。

表 5：2015~2017 年及 2018 年上半年

绿城集团开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
新开工面积	114.85	189.63	320.65	190.86
竣工面积	141.66	139.56	378.17	117.32

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理



在建项目方面，截至 2018 年 6 月末，绿城集团在建项目共 61 个，规划建筑面积为 1,919.19 万平方米。项目区域分布方面，截至 2018 年 6 月末绿城集团在建项目中权益后建筑面积占比靠前的城市分别为乌鲁木齐市、陵水县、天津市、宁波市、杭州市和台州市，占比分别为 10.86%、10.54%、7.91%、6.87%、6.42% 和 5.75%。资金需求方面，绿城集团在建项目计划总投资合计 2,455.75 亿元，截至 2018 年 6 月末绿城集团累计已投入 1,513.22 亿元，尚需投资 942.52 亿元。

从项目的签约和销售情况来看，2015~2017 年绿城集团分别实现销售面积 122.05 万平方米、160.13 万平方米和 220.50 万平方米；同期，销售签约金额分别为 191.19 亿元、321.89 亿元和 505.54 亿元。在一、二线城市和三、四线城市房地产市场景气度两极分化的背景下，绿城集团加大销售力度，积极去化三、四线城市存量项目，近年绿城集团销售面积增幅较大。销售均价方面，2015~2017 年绿城集团项目签约销售均价分别为 15,665 元/平方米、20,102 元/平方米和 22,927 元/平方米，其中，受杭州、天津、宁波、北京和青岛等重点一、二城市市场销售比重提升影响，2017 年绿城集团签约销售均价增长较快。2018 年上半年度，绿城集团实现销售面积 107.50 万平方米，签约销售均价为 23,172 元/平方米，销售签约金额为 249.09 亿元。

表 6：2015~2017 年及 2018 年上半年主要销售结算数据

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
销售面积	122.05	160.13	220.50	107.50
销售金额	191.19	321.89	505.54	249.09
销售均价	15,665	20,102	22,927	23,172
结算面积	136.50	152.83	161.18	-
结算收入	196.76	186.79	314.69	-
结算均价	14,415	12,222	19,525	-

注：本表中 2016 年结算面积和结算收入未进行追溯调整。

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

区域分布方面，绿城集团房地产项目销售区域主要集中于杭州、浙江（除杭州以外）、江苏及上海地区、环渤海等地区。2016 年杭州、上海、陵水、绍兴和合肥为绿城集团销售金额排名前五大城市，其中杭州仍为绿城集团销售业绩贡献最大的城市，

销售金额占比为 26.46%，杭州是绿城集团总部所在地，在其整体发展战略中具有重要的核心位置，多年来绿城集团及其控股股东绿城中国长期占据杭州市房地产市场销售金额第一名；上海、陵水、绍兴和合肥当年销售金额占比分别为 16.37%、10.90%、6.78% 和 5.71%，其中上海、陵水较上年同期销售占比有所提升。2017 年销售金额排名前五位的城市分别为杭州、天津、宁波、台州和北京，销售金额占比分别为 23.45%、9.70%、9.28%、8.28% 和 7.91%。此外，绿城集团销售业绩中三、四线城市项目占比仍较大，2016 年三、四线城市项目销售金额 144.17 亿元，占比为 44.79%；2017 年三、四线城市项目销售金额 178.59 亿元，占比为 35.33%。

从结算情况来看，近三年绿城集团结算面积持续增长。2015~2017 年，绿城集团结算面积分别为 136.50 万平方米、152.83 万平方米和 161.18 万平方米；同期，受结算均价波动影响，结算收入整体保持增长趋势，分别为 196.76 亿元、186.79 亿元和 314.69 亿元。从结算区域分布来看，近年绿城集团结算贡献区域仍集中于重点布局及优势区域，2016 年绿城集团在杭州实现结算金额 33.59 亿元，占当年结算收入比重达 17.99%，仍是绿城集团结转收入贡献最重要的城市；而三、四线城市项目结转金额为 120.20 亿元，占同年绿城集团结转收入的比重为 64.35%，占比仍较大。2017 年绿城集团结算面积 161.18 万平方米，完成结算收入 314.69 亿元，其中上海、天津、杭州结算金额占比分别为 23.22%、19.08% 和 18.90%。三、四线城市项目结转收入为 72.03 亿元，占同年绿城集团结转收入的比重为 22.89%。另截至 2017 年末，绿城集团预收房款合计 622.66 亿元，可为短期内绿城集团结转收入提供保障。

近年来绿城集团持续加大在三、四线城市项目的销售力度，去化压力有所缓解。2015~2017 年末，绿城集团存货中已完工开发产品账面价值分别为 116.83 亿元、98.23 亿元和 187.34 亿元，占同期存货的比重分别为 22.17%、13.72% 和 15.72%，其中受天津全运村项目完工的影响，2017 年末绿城集团开发产品占比小幅提升。

## 土地储备

土地储备方面，近年来绿城集团坚持“核心城市，核心地段”的投资战略，聚焦“长三角”、“珠三角”、“京津冀”三大城市群，“北上广深”四大都市圈，择优拓展一二线城市周边承接产业及人口外溢的优质三四线城市。2015~2017 年绿城集团新增土地储备建筑面积分别为 153.90 万平方米、194.00 万平方米和 556.27 万平方米。其中，2015 年绿城集团新增 6 个土地储备项目中三幅位于杭州市、一幅位于北京市，余下两幅分别位于绍兴和柳州；2016 年，绿城集团新增 7 个土地储备项目，其中 2 幅位于杭州市，其它地块分别位于北京、宁波、天津、佛山以及嘉兴；2017 年以来，绿城集团的土地储备亦紧紧围绕核心城市核心地块，当年新增 24 个土地储备项目，其中在西安、武汉、无锡、曲阜、南京、丽水、济南和北京各新增一块土地储备，在宁波、南通、义乌、湖州、陵水和成都新增 2 幅土地储备，在杭州新增 4 幅土地储备。2015~2017 年绿城集团新增土地储备地价总额分别为 110.78 亿元、123.22 亿元和 427.22 亿元。从储备项目获取的方式来看，绿城集团主要通过招拍挂、收购和合作开发等多渠道获取土地资源。其中，2017 年绿城集团通过招拍挂方式新增 18 幅土地储备，新增建筑面积占当年新增土地储备总建筑面积的 66.65%。2018 年上半年，绿城集团新增土地储备建筑面积为 286.50 亿元，新增 13 个土地储备项目，新增土地储备地价总额为 179.98 亿元。

**表 7：2015~2017 年及 2018 年上半年绿城集团土地储备和新增项目情况**

单位：个、万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017	2018.H1
新增项目数	6	7	24	13
新增土地储备建筑面积	153.90	194.00	556.27	286.50
新增土地储备地价总额	110.78	123.22	427.22	179.98
土地储备建筑面积	1,169	1,218	1,570	1,829.03

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

从土地储备的区域分布来看，截至 2018 年 6 月末，绿城集团土地储备总建筑面积 1,829.03 万平方米，权益后建筑面积 1,316.58 万平方米。具体城

市来看，2018 年 6 月末绿城集团土地储备权益后建筑面积占比靠前的区域分别为浙江地区（除杭州）、环渤海地区、江苏及上海、杭州地区，占比分别为 29.45%、21.99%、9.34% 和 7.72%。

整体来看，绿城集团土地获取策略进一步向一线及重点二线城市倾斜，其长期土地储备结构有望改善，未来绿城集团将密切关注土地市场变化，中诚信证评将对绿城集团区域布局情况保持关注。

## 合营及联营项目

在房地产行业竞争加剧、集中度上升的背景下，绿城集团积极通过合营、联营的方式进行房地产项目运作，使其投资收益持续增加。2015~2017 年绿城集团分别实现投资收益 16.02 亿元、18.11 亿元和 35.75 亿元，近三年年均复合增长率为 49.40%，投资收益的持续增长对绿城集团整体运营业绩的提升提供了较大补充。具体来看，2015 年绿城集团的投资收益主要来自合营及联营企业杭州翡翠城房地产开发有限公司、济南海尔绿城置业有限公司、上海昊川置业有限公司、杭州滨绿房地产开发有限公司及上海融创绿城房地产开发有限公司<sup>19</sup>等合作项目；2016 年绿城集团投资收益主要系杭州滨绿房地产开发有限公司带来的投资收益。2017 年绿城集团投资收益主要来自处置北京绿城银石置业有限公司股权以及取得天津全运村项目公司控制权后，原持有股权公允价值重新计量产生的利得。受青岛绿城华景置业有限公司等联营企业计提减值以及物业销售毛利减少的影响，绿城集团当年来自合联营企业的投资收益大幅下降。2018 年上半年，绿城集团实现投资收益 17.10 亿元。

总体来看，绿城集团坚持以精品住宅为主的经营策略，具有丰富的项目运作经验及很强的品牌影响力，同时较为丰富的待结算资源将对绿城集团业绩的稳定提供一定保障。

<sup>19</sup> 2015 年 5 月 5 日，融创、绿城分别发布公告，称绿城向上海融创绿城投资控股有限公司（下称“上海融绿”）收购上海华浙外滩 51% 股权对应的投资权益，融创向绿城收购融绿 50% 股权。上海融绿将彻底归属于融创，而上海融绿之前在上海的旗舰项目之一“上海黄浦湾”将归属绿城；上海森林高尔夫旗下的上海玫瑰园、上海香溢花城项目则归属融创。

## 公司治理

绿城集团按照《公司法》、《公司章程》等有关法律法规的要求，规范运作，建立了董事会、监事、经营管理层的法人治理结构，并依照法规和治理规则，各司其职、互相协调。绿城集团董事会由1名董事长在内的5名董事组成，均由投资者委派，为绿城集团的最高权力机构，对股东负责，按照绿城集团章程行使各项职权；绿城集团设1名监事，负责对绿城集团的董事、总经理执行职务的行为进行监督，并按照绿城集团章程行使各项职权；绿城集团的经营管理机构设1名总经理、若干名副总经理、1名财务负责人，向董事会负责，负责处理绿城集团日常业务及经营管理。

在内部控制方面，绿城集团在财务管理、资金管理、采购及招标管理等方面建立了一系列的规章制度。在财务管理方面，绿城集团贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等有关规定，结合绿城集团实际情况制定了《内部审计管理标准》、《会计核算制度》、《财务档案管理规定》等基本管理制度，并在此基础上制定了具体的管理办法，规范了财务核算流程。

在资金管理方面，绿城集团制定了《资金管理办法》，加强绿城集团现金流管理，确保资金收支平衡，提高资金使用效率。财务资金中心是资金管理的归口部门，负责对绿城集团及其所属公司资金的计划、筹集、调度、使用和内部结算等实行全面的管理、监督和控制。财务资金中心要根据集团年度经营目标，结合财务战略模型，确定年度融资规模，框定年度财务费用，合理降低财务费用，提高资金效益。

采购及招标管理方面，绿城集团制定了《采购及招标管理标准》，规范了与工程营造相关的采购管控程序、采购模式选择条件、合同管理要求，并给出了招标、直接委托的操作要求，由项目公司工程管理部、成本管理部共同负责编制采购需求计划，成本管理部负责执行。在采购模式上，根据采购对象的金额和风险大小，采取集团战略合作、区域集中采购与项目分散采购三种采购模式。

总体看，绿城集团各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，为绿城集团的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 战略规划

从长期看，中国城镇化趋势逐步加强，由此产生的大量购房需求将继续为房地产业提供广阔的发展空间。未来绿城集团将围绕投资、财务、销售、产品、服务、人才等重点工作，充分发挥主动性，制定更加高效的战略政策，以谋求更长远的发展。

在投资战略方面，绿城集团将继续坚持“核心城市，核心地段”的投资战略，聚焦“长三角”、“珠三角”、“京津冀”三大城市群，“北上广深”四大都市圈，择优拓展一二线城市周边承接产业及人口外溢的优质三四线城市，同时紧盯内地市场变化，结合盈利和流动性的情况，对投资结构做及时微调 and 变仓。

在产品战略方面，实现产品多元化、坚守品质之路，持续提高产品性价比，丰富产品线，实现产品多元化，拓宽客户面。品质是绿城集团的生命线，绿城集团始终坚守“精致、完美”的产品营造理念，确保产品品质。同时，绿城集团将专注塑造“绿城”品牌，增加品牌的影响力、溢价能力，升级品牌定位，坚定市场信心，提升客户忠诚度。

在资产与服务战略方面，推进轻资产与服务转型。绿城集团也将积极调整资产结构，加大资产流动性，着力提高项目管理服务等轻资产业务比重，通过品牌和管理输出，充分发挥绿城集团专业开发能力的商业价值。绿城集团将在服务战略上实现重大转型，将加大服务占比高的项目投资，在“一体五翼”的架构下，从传统意义上的“房地产开发商”向“理想生活综合服务商”转型。

销售方面，绿城集团将加大销售力度，拓宽销售渠道，加快库存去化。绿城集团将针对不同地区、城市和项目特点，采取具体有效的应对措施，加快新推楼盘和在售项目的销售；针对库存量较大、库存时间较长的部分区域，制定相应的销售策略和灵活的价格手段，提高产品销售的去化率，保障资金的回笼。此外，绿城集团仍将做好产品的增值服务，持续提升产品价值，提高产品的市场竞争力及客户



满意度。

财务及资金方面，受益于中交集团的资信支持及强大的央企背景，绿城集团将持续拓宽融资渠道，积极创新融资模式，推行融资租赁、商业保理、基金及其他创新业务的多元化发展扩大资金来源，逐步降低融资成本，不断优化财务结构。

总体看，中交集团成为绿城集团最大股东后，绿城集团根据其自身经营实际对制定的战略规划较为稳健，其发展战略有望逐步实现。

### 财务分析

下列财务分析基于绿城集团提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年上半年度财务报表，其中 2016 年数据采用追溯调整后的 2017 年审计报告期初数。

### 资本结构

近年来随着房地产项目开发建设的推进，绿城集团资产规模呈现大幅增长趋势，2015~2017 年末绿城集团资产总额分别为 1,155.32 亿元、1,421.86 亿元和 2,098.96 亿元，年均复合增长率为 34.79%。得益于良好的经营业绩以及控股股东增资，绿城集团自有资本实力不断增强，2015~2017 年末绿城集团所有者权益分别为 224.62 亿元、254.10 亿元和 319.81 亿元，年均复合增长率为 19.32%；同期末，绿城集团负债总额分别为 930.70 亿元、1,167.76 亿元和 1,779.15 亿元，近三年年均复合增长率为 38.26%。受此影响，近年绿城集团财务杠杆水平有所上升且处于较高水平。2015~2017 年末绿城集团资产负债率分别为 80.56%、82.13%和 84.76%，总资本化率分别为 53.60%、57.40%和 59.08%。另截至 2018 年 6 月末，绿城集团资产总额为 2,365.99 亿元，负债总额为 2,009.73 亿元，所有者权益合计 356.26 亿元，规模均进一步上升；同期末，绿城集团资产负债率及总资本化比率分别为 84.94%和 60.83%，杠杆比率较上年末也有所上升。

资产构成方面，2015~2017 年末绿城集团资产主要由流动资产构成，分别为 992.57 亿元、1,253.06 亿元和 1,894.63 亿元，占绿城集团资产总额比重分别为 85.91%、88.13%和 90.27%，主要系货币资金、

其他应收款和存货。其中，2015~2017 年末绿城集团货币资金分别为 147.77 亿元、208.10 亿元和 287.18 亿元，货币资金增长较快主要系商品房预售及回款情况较好和新增借款有所增长所致；同期末，绿城集团其他应收款余额分别为 288.71 亿元、294.41 亿元和 352.38 亿元，主要为关联方往来款，即绿城集团为绿城中国和非并表项目提供用于房地产项目开发建设及运营的资金。截至 2017 年末，绿城集团关联方往来款规模 265.20 亿元，占同期末其他应收款账面余额比重为 73.62%。其他应收款金额前五名合计占期末其他应收款账面余额比重为 32.49%。2017 年末绿城集团对其他应收款计提资产减值准备 7.82 亿元，主要系计提应收温州绿城发展房地产开发有限公司款的减值准备，绿城集团未来关联方资金回收和坏账风险需持续关注。绿城集团存货分别为 526.92 亿元、716.01 亿元和 1,191.80 亿元，主要由开发成本和开发产品构成。其中，2017 年末绿城集团存货账面价值同比增长 66.45%，主要系 2017 年绿城集团并表天津全运村项目，以及北京五里坨地块、义乌桃花源、南京云栖玫瑰园、无锡凤起和鸣、成都文儒德、西安鸿基新城等项目进度的不断推进所致。此外，2017 年绿城集团对部分开发产品——杭州蓝庭、奉化玫瑰园等项目合计计提存货跌价准备 3.52 亿元。另截至 2018 年 6 月末，绿城集团流动资产为 2,149.89 亿元，占同期末总资产比例为 90.87%，其中存货、货币资金及其他应收款分别为 1,352.04 亿元、391.07 亿元和 349.34 亿元。

非流动资产方面，2015~2017 年末绿城集团非流动资产分别为 162.75 亿元、168.80 亿元和 204.33 亿元，主要系长期股权投资、投资性房地产和固定资产。同期末，绿城集团长期股权投资余额分别为 92.10 亿元、90.88 亿元和 83.65 亿元，主要为对合营企业和联营企业投资，其中 2017 年末绿城集团长期股权投资余额有所下降主要系当年绿城集团取得原合营企业天津绿城全运村建设开发有限公司的控制权，进而转为并表子公司所致；绿城集团投资性房地产分别为 0.62 亿元、0.19 亿元和 23.75 亿元，其中 2017 年绿城集团投资性房地产大幅增长主要系 37 号地块购物中心转入所致；绿城集团

固定资产分别为 40.60 亿元、45.44 亿元和 47.35 亿元，主要系房屋及建筑物。另截至 2018 年 6 月末，绿城集团非流动资产合计 216.11 亿元，其中长期股权投资、固定资产和投资性房地产分别为 89.41 亿元、54.65 亿元和 23.30 亿元。

绿城集团负债主要由预收款项、其他应付款及付息债务构成。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，绿城集团预收款项分别为 170.33 亿元、331.73 亿元、624.27 亿元和 631.40 亿元，主要为预收购房款；同期末，其他应付款分别为 365.19 亿元、365.11 亿元、467.13 亿元和 567.95 亿元，主要系绿城集团非并表的开发项目的拆借款。其中，2017 年末绿城集团其他应付款前五名合计占比为 20.44%。

有息债务方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，绿城集团总债务分别为 259.46 亿元、342.35 亿元、461.73 亿元和 553.27 亿元，随着项目开发的持续推进，绿城集团有息债务规模逐年增加。同期末，绿城集团长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.44 倍、0.29 倍、0.52 倍和 0.32 倍，债务期限结构较为合理。

总体来看，近年来绿城集团资产规模稳步增长，自有资本实力不断增强，债务期限结构较为合理。但绿城集团债务规模增长较快，财务杠杆水平逐年提升，同时考虑到绿城集团在建和拟建项目规模较大，或将推动其杠杆比率进一步上升。

### 流动性

近年来绿城集团流动资产规模逐年增长，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，绿城集团流动资产分别为 992.57 亿元、1,253.06 亿元、1,894.63 亿元和 2,149.89 亿元，占同期末资产总额的比例始终保持在 85% 以上。绿城集团流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，截至 2018 年 6 月末，上述科目占流动资产的比重分别为 16.53%、57.14% 和 14.76%，合计占比达 88.44%。

存货方面，绿城集团开发节奏有所加快，存货规模有所上升。截至 2017 年末，绿城集团存货净额为 1,191.80 亿元，同比上升 66.45%。从存货的构成来看，2017 年末绿城集团存货中开发成本、开发产品占存货总额的比例分别为 83.64% 和 15.72%，

较上年末分别为下降 2.14 个百分点和上升 2.00 个百分点。存货中已竣工项目的开发产品规模所占比重整体有所下降，但 2017 年受并表天津全运村项目影响，存货中开发产品比重小幅提升。

表 8：2015~2017 年末绿城集团存货结构分析

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017
存货	526.92	716.01	1,191.80
存货同比增长率	22.88	35.89	66.45
开发成本	406.84	614.19	996.88
开发成本/存货	77.21	85.78	83.64
开发产品	116.83	98.23	187.34
开发产品/存货	22.17	13.72	15.72

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2015~2017 年绿城集团存货周转率分别为 0.36 次、0.31 次和 0.29 次。受存货规模大幅增长影响，近年来绿城集团存货周转效率逐年下降；同期，绿城集团总资产周转率分别为 0.21 次、0.19 次和 0.20 次。

表 9：2015~2017 年绿城集团周转率相关指标

指标	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.36	0.31	0.29
总资产周转率（次/年）	0.21	0.19	0.20

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2015~2017 年绿城集团经营性净现金流分别为 6.83 亿元、18.35 亿元和 -138.39 亿元。其中，2016 年由于绿城集团销售商品及提供劳务收到的现金增加，导致当年经营性活动净现金流有所回升；但 2017 年受绿城集团拿地节奏加快影响，绿城集团经营性活动净现金流大幅减少。2018 年一季度，绿城集团经营性净现金流为 -68.90 亿元。

货币资金方面，近三年绿城集团货币资金逐年增加，使得其货币资金对短期债务的保障程度较高。2015~2017 年末绿城集团货币资金/短期债务分别为 1.85 倍、2.67 倍和 1.82 倍，其中受 15 绿城债和部分长期借款划分至“一年内到期的非流动负债”科目影响，2017 年末货币资金对短期债务保障力度小幅下降。



表 10：2015~2017 年绿城集团部分流动性指标

指标	2015	2016	2017
货币资金（亿元）	147.77	208.10	287.18
经营活动现金流净额（亿元）	6.83	18.35	-138.39
经营净现金流/短期债务（X）	0.09	0.24	-0.88
货币资金/短期债务（X）	1.85	2.67	1.82

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着项目开发节奏加快，近年来绿城集团存货规模上升较快，整体周转效率有所下滑；但绿城集团货币资金较为充裕，可以对短期债务形成有效覆盖。

### 盈利能力

绿城集团营业收入主要来源于房屋销售、商品销售及其他业务收入构成。2015~2017 年，绿城集团分别实现营业收入 225.35 亿元、248.24 亿元和 349.65 亿元。其中，房屋销售收入分别为 197.76 亿元、218.25 亿元和 314.69 亿元。同期，绿城集团营业毛利率分别为 23.23%、22.74% 和 21.81%，近年来其初始获利空间有所收窄。2018 年上半年度，绿城集团实现营业收入 278.43 亿元，营业毛利率为 17.68%。

期间费用方面，绿城集团期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2015~2017 年，绿城集团期间费用分别为 30.34 亿元、32.72 亿元和 33.38 亿元，其中销售费用分别为 10.19 亿元、11.48 亿元和 14.37 亿元；管理费用分别为 17.68 亿元、17.98 亿元和 19.61 亿元。同期，绿城集团三费收入占比分别为 13.46%、13.18% 和 9.55%，三费收入占比持续下降，绿城集团对期间费用的把控能力得到较好提升。2018 年上半年度，绿城集团期间费用为 13.56 亿元，三费收入占比为 4.87%。

表 11：2015~2017 年绿城集团三费分析

指标	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	10.19	11.48	14.37
管理费用（亿元）	17.68	17.98	19.61
财务费用（亿元）	2.47	3.26	-0.60
三费合计（亿元）	30.34	32.72	33.38
营业总收入（亿元）	225.35	248.24	349.65
三费收入占比（%）	13.46	13.18	9.55

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，绿城集团利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成。受益于业务规模增长和良好的三费控制能力，近年来绿城集团经营性业务利润持续向好，2015~2017 年分别为 0.97 亿元、7.01 亿元和 15.87 亿元；同期，投资收益已成为绿城集团利润总额的重要补充，分别为 16.02 亿元、18.11 亿元和 35.75 亿元，其中 2015~2016 年绿城集团投资收益主要系联营及合营企业投资收益；2017 年绿城集团投资收益主要系处置北京绿城银石置业有限公司股权产生的投资收益和取得天津全运村项目公司控制权后，原持有股权公允价值重新计量产生的利得；资产减值损失分别为 6.25 亿元、1.38 亿元和 10.13 亿元，其中受杭州蓝庭、奉化玫瑰园等开发产品和其他应收款计提减值影响，2017 年绿城集团资产减值损失大幅增长。综上，2015~2017 年，绿城集团利润总额分别为 10.54 亿元、23.28 亿元和 40.90 亿元；同期，绿城集团分别实现净利润为 7.94 亿元、20.14 亿元和 28.33 亿元，所有者权益收益率分别为 3.53%、7.93% 和 8.86%。2018 年上半年度，绿城集团实现利润总额和净利润分别为 35.46 亿元和 27.01 亿元。

总体来看，近年来绿城集团业务规模持续增长，基于良好的费用控制能力，绿城集团经营性业务盈利能力持续向好。同时，得益于联营及合营项目的推进，绿城集团投资收益成为利润总额的重要补充，绿城集团整体盈利能力大幅增强。

### 偿债能力

从债务规模来看，截至 2017 年末绿城集团总债务为 461.73 亿元，同比增长 34.87%。同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.52 倍，债务期限结构合理。另截至 2018 年 6 月末绿城集团总债务为 553.27 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.32 倍。

获现能力方面，绿城集团 EBITDA 主要来自于利润总额和财务性利息支出。2015~2017 年绿城集团 EBITDA 分别为 24.35 亿元、34.99 亿元和 55.55 亿元，随着利润总额增长而逐年提高。受此带动，绿城集团主要偿债指标表现亦有所提升，2015~2017 年绿城集团总债务/EBITDA 分别为

10.65 倍、9.78 倍和 8.31 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.01 倍、1.19 倍和 1.60 倍，EBITDA 可对利息支出形成一定覆盖。

表 12：2015~2017 年绿城集团部分偿债指标

指标	2015	2016	2017
EBITDA (亿元)	24.35	34.99	55.55
总债务/EBITDA (X)	10.65	9.78	8.31
EBITDA 利息倍数 (X)	1.01	1.19	1.60
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.03	0.05	-0.30
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.28	0.63	-4.00
资产负债率 (%)	80.56	82.13	84.76
净负债率 (%)	49.72	52.84	54.58
总资本化比率 (%)	53.60	57.40	59.08
长期资本化比率 (%)	44.43	50.99	48.73

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，绿城集团与多家金融机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年 6 月末，绿城集团已获得金融机构的授信总额为 2,095.50 亿元，其中未使用授信额度 1,474.88 亿元，备用流动性较充裕。与此同时，绿城中国作为香港上市公司，股权融资渠道通畅，有助于进一步提升绿城集团财务弹性。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，除对客户提供的按揭贷款担保外，绿城集团对外担保余额为 194.55 亿元，系对关联方担保，规模较大，面临一定代偿风险。此外，截至 2018 年 6 月末，不存在对绿城集团构成重大不利影响的重大未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

整体来看，近年来绿城集团资产规模实现大幅增长，债务期限结构较为合理。受益于业务规模持续增长、良好的费用控制能力和投资收益的增长，绿城集团盈利能力持续向好，获现能力可对债务利息形成有效覆盖，且多元化的外部资金补充途径亦有助于增强绿城集团的财务弹性，绿城集团具备极强的偿债能力。

## 债务人行业分布

入池基础资产对应的债务人为绿城集团其下属公司，均属于房地产行业，行业集中度极高。

## 债务人区域分布

基础资产对应的债务人绿城集团下属公司主

要分布于浙江区域、上海区域、北京区域和海南区域，其中浙江区域共有 19 个债务人，应收账款余额占比最多，为 53.72%；其次为上海区域，共有 4 个债务人，应收账款余额占比为 16.78%。

表 13：债务人<sup>20</sup>区域分布情况

所在区域	债务人个数 (个)	应收账款余额 (万元)	金额占比
浙江	19	36,114.10	53.72%
上海	4	11,280.35	16.78%
山东	5	9,642.78	14.34%
北京	4	3,662.07	5.45%
海南	1	2,945.91	4.38%
广州	1	1,750.99	2.60%
成都	3	1,520.21	2.26%
武汉	1	306.02	0.46%
总计	38	67,222.42	100.00%

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

## 基础资产业务类型

本专项计划基础资产对应的应收账款债权按照基础交易合同的业务类型分为工程类和贸易类，其中主要为工程类应收账款，共计 193 笔，合计应收账款余额为 66,154.94 万元，金额占比为 98.41%；贸易类基础资产共计 6 笔，合计应收账款余额为 1,067.48 万元，金额占比为 1.59%。

表 14：基础资产应收账款业务类型分布情况

业务类型	应收账款笔数 (笔)	应收账款余额 (万元)	金额占比
工程	193	66,154.94	98.41%
贸易	6	1,067.48	1.59%
合计	199	67,222.42	100.00%

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

## 基础资产剩余期限分布

本专项计划基础资产对应的应收账款债权到期日均为 2019 年 11 月 12 日，假设以 2018 年 11 月 23 日为基准日计算，本专项计划基础资产对应的应收账款债权剩余期限为 354 天。

<sup>20</sup> 债务人统计中不含共同债务人绿城集团。

## 现金流分析及压力测试

中诚信证评基于本专项计划的账户设置、现金流支付机制以及基础资产信用风险特征构建了本专项计划的现金流分析模型，对本专项计划的现金流流入流出情况进行分析。现金流分析包括正常景况分析和压力景况分析，主要是依据目标信用等级对受评证券进行现金流覆盖测试。首先设置需要进行压力测试的压力指标，然后分别设置压力指标的基准条件以及压力条件，最后依据压力指标的基准条件和压力条件分别进行正常景况分析和压力景况分析。本专项计划的现金流入全部为本专项计划受让于原始权益人出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权到期还款；本专项计划的现金流出为税费、资金划付手续费等相关费用以及优先级资产支持证券的本息兑付。

表15：压力指标基准假设条件

压力指标	基准条件
优先级资产支持证券预期收益率	5.00%
优先级资产支持证券假设发行规模（万元）	63,700.00
优先级资产支持证券假设存续期限（天）	357

资料来源：中诚信证评整理

假设本专项计划于 2018 年 11 月 23 日设立，预计存续期限为 357 天，专项计划预期收益率为 5.00%，具体每一期专项计划设立时间和预期收益率以计划管理人届时所发布的成立公告所载为准。若本专项计划的实际设立时间和预期收益率与其假设条件不一致，则覆盖倍数也会相应变化。根据《标准条款》的约定和假设条件，优先级资产支持证券的现金流入和现金流出在资产支持证券到期时的情况如下：专项计划收到基础资产回收款 67,222.42 万元，并支付专项计划增值税及附加、其他费用合计约 126.48 万元、优先级资产支持证券利息约 3,115.19 万元、优先级资产支持证券本金 63,700.00 万元。

表16：专项计划现金流入、流出与覆盖倍数

单位：万元、倍		
现金流入	现金流出	覆盖倍数
67,222.42	66,943.89	1.0042

资料来源：中诚信证评整理

## 正常景况分析

依据本专项计划《标准条款》的约定，根据资产池现金流入及资产支持证券现金流流出，对专项计划本息偿付和费用支出的覆盖倍数进行测算，正常情况下的覆盖倍数如表 17 所示。

表17：正常景况分析

单位：倍

基准条件	专项计划本息及费用覆盖倍数
优先级资产支持证券 预期收益率：5.00%	1.0042

资料来源：中诚信证评整理

## 压力景况分析

基于压力指标的假设条件，我们对预期收益率设置相应的压力条件，对优先级资产支持证券的覆盖情况进行分析。

表18：压力景况分析

单位：倍

覆盖倍数	优先级资产支持证券预期收益率			
	不变	上升 10BP	上升 20BP	上升 30BP
专项计划本息及 费用覆盖倍数	1.0042	1.0033	1.0023	1.0014

资料来源：中诚信证评整理

通过正常景况以及压力景况分析，可以看出专项计划实际发行利率不高于 5.30% 时，本专项计划基础资产现金流入仍能够保证专项计划税费的支出和优先级资产支持证券的本息兑付，中诚信证评将对实际发行利率保持持续关注。



## 重要参与方

### 原始权益人/资产服务机构——一方恒融

一方恒融成立于2015年12月31日，由深圳市前海一方供应链管理有限公司（以下简称“前海一方供应链”）发起设立，初始注册资本30,000万元。2016年前海一方供应链转让其所持一方恒融10%股权给深圳市华丽商贸物流有限公司；2018年4月4日，前海一方供应链将其所持一方恒融40%股权转让深圳市前海一方控股有限公司。截至2018年6月30日，一方恒融注册资本为30,000万元，股东分别为前海一方供应链、深圳市前海一方控股有限公司和深圳市华丽商贸物流有限公司，双方持股比例分别为50%、40%和10%，实际控制人为自然人赖荣火。

表19：截至2018年6月30日一方恒融股东明细表

股东名称	出资额 (万元)	持股比例
深圳市前海一方供应链管理有限公司	15,000	50%
深圳市前海一方控股有限公司	12,000	40%
深圳市华丽商贸物流有限公司	3,000	10%
合计	30,000	100%

资料来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

前海一方供应链成立于2014年8月，初始由赖少琼和赖少丽共同出资组建，截至2017年末注册资本为10亿元，深圳市恒荣实业投资控股有限责任公司及深圳市隆富投资发展有限公司分别持股80%和20%，最终控制人为赖荣火。前海一方供应链自成立以来一直致力于搭建商流，物流，资金流，信息流、技术流五流合一的供应链服务平台，专业承接企业非核心业务外包，根据供应链上不同环节的企业需求，以物流、商流、资金流、信息流为载体，以全球整合物流服务平台为依托，致力于打造集生产制造型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务以及供应链金融服务于一体的全方位整合式供应链服务平台，为客户提供包括国际采购、分销执行、VMI（供应商管理库存）服务、虚拟生产、进出口通关、运输管理、仓储、配送、资金结算、信息管理等服务。

法人治理结构方面，一方恒融设股东会，下设1名执行董事，不设董事会。其中股东会由全体股东组成，系其最高权力机构，主要负责经营方针的决定等工作；执行董事为其法人代表，经股东选举

产生，主要行使向股东报告工作、制订年度财务预算方案等职权。此外，一方恒融不设监事会，设监事1名，由前海一方供应链委任，主要对执行董事和总经理等高级管理人员执行一方恒融职务的行为进行监督等工作。整体来看，一方恒融的法人治理结构建设较健全。

组织结构方面，一方恒融实行执行董事领导下的总经理负责制，并根据业务发展的需要设置了前线部门和保障部门。目前前线部门包括业务部、大运营中心、金融市场部、投行事业部和总经办，保障部门包括IT部、财务部和行政人事部。

具体来看，大运营中心负责一方恒融的日常运营，下设七个分支部门，包括呼叫中心、登记中心、单证中心、档案中心、合规中心、监控中心和培训中心。其中呼叫中心负责输入来自客户的需求和信息并转达至一方恒融的各个部门，同时输出服务和信息给客户；登记中心负责对供应商提供的应收账款的转让和质押情况进行查询，并对应收账款进行登记；单证中心负责单证审核和流转，根据各个金融机构的审核要求，审核供应商提供的资料，包括准入资料和批次资料；档案中心负责资料的扫描、上传系统、整理和归档，业务完成后的资料回寄；合规中心负责一方恒融保密制度的建设与落实，文件版本的确定及项目风险管理，包括对业务导入前、业务操作过程中及到期款的回收等各环节实施全流程的风险监控；监控中心负责对大运营中心的全流程进行系统监控，提出问题与改进；培训中心负责对一方恒融员工进行技能相关培训。业务部负责客户的开发与维护、客户信息收集及市场调研分析，并致力于“买断宝”业务目标的完成。金融市场部主要负责与银行等金融机构以及其他中介机构的对接，并承担保理利率的制定等工作。投行事业部主要负责核心企业的拓展和非标准化产品的研发和实操。总经办负责客户关系的维护工作。IT部主要负责供应链保理系统的设计、升级与维护等工作。总体来看，一方恒融部门设置较合理，且各部门职能分工较明确。

制度建设方面，一方恒融目前建有《深圳市前

海一方恒融商业保理有限公司国内保理业务（“买断宝”）暂行管理办法》、《“买断宝”业务风险管理部操作手册》、《运营部操作手册》、《金融部再保理操作手册》等相关业务操作和风险管理制度，为其业务的顺利开展提供了一定保障。

人力资源方面，一方恒融董事长赖少丽出生于1988年，本科学历，拥有会计与金融双学士学位，同时亦为前海一方供应链董事长。总经理芮虎毕业于中国人民大学，财政学学士，拥有中级经济师职称，先后供任职于中国建设银行深圳分行、年富实业发展有限公司、联合利丰供应链管理有限公司，现任前海一方供应链和一方恒融总经理，其管理经验较为丰富，可为一方恒融业务的顺利开展提供较大支持。截至2018年3月末，一方恒融共有员工164名，学历多为本科及以上学历，从业年限多在1~3年，其中39人拥有5年以上的项目经验，人员整体素质较高。整体来看，一方恒融的管理人员多具有较为丰富的行业经验和管理经验，其余员工均具有一定的相关行业从业经验，人员素质基本能够满足其目前业务发展的需要。

## 业务运营

尽管一方恒融成立时间较短，现处于运营初期，但其股东方前海一方供应链运营模式已较成熟，且已积累了一定的业务资源。依托于股东方的业务资源和业务经验，一方恒融业务开展较为顺利。现阶段一方恒融主要与碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园”）、绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）及金茂投资开展合作推出“买断宝”业务，具体业务模式系以行业领先的房地产开发商为核心企业，协同银行或其他金融机构，为核心企业提供公开型无追索权的反向保理服务。“买断宝”业务有助于核心企业实现通过金融产品对供应商的应付款账期管理、最大化资金使用效率的诉求。

业务流程方面（以碧桂园为例）：核心企业下属项目公司与供应商签定基础交易合同，供应商履行合同义务后向碧桂园发起付款申请，碧桂园汇总后出具《付款确认书》并将《付款确认书》及包含供应商付款信息的电子清单发送至一方恒融；一方

恒融根据清单通知供应商，以供应商为核心企业提供相关物资或服务形成相关应收账款为基础，与供应商签订保理合同；一方恒融主要通过自身银行授信取得过桥贷款，过桥银行根据流贷协议和保理合同，将保理融资款扣除保理融资折价金额后的资金通过一方恒融在银行开立的保理监管账户转付给供应商；然后一方恒融通过发行资产支持专项计划等方式获取资金，偿还过桥贷款；在应收账款到期日，由专项计划托管人从核心企业账户直接扣划或核心企业主动还款（不同核心企业操作方式不同）至专项计划账户，偿还应收账款，目前碧桂园采取的是主动还款的方式。

一方恒融业务审批流程如下：1）碧桂园出具《付款确认书》；2）一方恒融收到《付款确认书》后，由业务部联系客户进行报价；3）待确认报价后，一方恒融呼叫中心联系供应商提供所需资料；4）收到供应商资料后，一方恒融单证中心进行准入审查，主要是审查供应商是否符合各金融机构的审核要求等；5）登记中心通过中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统对供应商提供的应收账款的质押情况（该资产是否转让或质押）进行查询，并对应收账款进行登记；6）移交合规中心，审查资料合规性；7）移交档案中心，审查资料完备性，并进行资料的扫描、上传系统、整理和归档；8）移交银行。目前一方恒融可共享使用一方保理IT部门已开发的保理业务系统，上述一系列流程均可通过线上系统进行操作，一方保理不向一方恒融收取系统使用费用。

从业务模式来看，一方恒融主要专注于为碧桂园、绿城集团、金茂投资等核心企业体系内的供应商提供保理融资服务，即以核心企业为出发点，为供应链节点企业提供集贸易融资、销售分户账管理、应收账款管理与催收、客户资信调查与评估、信用风险担保为一体的保理服务。

业务发展方面，一方恒融已经与碧桂园总部及其项目公司、供应商之间建立了广泛业务合作关系，将专注于核心企业反向保理业务。截至2017年末一方恒融保理余额共计206.11亿元，均为无追索权商业保理；另截至2018年6月末，一方恒融表内



保理余额共计0.00亿元。

从2016年5月至2018年6月30日，一方恒融已为碧桂园供应商提供14,552笔累计372.41亿元应收账款买断服务，与全国碧桂园1,044个项目公司合作，已为碧桂园3,115个供应商提供应收账款买断式服务；同期，一方恒融为绿城集团供应商提供108笔累计3.10亿元应收账款买断服务，与全国绿城集团23个项目公司合作，已为绿城59个供应商提供应收账款买断式服务。2017年，一方恒融共签署8,031笔保理合同，平均每笔金额约为256.63万元。一方恒融2018年1~6月年累计承接保理业务5,666笔，当期累计保理金额147.70亿元，平均每笔金额约为260.68亿元，主要来自承接碧桂园供应链融资反向保理业务。除碧桂园外，为扩大业务规模一方恒融也计划拓展其它核心企业业务，2018年一方恒融拓展客户主要为绿城集团、金地（集团）股份有限公司和景泰富地产控股有限公司。

保理业务定价方面，核心企业有内部指导价的，一方恒融会在内部指导价下与核心企业沟通确定保理费用。融资成本方面，一方恒融在与供应商签订保理合同的同时通过发行资产支持专项计划等方式获取资金，从中赚取利差。

资金来源方面，一方恒融的合作银行主要包括江苏银行深圳分行和建设银行深圳分行，截至2018年6月末，一方恒融分别获得授信额度39.00亿元，已使用授信额度为9.89亿元，剩余29.11亿元授信额度尚未使用。目前一方恒融融资渠道较为有限，未来为扩大业务规模，一方恒融一方面将拓展合作银行，另一方面主要通过资产证券化拓宽融资渠道。

## 风险管理

商业保理公司面临的风险较多，其中最重要的风险是交易真实性风险和客户信用风险。一方恒融成立时间较短，但根据自身业务特点，已建立了相应的风险控制体系及管理制度，目前主要通过建立《国内保理业务（“买断宝”）暂行管理办法》、《“买断宝”业务风险管理部操作手册》、《运营部操作手册》、《金融部再保理操作手册》等管理制度，对保理条件、保理费用、保理额度核定、应收账款转让、应收账款回收、争议及处理、保理合同签订、再保

理业务等业务规范和风险控制措施做了明确的规定，防范保理业务风险。

一方恒融目前主要从事核心企业的反向保理业务，故其一般首先对核心企业进行准入。目前准入的核心企业主要系碧桂园，并通过下述措施控制交易的真实性风险和客户信用风险，1）一方恒融供应商客户名单直接来自于碧桂园财务中心，同时由碧桂园针对每一笔应收账款债权出具付款确认书，因此其交易的真实性可获得较高保障；2）鉴于碧桂园为保理业务的最终债务人，而碧桂园极高的信用资质极大的缓解了客户的信用风险。

此外，鉴于一方恒融的业务特点，其风险管理主要集中在保理前期的调查阶段，为此一方恒融设定了相关的供应商筛选标准。供应商的风险管理工作主要由合规中心负责，其中合规中心法务岗负责核心企业供应商准入资格的线上审查及核心企业项目公司主体资格审查，合规中心合规岗负责审查供应商提供资料合规性，以及应收账款转让/质押查询及登记资料的审查工作。审查工作主要有三个阶段：

（一）供应商资格（线上）初审：对于首次进入的供应商，合规中心法务岗需进入一方恒融保理IT系统上的“供应商管理状态”流程中，根据《客户初审检查列表》列明的事项进行相应的审查。根据供应商上传的营业执照、法定代表人身份证、被授权人身份证（如有），核对供应商录入的法定代表人证明书、法定授权委托证明书（如有）、公开型无追索权保理合同等资料的完整性与合规性。通过登录《全国企业信用信息公示系统》、《全国组织机构代码管理中心》、《全国法院被执行人信息查询系统》、《中国裁判文书网》、百度或其他搜索网站平台，查询供应商企业基本信息的真实性，以及企业是否存在抵/质押、失信、涉诉或其它负面信息。最后则需在《客户初审检查列表》上填写相应的审查记录/备注，签署最终的审查意见及日期。

（二）供应商首次资料（资格准入）线下审核：合规中心合规岗收到运营中心单证专员移交过来的供应商保理首次（归档）资料，根据《供应商保理首次资料归档交接表》列明的事项及要求核对供

应商基本信息、供应商的融资规定，审核供应商提供的资料与其上传系统的资料/信息是否一致，审查《公开型无追索权国内保理合同》内容、盖章是否合规、准确，审核单证专员是否审查全部项目并做记录、是否在《供应商保理首次资料归档交接表》上签署姓名及时间等。合规岗审查通过，则在《供应商保理首次资料归档交接表》上确认签名、填写审查通过时间并将全套资料附表移交档案岗接收，同时登陆保理 IT 系统将供应商状态更新为准入审核通过；如审查不通过，则将资料退回单证专员，并在《交接错误点统计表》填写相关信息并由单证专员签字确认。

（三）供应商批次资料审核：单证专员在收到供应商提供的批次资料后，须将资料分成再保理资料、批次存档资料并按照属性分别附上《供应商再保理资料审核表》及《供应商批次资料存档交接表》，合规岗收到单证专员移交过来的资料后按照不同金融机构专用版本的《供应商再保理资料审核表》所列事项对供应商再保理资料审核，核对批次资料与首次资料信息是否匹配等。各类型的资料按照审查步骤审核通过后，合规岗则需分别在《供应商再保理资料交接表》及《供应商批次存档资料交接表》“合规岗签字”一栏中确认签名、填写审查通过时间并将资料附表移交金融部再保理岗/结算中心档案岗接收；如审查不通过，则将资料附表退回单证专员，并在《交接错误点统计表》填写相关信息并由单证专员签字确认。特殊事项需咨询风险管理部负责人意见后方能处置。

## 财务分析

以下财务分析基于一方恒融提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年审计报告，以及未经审计的2018年上半年度财务报表。

一方恒融于2016年正式运营，2016~2017年末，一方恒融总资产分别为16,068.72万元和24,445.51万元，所有者权益合计分别为9,829.27万元和14,840.50万元。截至2017年末，一方恒融资产均为流动资产，主要系其他应收款和货币资金，其中其他应收款主要系应收关联方往来款。2016~2017年

末，一方恒融负债总额分别为6,239.45万元和9,605.01万元，截至2017年末一方恒融负债均为短期负债，且无有息债务，其短期负债主要系应付账款和应交税费，其中应付账款主要系待支付的保理款。2016~2017年末，一方恒融资产负债率分别为38.83%和39.29%，负债水平较低。另截至2018年6月末，一方恒融所有者权益合计3.42亿元，总资产24.37亿元，负债总额为20.96亿元，资产负债率为85.98%，杠杆比率大幅上升。

盈利能力方面，2016年一方恒融处于运营初期，业务规模较小，但前期评估费、咨询费等相关管理费用以及过桥资金利息等财务费用支出相对较多，故其2016年整体处于亏损状态，期间累计实现营业收入20,308.02万元，净亏损170.73万元。2017年，一方恒融与碧桂园始终保持良好合作关系，业务规模快速上升，全年共取得营业收入144,529.17万元，并扭亏为盈，实现净利润5,011.23万元，盈利规模上升很快。2018年上半年度，一方恒融取得营业收入10.76亿元，实现净利润0.34亿元。

现金流方面，2016年一方恒融处于展业初期，业务规模较小且应收保理款尚未到期，其经营活动现金流表现为净流出5,235.73万元。2017年，一方恒融保理业务迅速扩张，保理款发放规模上升，经营活动现金流净流出250.11亿元；同时随着保理应收款的到期，其经营活动现金流净流入250.94亿元，当年经营活动产生净现金流8,297.28万元。2018年上半年度，一方恒融经营活动净现金流净流出18.99亿元。

截至2018年6月末，一方恒融无对外担保，不存在对一方恒融构成重大不利影响的重大未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

综上所述，一方恒融展业时间较短，但基于股东业务资源和业务经验的支持，其已形成了较为完善的风控体系，并不断完善供应链保理融资系统，与碧桂园建立了良好的合作关系，业务发展较快，中诚信证评认为一方恒融能够履行本交易要求的基础资产服务职责。

## 计划管理人——华夏资本

华夏资本成立于2012年12月27日，注册资本

35,000万元，为华夏基金管理有限公司全资子公司。截至2017年末，华夏资本注册资本仍为35,000万元，华夏基金管理有限公司持有其100%股权。华夏资本现持有中国证券监督管理委员会于2017年4月24日核发的《经营证券期货业务许可证》，目前经营范围为特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务。

截至2017年末，华夏资本总资产为50,599万元，所有者权益合计为46,971万元，负债总额为3,628万元；2017年华夏资本实现营业收入7,612万元，实现净利润2,562万元。此外，截至2017年末，华夏资本存续资产管理计划超过106个，管理的存续资产管理规模为912.65亿元。

管理制度建设方面，华夏资本制定了《华夏资本特定客户资产管理业务管理试行办法》、《华夏资本特定客户资产管理业务风险控制制度》、《华夏资本利益冲突防范和关联交易管理办法》等相关管理制度，对部门设置及岗位职责、业务流程、业务推广、投资管理、内部风险控制、客户关系管理等内容做了详细规定。与此同时，华夏资本风险管理委员会审议并通过了《华夏资本管理有限公司资产证券化业务管理规定》及《华夏资本管理有限公司资产证券化业务尽职调查工作指引》，进一步规范资产证券化业务的开展。

业务流程方面，华夏资本在资产证券化业务开展过程中主要通过风险管理部和业务部门积极采取各项措施，加强内部控制，防范潜在风险。华夏资本的内部控制流程主要包括项目立项流程和内核及投决会决策流程。具体来看，投资管理部门负责项目筛选工作并准备项目立项申请材料，发起并召开现场立项会议，完成立项。立项审核通过后，拟任项目经理牵头组织项目组成员开展项目尽职调查，进行投资可行性论证，并草拟项目尽调报告并底稿及相关申报材料的准备，并提交本部门负责人初审。部门负责人初审通过后，由项目组将尽调材料等相关文件提交风险管理部进行审核。风险管理部指定专人对项目合规性做出评估，并向项目组发送问题清单，项目组应就问题清单进行书面答复并补充相关材料（如需）。风控部门评估工作完成

后，形成内核审查意见并组织召开现场投资决策委员会暨内核会。项目经理在内核会上详细汇报本项目尽职调查情况、相关申报文件安排等情况，风控审核人员汇报项目审核过程中关注的主要问题、解决情况及合规审查意见，最终由投资决策委员会进行表决并进行最终决策。

风险管理方面，华夏资本设有风险管理委员会，相关内部控制部门与业务部门共同构成了华夏资本风险管理主要组织架构，形成了由委员会进行集体决策，内部控制部门与业务部门密切配合的风险管理体系，从审议、决策、执行和监督等方面管理风险。风险合规部对华夏资本面临的风险进行识别、测量、分析、监控、报告和管理。风险合规部分析、评价华夏资本总体业务线风险，对优化华夏资本的风险资源配置提出建议；协助华夏资本风险管理委员会制订风险限额等风险管理指标，监控、报告风险限额等指标的执行情况；建立和完善业务风险在前台、风险合规部门、管理层间的快速报告、反馈机制，定期向管理层全面揭示华夏资本的整体风险状况，为华夏资本风险管理提供建议；建立了全面压力测试机制，为重大决策和日常经营调整提供依据，并满足监管要求；对新产品、新业务进行事前的风险评估和控制设计。

整体来看，华夏资本法人内部控制制度健全，风险控制体系较为完善，经营状况良好，符合本专项计划对计划管理人的要求。

### 托管人——江苏银行深圳分行

江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）是经中国银监会《关于筹建江苏银行股份有限公司的批复》（银监复[2006]379号）和江苏银监局《关于江苏银行股份有限公司开业的批复》（苏银复[2006]423号）批准，由江苏省内十家城市商业银行通过合并重组设立的股份有限公司。2016年8月，江苏银行通过上海证券交易所首次公开发行115,445.00万股人民币普通股，发行后注册资本变更为115.44亿元（股票简称：江苏银行，股票代码：600919）。截至2018年6月末，江苏银行注册资本仍为115.44亿元。

截至2018年6月末，江苏银行共有537家分



支机构，其中包括总行、17 家一级分行和 519 家支行，分布在江苏省 13 个地级市以及上海、深圳、北京和杭州地区。江苏银行主要业务网络布局于长江三角洲地区，该地区区位优势优越，经济基础雄厚，城镇体系完整，已成为全国发展基础最好、体制环境最优、整体竞争力最强的地区之一。

截至 2017 年末，江苏银行资产总额 1.77 万亿元，较上年末增长 10.78%，负债总额 1.66 万亿元，较上年末增长 9.49%。同期末，江苏银行存款余额为 10,078.33 亿元，较上年末增长 11.07%；贷款余额为 7,472.89 亿元，较上年末增长 15.08%。2017 年，江苏银行实现营业收入 338.39 亿元，同比增长 7.58%；其中利息净收入 278.15 亿元，手续费及佣金净收入 57.79 亿元。同年，江苏银行实现净利润 120.16 亿元，同比增长 12.96%。

另截至 2018 年 6 月末，江苏银行资产总额为 1.85 万亿元，较上年末增长 4.37%，负债总额 1.73 万亿元，较上年末增长 4.36%。同期末，江苏银行存款余额为 1.08 万亿元，较上年末增长 6.90%；贷款余额为 8,291.65 亿元，较上年末增长 10.96%。2018 年上半年度，江苏银行实现营业收入 172.18 亿元，同比增长 0.89%；其中利息净收入 127.26 亿元，手续费及佣金净收入 28.33 亿元。同期，江苏银行实现净利润 69.18 亿元，同比增长 11.19%。

截至 2017 年末，江苏银行股东权益合计 1,128.28 亿元，加权平均净资产收益率为 13.72%，总资本净额 1,361.63 亿元，资本充足率为 12.62%；一级资本净额及核心一级资本净额分别为 1,122.08 亿元和 920.99 亿元，相应一级资本充足率为 10.40%，核心一级资本充足率为 8.54%。

另截至 2018 年 6 月末，江苏银行股东权益合计 1,179.33 亿元，总资本净额 1,430.47 亿元，资本充足率为 12.67%；一级资本净额及核心一级资本净额分别为 1,174.01 亿元和 973.24 亿元，相应一级资本充足率为 10.39%，核心一级资本充足率为 8.61%。

风险防控方面，江苏银行不断完善风险管理体系。针对信用风险，江苏银行制定年度信贷政策，建立统一风险偏好，强化授信准入，运用大数据提升风险管控能力，打造核心风险管控技术，完善不

良资产集中经营管理体制，强化资产质量管控和信贷结构调整，并完善授信第一责任人制度；针对流动性风险，江苏银行以监管指标及内设核心指标为框架，逐一确定预警值与阈值，建立预警指标体系，增强前瞻性风险识别功能，合理调配资产端的期限结构，将理财业务资产与负债端的错配率保持在合理水平；针对市场风险，江苏银行通过缺口分析、敞口分析、敏感性分析、情景分析、压力测试分析等风险监控手段对各业务中的市场风险开展风险识别、计量和监控管理，同时强化授权和限额的日常管理、监测、分析和报告，确保授权和限额得到严格遵守。截至 2017 年末，江苏银行不良贷款余额 105.54 亿元，较 2016 年末增加 12.36 亿元，不良贷款率为 1.41%，较年初下降 0.02 个百分点，不良贷款拨备覆盖率为 184.25%，较 2016 年末上升 3.69 个百分点，贷款拨备率为 2.60%，较 2016 年末上升 0.01 个百分点。另截至 2018 年 6 月末，江苏银行不良贷款余额 116.28 亿元，不良贷款率为 1.40%，较年初基本无变化，不良贷款拨备覆盖率为 182.13%，较年初略有下降。

托管业务方面，江苏银行主动适应外部市场形势新变化和监管政策新要求，对内强化资产托管服务能力的提升，对外大力营销基金、券商、保险、银行等重点机构客户，着力推动资产托管业务规模提升。江苏银行还投产上线资产托管客户端，优化完善资产托管业务系统，提高线上化处理效率。截至 2018 年 6 月末，江苏银行资产托管规模为 2.12 万亿元，较期初增长 13.07%；2017 年，江苏银行累计实现托管收入 4.29 亿元，同比增长 31.00%；2018 年上半年度累计实现托管收入 3.14 亿元。

整体来看，江苏银行经营规模持续扩大，资本实力较强，资本充足水平良好，且托管经验丰富，符合本专项计划对托管人的要求。

## 产品信用分析

中诚信证评基于一方恒融提供的基础资产数据，结合本专项计划基础资产合格标准、共同债务人绿城集团的信用资质、基础资产的信用分析等因素，并在此基础上设置压力情景（发行利率上调），然后结合交易结构确定资产支持证券支付结构和现金流分配顺序，对优先级资产支持证券进行现金流覆盖分析。

同时，我们还考虑了本专项计划交易结构设置的一些结构性特点，如应收账款债权回购机制和基础资产赎回机制、基础资产回收款转付路径设置以及托管人的经验等因素对信用支持水平的影响。

## 评级结论

基于评级初始日的入池基础资产数据、信息，结合共同债务人绿城集团的信用资质，参照中诚信证评资产证券化评级标准，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为**AAA<sub>sf</sub>**。

我们的评级反映的是优先级资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，即入池基础资产信用质量恶化可能导致资产池预期产生现金流的减少，使优先级资产支持证券持有人可能面临预期损失的程度。

## 关于华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融6期资产支持专项计划 优先级资产支持证券跟踪评级安排

根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在资产支持证券存续期内，对资产池的信用表现进行持续监测，持续监控服务机构和资金保管机构的信用状况，并通过定期考察发起/服务机构、计划管理人的相关报告，对本交易的实际信用表现进行动态跟踪，以判断产品的风险程度和信用质量是否发生变化。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于资产支持证券存续期内每年的6月30日前向计划管理人提供一份资产支持计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告；对于一年期内的固定收益类产品，本公司将于资产支持证券成功发行后的第六个月向计划管理人提供一份资产支持计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告。在此期限内，如发生可能影响本期资产支持证券信用等级的重大事件，发行人应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并自该事件发生之日起一个月内发布不定期跟踪评级结果。

如发行人未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。



## 附：信用等级的符号及定义

### 资产支持证券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
<b>AA<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，违约风险很低
<b>A<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，违约风险一般
<b>BB<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，违约风险较高
<b>B<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，违约风险很高
<b>CCC<sub>sf</sub></b> <b>CC<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，违约风险极高
<b>C<sub>sf</sub></b>	资产支持证券持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级和 CCC<sub>sf</sub> 级以下（含 CCC<sub>sf</sub> 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。