



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]A256-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12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，该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  
二零一九年五月二十日

## 华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 12 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 2019 年 5 月 20 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

中诚信证评评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)基于 2019 年 5 月 20 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 12 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	2017	2018	2019.Q1
所有者权益	319.81	412.50	433.01
总资产	2,108.39	2,567.75	2,650.52
总债务	461.73	667.42	734.16
营业总收入	349.65	495.73	23.64
营业毛利率	21.81	22.42	25.16
EBITDA	55.55	55.17	3.93
所有者权益收益率	8.86	7.24	0.47
资产负债率	84.83	83.94	83.66
净负债率	54.58	64.98	83.08
总债务/EBITDA	8.31	12.10	46.74
EBITDA 利息倍数	1.60	1.12	0.30

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、2017 年数据采用追溯调整后 2018 年审计报告期初数；  
3、2017~2019.Q1“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，“长期应付款”和“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务中；  
4、2019 年一季度所有者权益收益率及总债务/EBITDA 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>	66,700.00	3.90%	2020/5/15
合计	-	66,700.00	-	-

### 基础资产

指按《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 12 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	69,596.66 万元
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
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

徐 捷 jxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 20 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和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 12 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：专项计划实际发行利率不高于 4.20% 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。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，导致本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 年末，其并表口径的土地储备建筑面积为 1,923 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 12 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）	69,596.66
应收账款笔数（笔）	238
债权人个数（个）	122
债务人个数（个）	41
单笔应收账款平均金额（万元）	292.42
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

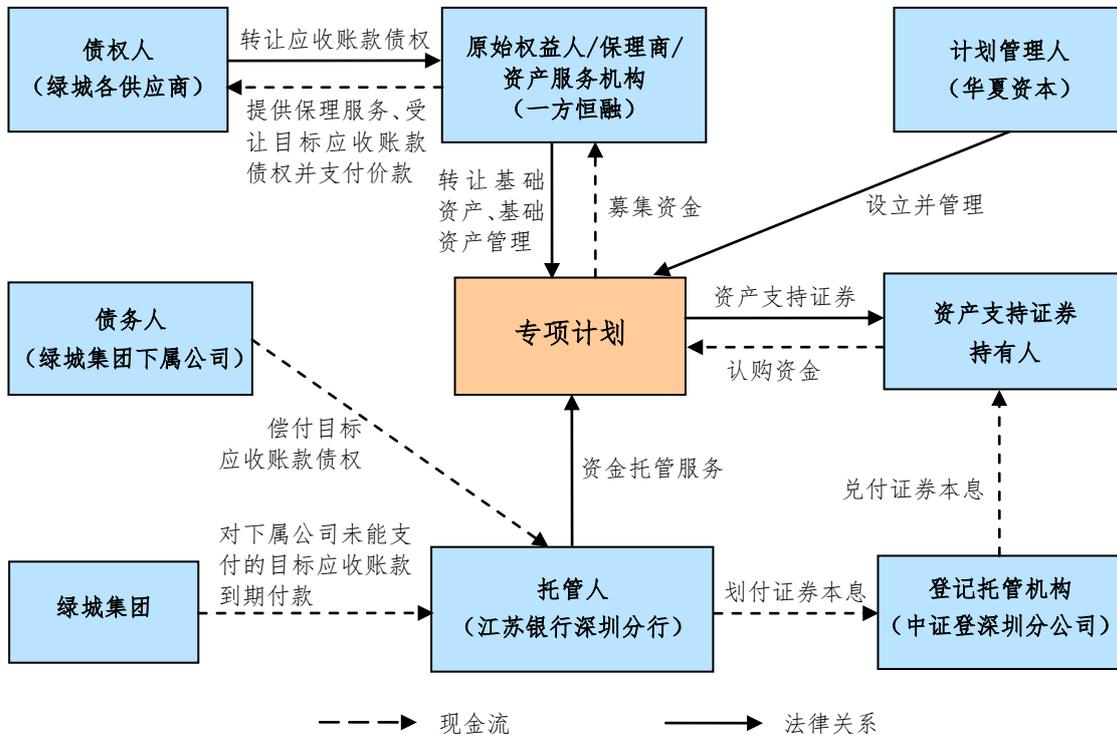
资产支持证券	预期发行金额（万元）	预期收益率（%）
优先级	66,700.00	3.90
<b>合计</b>	<b>66,700.00</b>	-

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》”或“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 12 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》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 12 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 12 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 12 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 6.67 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	2020/5/15	6.67 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原始权益人购买符合入池标准及原始权益人已通

<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。

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。

## 回购/赎回机制

根据《基础资产买卖协议》的约定，本专项计

<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。

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，计划管理人应依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，计划管理人应依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）》对计划管理人作为本专项计划之目的而设计的，与应收账款债权的形成、共

<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。

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。

同时,自华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 9 期资产支持专项计划起,本专项计划法律顾问变更为北京市金杜律师事务所及/或其依法设立的分支机构(以下简称“金杜”)。金杜律师出具的《北京市金杜律师事务所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(9-15 期)之法律意见书》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和论证(与《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)》统称为“《法律意见书》”)。此外,金杜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 12 期资产支持专项计划之补充法律意见书》(以下简称“《12 期补充法律意见书》”)。

根据《法律意见书》及《12 期补充法律意见书》,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;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。

为核查目标基础资产是否满足入池标准的要

求,金杜律师与计划管理人根据关联资产、债权金额、债权类型(贸易应收账款债权、工程应收账款债权)及债权产生的所属区域等四个维度对原始权益人/资产服务机构提供的、经其初步筛选确认为合格债权的拟入池 238 笔应收账款债权进行抽样审查,并对原始权益人向计划管理人提供的抽样基础资产的基础资产文件(电子扫描件,下同)进行全面核查。此次金杜共选取 21 笔拟入池应收账款债权作为抽样基础资产,抽样基础资产的笔数约占目标基础资产的 8.82%;抽样基础资产的债权金额合计约占目标基础资产的 33.48%。经适当核查,金杜认为,满足入池标准的应收账款债权即可满足《管理规定》有关基础资产真实性、合法性、有效性、权属清晰及无权利负担的要求,抽样基础资产符合前述要求,可以作为专项计划的基础资产。此外,鉴于目标基础资产已由原始权益人进行前期筛选,且基于金杜对目标基础资产的抽样审查,金杜认为,目标基础资产符合适用法律所规定的条件,满足《基础资产买卖协议》约定的入池标准中的相关要求,且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。但囿于抽样方法的局限性并受限于对非抽样基础资产的审查深度,不能排除有个别非抽样基础资产存在不满足入池标准的情形。

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。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》约定的入池标准,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。

在满足专项计划文件约定的设立前提后,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 12 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账户；资产服务机构应在到期付款通知日，即收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【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

<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。

<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。

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。

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

<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。

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。

### 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：专项计划实际发行利率不高于 4.20% 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。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缩小。

#### 债务人行行业集中风险

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 年末，其并表口径的土地储备建筑面积为 1,923 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

本期专项计划基础资产对应的应收账款余额为 69,596.66 万元，共包括 238 笔合同，涉及 122 个债权人，以及绿城集团和 40 家绿城集团下属子公司共 41 个债务人，其相关统计信息如下表所示。

表 2：基础资产概况

资产池应收账款金额（万元）	69,596.66
应收账款笔数（笔）	238
债权人个数（个）	122
债务人个数（个）	41
单笔应收账款平均金额（万元）	292.42
单笔应收账款最高金额（万元）	5,799.14
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

## 应收账款余额分布

按照应收账款余额占基础资产总额计，单笔应收账款余额分布在大于 1,000 万元部分的共有 17 笔，金额占比为 43.34%；另外单笔应收账款余额在 500~1,000 万元（含）之间对应共有 20 笔，金额占比为 20.47%。入池应收账款单笔平均余额为 292.42 万元。具体信息如下表所示：

表 3：基础资产应收账款余额分布

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	57	1,725.63	2.48%
50~100 万元（含）	47	3,353.37	4.82%
100~200 万元（含）	57	7,808.94	11.22%
200~300 万元（含）	19	4,536.29	6.52%
300~400 万元（含）	17	5,975.59	8.59%
400~500 万元（含）	4	1,781.60	2.56%
500~1,000 万元（含）	20	14,249.66	20.47%
大于 1,000 万元	17	30,165.58	43.34%
<b>合计</b>	<b>238</b>	<b>69,596.66</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

注：由于数据经四舍五入处理，故单项求和项与合计数可能存在尾差情况，下同。

## 债务人集中度分布

表 4：前五大债务人应收账款余额分布

债务人	应收账款笔数（笔）	应收账款余额（万元）	金额占比
债务人 1	18	5,842.96	8.40%
债务人 2	1	5,799.14	8.33%
债务人 3	5	3,490.89	5.02%
债务人 4	9	3,301.97	4.74%
债务人 5	25	3,151.69	4.53%
<b>合计</b>	<b>58</b>	<b>21,586.66</b>	<b>31.02%</b>

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

从债务人集中度分布情况来看，资产池共涉及

<sup>18</sup> 以 2019 年 5 月 24 日为基准日计算，下同。

40 个<sup>19</sup>绿城下属公司作为债务人，单个债务人涉及的应收账款余额最大为 5,842.96 万元，占比 8.40%；占比最大的前五大债务人应收账款余额共计 21,586.66 万元，占比 31.02%。具体情况如上表所示。

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 2019 年 3 月末，绿城集团注册资本为 40 亿元，实收资本为 20 亿元，才智控股持有其 100% 的股权，绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”，03900.HK）持有才智控股 100% 的股权。

截至 2019 年 3 月末，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）通过其全资附属公司中交房地产集团有限公司、以及 CCCG Holding (HK)Limited 和 CCCG 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 28.793% 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 24.91% 股权；宋卫平先生持有绿城中国 10.417% 股份。

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 2018 年末，绿城集团资产总额 2,567.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 412.50 亿元，资产负债率为 83.94%；2018 年绿城集团实现营业收入 495.73 亿元，净利润 29.86 亿元，经营活动净现金流-212.95 亿元。

另截至 2019 年 3 月末，绿城集团资产总额 2,650.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 433.01 亿元，资产负债率为 83.66%；2019 年一季度绿城集团实现营业收入 23.64 亿元，净利润 0.51 亿元，经营活动净现金流-43.06 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，近年来绿城集团主营业务收入呈逐年增长趋势。2016~2018 年，绿城集团主营业务收入分别为 245.72 亿元 347.25 亿元和 493.83 亿元，近三年年均复合增长率为 41.76%。从收入构成来看，绿城集团商品房销售收入占主营业务收入的比例均在 85% 以上，收入结构相对稳定。

表 5：2016~2018 年绿城集团主营业务收入分板块情况

单位：亿元			
业务类型	2016	2017	2018
房屋销售收入	218.25	314.69	461.27
商品销售收入	0.36	0.62	0.47
其他收入	27.11	31.93	32.10
<b>合计</b>	<b>245.72</b>	<b>347.25</b>	<b>493.83</b>

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，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。2016~2018 年，绿城集团新开工面积分别为 189.63 万平方米、

<sup>19</sup> 此处债务人未包含共同债务人绿城集团。

320.65 万平方米和 602.02 万平方米；同期绿城集团竣工面积分别为 139.56 万平方米、378.17 万平方米和 256.18 万平方米。

**表6：2016~2018年绿城集团开工及竣工情况**

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积	189.63	320.65	602.02
竣工面积	139.56	378.17	256.18

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 2019 年 3 月末，绿城集团在建项目共 89 个，规划建筑面积为 2,255.89 万平方米，权益后建筑面积为 1,522.60 万平方米。项目区域分布方面，2019 年 3 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杭州市、天津市、宁波市、绍兴市、乌鲁木齐市、西安市和海南陵水，占比分别为 9.77%、8.24%、7.94%、7.75%、7.19%、6.46% 和 5.93%；三、四线城市的在建项目权益后建筑面积合计 727.50 万平方米，占比约 47.78%。上述在建项目计划总投资合计 3,096.28 亿元，累计已投入 1,907.51 亿元，尚需投资 1,188.77 亿元。绿城集团在建项目中三、四线城市建筑面积占比仍较高，未来去化情况有待持续关注。

从项目的签约和销售情况来看，2016~2018 年绿城集团分别实现签约销售面积 160.13 万平方米、220.50 万平方米和 246.44 万平方米；同期，签约销售金额分别为 321.89 亿元、505.54 亿元和 551.08 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，2016~2018 年绿城集团项目签约销售均价分别为 20,102 元/平方米、22,927 元/平方米和 22,362 元/平方米，其中，受杭州、天津、宁波、北京和青岛等重点一、二线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。

**表 7：2016~2018 年主要销售结算数据**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	160.13	220.50	246.44
销售金额	321.89	505.54	551.08
销售均价	20,102	22,927	22,362
结算面积	152.83	161.18	285.16
结算收入	186.79	314.69	461.27
结算均价	12,222	19,525	16,176

注：1、本表中销售数据均为并表口径；

2、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排名的领先地位；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%。2018 年销售金额排名前五大城市分别为杭州、宁波、台州、青岛和北京，销售金额为 71.62 亿元，同比下降 39.58%，其中杭州仍为公司销售业绩贡献最大的城市，占全年销售金额比重为 13.00%；宁波、台州、青岛和北京实现销售金额分别为 71.26 亿元、39.19 亿元、34.03 亿元和 33.40 亿元，占全年销售金额比重分别为 12.93%、7.11%、6.17% 和 6.06%。

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、四线城市项目签约销售金额 144.17 亿元，占比为 44.79%；2017 年三、四线城市项目签约销售金额 178.59 亿元，占比为 35.33%。2018 年，绿城集团销售金额为 586.04 亿元；2018 年三、四线城市项目合计签约销售金额 201.75 亿元，占全年签约销售金额比重为 36.61%。

从结算情况来看，近三年绿城集团结算面积持续增长。2016~2018年，绿城集团结算面积分别为152.83万平方米、161.18万平方米和285.16万平方米；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186.79亿元、314.69亿元和461.27亿元。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%。2018年绿城集团结算面积285.16万平方米，完成结算收入461.27亿元。具体来看，2018年绿城集团结算金额排名前五大城市分别为天津、杭州、宁波、成都和青岛，占比分别为25.73%、10.71%、9.18%、8.49%和7.89%；此外，三、四线城市项目结算金额为116.11亿元，占同期结转收入的比重为25.17%，较上年有所提升，因此受结算项目中三、四线城市比重增加的影响，2018年绿城集团结算均价同比下降17.15%至16,176元/平方米。此外，截至2018年末，绿城集团预收房款合计718.20亿元，可为短期内绿城集团结转收入提供保障。

## 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。2016~2018年绿城集团新增土地储备建筑面积分别为194.00万平方米、556.27万平方米和464.12万平方米。其中，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；2018年绿城集团新增24个土地储备项目，新增土地储备建筑面积464.12万平方米。2018年绿城集团三、四线城市新增土地储备建筑面积149.67万平方米，占比达32.25%；具体来看，2018年绿城集团获取土地主要来自西安、天津、温州、南通和舟山等城市，合计总建筑面积为314.02万平方米，占比为67.66%。2016~2018年绿城集团新增土地储备地价总额分别为123.22亿元、427.22亿元和361.28亿元。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。

表 8：2016~2018 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	2016	2017	2018
新增项目数	7	24	24
新增土地储备建筑面积	194.00	556.27	464.12
新增土地储备地价总额	123.22	427.22	361.28
土地储备建筑面积	1,218	1,570	1,923

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年末，绿城集团并表口径的土地储备总建筑面积为1,923万平方米，主要分布于浙江省、环渤海、陕西省和海南省等区域。具体分城市看，2018年末绿城集团并表口径的土地储备建筑面积占比靠前的城市分别为西安、杭州、天津、宁波、台州和海南陵水，占比分别为14.02%、10.50%、6.68%、6.26%、6.23%和5.80%。此外，绿城集团三、四线城市的土地储备建筑面积合计725.57万平方米，占比约37.74%，较上年末下降4.58个百分点，土地储备结构持续优化。但绿城集团土地储备中三、四线城市建筑面积占比仍较高，去化情况仍需持续关注。

整体来看，绿城集团持续推动布局重点城市圈，同时适当补仓潜力较大的三四线城市，土地储备结构持续优化。但绿城集团在建项目及土地储备中三、四线城市建筑面积占比仍较高，去化情况仍需持续关注。

### 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。2016~2018年绿城集团分别实现投资收益 18.11 亿元、35.75 亿元和 17.89 亿元，投资收益对绿城集团整体运营业绩提供了较大补充。具体来看，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 2018 年来自合联营企业的投资收益大幅下降。

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。同时，中诚信证评将持续对绿城集团在建项目及土地储备中三、四线项目的去化情况保持关注。

### 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 2016~2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，其中 2016 年及 2017 年数据分别采用追溯调整后的 2017 年和 2018 年审计报告期初数。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，“长期应付款”和“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务中。

### 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，2016~2018 年末绿城集团资产总额分别为 1,421.86 亿元、2,108.39 亿元和 2,567.75 亿元，年均复合增长率为 34.38%；得益于永续中票发行、少数股东权益增加以及利润留存，绿城集团资本实力不断夯实，各期末绿城集团所有者权益分别为 254.10 亿元、319.81 亿元和

412.50 亿元，年均复合增长率为 27.41%；同期末，绿城集团负债总额分别为 1,167.76 亿元、1,788.58 亿元和 2,155.25 亿元，近三年年均复合增长率为 35.85%，主要系因在建项目建设进度的推进导致对外融资规模攀升，以及预收售房款增加所致。近年绿城集团财务杠杆水平略有上升且处于较高水平，2016~2018 年末绿城集团资产负债率分别为 82.13%、84.83% 和 83.94%，总资本化率分别为 57.40%、59.08% 和 61.80%。另截至 2019 年 3 月末，绿城集团资产总额进一步增至 2,650.52 亿元，所有者权益提升至 433.01 亿元；同期末，绿城集团资产负债率和总资本化率分别为 83.66% 和 62.90%。

资产构成方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末绿城集团资产主要由流动资产构成，分别为 1,253.06 亿元、1,914.39 亿元、2,331.28 亿元和 2,236.76 亿元，占绿城集团资产总额比重分别为 88.13%、90.80%、90.79% 和 91.09%，主要系货币资金、其他应收款和存货。其中，2016~2018 年末绿城集团货币资金分别为 208.10 亿元、287.18 亿元和 399.36 亿元，货币资金增长较快主要系商品房预售收到的现金回款增加以及对外融资规模攀升所致；2019 年 3 月末，绿城集团货币资金为 374.40 亿元，较上年末略有下降。2016~2018 年末，绿城集团其他应收款账面价值分别为 294.41 亿元、352.38 亿元和 342.06 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和运营的资金。2018 年末，绿城集团关联方往来款为 241.05 亿元，占期末其他应收款账面余额比重为 67.65%。其他应收款前五名合计占期末其他应收款账面余额比重为 27.47%。2018 年末绿城集团对其他应收款计提资产减值准备 14.25 亿元，主要系计提应收沈阳全运村建设有限公司和温州绿城发展房地产开发有限公司款项的减值准备，绿城集团未来关联方资金回收和坏账风险仍需保持持续关注；2019 年 3 月末，绿城集团其他应收款账面价值增至 359.86 亿元。2016~2018 年末，绿城集团存货账面价值分别为 716.01 亿元、1,191.80 亿元和 1,503.92 亿元，主要由开发成本和开发产品构成。其中，2018 年末绿城集团存货账面

价值同比增长 26.19%，主要系 2018 年西安鸿基新城、成都文儒德、北京密云、大庆御园、诸暨绿城广场等项目进度的不断推进所致。此外，2018 年绿城集团对西安鸿基新城、大庆御园、成都文儒德、诸暨绿城广场等项目合计计提存货跌价准备 4.75 亿元；2019 年 3 月末，绿城集团存货规模进一步增至 1,584.88 亿元。

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，绿城集团非流动资产分别为 168.80 亿元、194.00 亿元、236.47 亿元和 236.19 亿元，主要系长期股权投资、投资性房地产和固定资产。其中，2016~2018 年末，绿城集团长期股权投资账面价值分别为 90.88 亿元、83.65 亿元和 86.93 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；2018 年有所回升主要系对浙江绿城足球俱乐部有限公司、杭州致佑投资有限公司和重庆绿城致臻房地产开发有限公司追加投资所致；2019 年 3 月末，绿城集团长期股权投资为 86.96 亿元，较上年末变化不大。2016~2018 年末，绿城集团投资性房地产账面价值分别为 0.19 亿元、23.75 亿元和 35.28 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；2018 年投资性房地产继续大幅上升主要系新增购入写字楼所致。2019 年 3 月末，绿城集团投资性房地产小幅增加至 35.36 亿元。2016~2018 年末，绿城集团固定资产账面价值分别为 45.44 亿元、47.35 亿元和 55.16 亿元，主要系房屋及建筑物。2019 年 3 月末，绿城集团固定资产为 55.00 亿元，较上年末变动不大。

绿城集团负债主要由预收款项、其他应付款及有息债务构成。2016~2018 年末，绿城集团预收款项分别为 331.73 亿元、624.27 亿元和 718.20 亿元，主要为预收房款；2019 年 3 月末，绿城集团预收款项规模进一步增加至 792.11 亿元。2016~2018 年末，其他应付款分别为 365.11 亿元、476.59 亿元和 475.22 亿元，主要系绿城集团非并表的合作开发项目的拆借款。2019 年 3 月末，绿城集团其他应付款

为 415.50 亿元，较上年末有所下降。

有息债务方面，2016~2018 年末，绿城集团总债务分别为 342.35 亿元、461.72 亿元和 667.42 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 0.29 倍、0.52 倍和 0.28 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，财务杠杆处于较高水平，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的提升。

## 流动性

近年来绿城集团流动资产规模逐年增长，2016~2018 年末绿城集团流动资产分别为 1,253.06 亿元、1,914.39 亿元和 2,331.28 亿元，占同期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 年末，上述科目占流动资产的比重分别为 17.13%、14.67% 和 64.51%，合计占比达 96.31%。

存货方面，受房地产开发业务的持续扩大，绿城集团存货规模有所上升。截至 2018 年末，绿城集团存货净额为 1,503.92 亿元，同比上升 26.19%。从存货的构成来看，2018 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 93.00% 和 5.68%，较上年末分别为增加 9.36 个百分点和减少 10.04 个百分点，其中受项目去化速度较快影响，2018 年存货中开发产品比重有所下降。较大规模的在建及拟建项目在为绿城集团未来业务持续发展提供支撑的同时，亦使其面临较大的资金需求。

表 9：2016~2018 年末绿城集团存货结构分析

单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
存货	716.01	1,191.80	1,503.92
存货同比增长率	35.89	66.45	26.19
开发成本	614.19	996.88	1,398.72
开发成本/存货	85.78	83.64	93.00
开发产品	98.23	187.34	85.45
开发产品/存货	13.72	15.72	5.68

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，2016~2018 年绿城集团存货周转率分别为 0.31 次/年、0.29 次/年和 0.29 次/年。受存货规模大幅增长影响，近年来绿城集团存货周转效率有所下降；同期，绿城集团总资产周转率分别为 0.19 次/年、0.20 次/年和 0.21 次/年。

**表 10：2016~2018 年绿城集团周转率相关指标**

指标	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.31	0.29	0.29
总资产周转率（次/年）	0.19	0.20	0.21

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016~2018 年绿城集团经营性净现金流分别为 18.35 亿元、-138.39 亿元和 -212.95 亿元。其中，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 年绿城集团继续保持一定的拿地节奏，经营性活动净现金流仍呈净流出态势。2016~2018 年，绿城集团经营活动净现金流/短期债务分别为 0.24 倍、-0.88 倍和 -1.44 倍，经营活动净现金流对其短期债务保障能力仍较弱。2019 年一季度，绿城集团经营活动净现金流为 -43.06 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。2016~2018 年末绿城集团货币资金/短期债务分别为 2.67 倍、1.82 倍和 2.70 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，整体来看货币资金对短期债务的覆盖能力较好。

**表 11：2016~2018 年绿城集团部分流动性指标**

指标	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	208.10	287.18	399.36
经营活动现金流净额（亿元）	18.35	-138.39	-212.95
经营净现金流/短期债务（X）	0.24	-0.88	-1.44
货币资金/短期债务（X）	2.67	1.82	2.70

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，绿城集团受限资产账面价值达 644.91 亿元，占同期末资产总额比重为 25.12%，主要系因抵押借款而受限的存货 540.78 亿元。

总体来看，绿城集团手持货币资金较为充裕，对其短期债务保障力度较高，但仍关注绿城集团经

营活动净现金流持续大幅流出，对其短期债务保障能力有待提高。

## 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。2016~2018 年，绿城集团分别实现营业收入 248.24 亿元、349.65 亿元和 495.73 亿元。其中，房屋销售收入分别为 218.25 亿元、314.69 亿元和 461.27 亿元。同期，绿城集团营业毛利率分别为 22.74%、21.81%和 22.42%，受绿城集团对产品高质量追求，近年来初始获利空间有所收窄。另 2019 年 1~3 月，绿城集团实现营业收入 23.64 亿元；同期，营业毛利率为 25.16%。

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。2016~2018 年，绿城集团期间费用分别为 32.72 亿元、33.38 亿元和 39.30 亿元，其中销售费用分别为 11.48 亿元、14.37 亿元和 16.67 亿元；管理费用分别为 17.98 亿元、19.61 亿元和 26.45 亿元。同期，绿城集团三费收入占比分别为 13.18%、9.55%和 7.93%，三费收入占比持续下降，绿城集团对期间费用的把控能力持续提升。2019 年 1~3 月，绿城集团期间费用为 4.01 亿元，三费收入占比为 16.95%。

**表 12：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月绿城集团三费分析**

单位：亿元

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	11.48	14.37	16.67	1.96
管理费用	17.98	19.61	26.45	3.50
财务费用	3.26	-0.60	-3.81	-1.46
三费合计	32.72	33.38	39.30	4.01
营业总收入	248.24	349.65	495.73	23.64
三费收入占比（%）	13.18	9.55	7.93	16.95

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，2016~2018 年分别为 7.01 亿元、15.87 亿元和 31.57 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 18.11 亿元、35.75 亿元和 17.89 亿元，其中 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。2018年，绿城集团实现投资收益同比大幅下降49.96%，主要系绿城集团处置子公司产生的投资收益下降以及取得控制权后，原持有股权公允价值重新计量产生的利得减少所致。其中，因处置子公司产生的投资收益为8.42亿元，同比下降51.31%，主要系绿城集团持有的柳州绿城投资有限公司、杭州玫瑰园度假村有限公司、绿城商业保理（上海）有限公司等股权转让；取得控制权后，原持有股权公允价值重新计量产生的利得为6.63亿元，同比减少59.14%，主要系绿城集团持有济南东创置业有限公司的股权价值变动所致。2016~2018年，资产减值损失分别为1.38亿元、10.13亿元和12.44亿元。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。2018年绿城集团计提资产减值同比增长22.81%，系西安鸿基新城、大庆御园、成都文儒德等项目成本、其他应收款和商誉计提减值所致。综上，2016~2018年，绿城集团利润总额分别为23.28亿元、40.90亿元和38.12亿元；同期，绿城集团分别实现净利润为20.14亿元、28.33亿元和29.86亿元，所有者权益收益率分别为7.93%、8.86%和7.24%。另2019年1~3月，绿城集团实现利润总额0.77亿元，其中经营性业务亏损和投资收益分别为0.12亿元和0.86亿元。同期，绿城集团实现净利润0.51亿元。

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整体向好。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较强。但需关注因对房地产开发项目及其他应收款项所计提减值对绿城集团利润的侵蚀。

## 偿债能力

从债务规模来看，2016~2018年末，绿城集团总债务分别为342.35亿元、461.72亿元和667.42亿元，其中长期债务分别为264.40亿元、303.97亿

元和519.49亿元，短期债务分别为77.95亿元、157.76亿元和147.93亿元。同期末，绿城集团长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.29倍、0.52倍和0.28倍，债务期限结构较为合理。另另截至2019年3月末，绿城集团总债务增至734.16亿元，长短期债务比进一步降至0.24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。2016~2018年，绿城集团EBITDA分别为34.99亿元、55.55亿元和55.17亿元，随着利润总额增长有所提高。受此影响，绿城集团主要偿债指标表现良好，2016~2018年绿城集团总债务/EBITDA分别为9.78倍、8.31倍和12.10倍；同期EBITDA利息保障倍数分别为1.19倍、1.60倍和1.12倍，EBITDA可对利息支出形成有效覆盖。

表 13：2016~2018 年及 2019 年一季度

绿城集团部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	77.95	157.76	147.93	140.83
总债务（亿元）	342.35	461.73	667.42	734.16
EBITDA（亿元）	34.99	55.55	55.17	3.93
经营活动净现金流（亿元）	18.35	-138.39	-212.95	-43.06
总债务/EBITDA (X)	9.78	8.31	12.10	46.74*
EBITDA 利息倍数 (X)	1.19	1.60	1.12	0.30
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.05	-0.30	-0.32	-0.23*
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.63	-4.00	-4.32	-3.30
资产负债率 (%)	82.13	84.83	83.94	83.66
总资本化比率 (%)	57.40	59.08	61.80	62.90

注：加“\*”指标已经年化处理。

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年末，绿城集团已获得金融机构的授信总额为2,254.50亿元，其中未使用授信额度1,563.55亿元，备用流动性充裕。与此同时，绿城中国作为香港上市公司，股权融资渠道通畅，亦有助于进一步提升其财务弹性。

或有负债方面，截至2018年末，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208.20亿元，系为关联方提供的保证和质押担保，规模较大，或存在一定代偿风险。此外，截至2018年末，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，随着房地产开发业务的持续推进，近年来绿城集团资产规模实现大幅增长，自有资本实力不断夯实。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，绿城集团盈利能力较为稳定，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。

### 基础资产债务人行业分布

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。

### 基础资产债务人区域分布

本期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、山东区域和北京区域等。其中浙江区域共有21个债务人，应收账款余额占比最多，为62.69%；其次为上海区域，共有4个债务人，应收账款余额占比为11.72%。

表 14：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
浙江省	21	43,632.41	62.69%
上海市	4	8,156.49	11.72%
山东省	5	7,670.51	11.02%
北京市	4	5,128.57	7.37%
四川省	3	2,320.44	3.33%
广东省	1	1,705.48	2.45%
海南省	1	928.20	1.33%
湖北省	1	54.56	0.08%
<b>总计</b>	<b>40</b>	<b>69,596.66</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

### 基础资产债权人集中度分布

从债权人集中度分布情况来看，资产池共涉及122个债权人。单个债权人涉及的应收账款余额最大为5,799.14万元，占比8.33%；占比最大的前五大债权人应收账款余额共计24,959.37万元，合计占比35.86%。具体情况如下表所示：

表 15：前五大债权人应收账款余额分布

债权人	应收账款笔数 (笔)	应收账款余额 (万元)	金额占比
债权人 1	1	5,799.14	8.33%
债权人 2	4	5,754.67	8.27%
债权人 3	16	5,569.95	8.00%
债权人 4	6	4,173.96	6.00%
债权人 5	3	3,661.64	5.26%
<b>合计</b>	<b>30</b>	<b>24,959.37</b>	<b>35.86%</b>

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

### 基础资产关联交易情况

表 16：基础资产关联交易情况

关联交易	应收账款笔数 (笔)	应收账款余额 (万元)	金额占比
否	202	64,940.42	93.31%
是	36	4,656.24	6.69%
<b>合计</b>	<b>238</b>	<b>69,596.66</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

从应收账款是否涉及关联交易来看，资产池中非关联交易所形成的应收账款余额占比为93.31%，关联交易所形成的应收账款余额占比为6.69%。

### 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212笔，合计应收账款余额为61,525.36万元，金额占比为88.40%；贸易类基础资产共计26笔，合计应收账款余额为8,071.30万元，金额占比为11.60%。

表 17：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	212	61,525.36	88.40%
贸易	26	8,071.30	11.60%
<b>合计</b>	<b>238</b>	<b>69,596.66</b>	<b>100.00%</b>

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2020年5月12日，假设以2019年5月24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18：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	3.90%
优先级资产支持证券假设发行规模（万元）	66,700.00
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 2019 年 5 月 24 日设立（**具体专项计划设立时间以计划管理人届时所发布的成立公告所载为准**），预计存续期限为 357 天，专项计划预期收益率为 3.90%（**具体专项计划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 69,596.66 万元，并支付专项计划增值税及附加、其他专项计划费用合计约 106.48 万元、优先级资产支持证券利息约 2,544.29 万元、优先级资产支持证券本金 66,700.00 万元。

**表19：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
69,596.66	69,350.76	1.0035

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下表所示。

**表20：正常景况分析**

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：3.90%	1.0035

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21：压力景况分析**

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	1.0035	1.0026	1.0017	1.0007

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 4.20% 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年末，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，对应持股比例分别为50%、40%和10%，实际控制人为自然人赖荣火。

表22：截至2018年末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%
<b>合计</b>	<b>30,000</b>	<b>100%</b>

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2018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起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 risk 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年末，一方恒融共有员工270名，学历多为本科及以上学历，从业年限多在2年，其中35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

依托于股东方的业务资源和业务经验，经过三年多的发展，一方恒融供应链运营模式已较成熟，且已积累了一定的业务资源，业务开展较为顺利。从业务模式来看，一方恒融主要专注于为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”）、金地（集团）股份有限公司（以下简称“金地集团”）、金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂投资”）以及合景泰富集团控股有限公司（以下简称“合景泰富”）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。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。一方恒融推出的“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。

从业务发展情况看，2018年一方恒融进一步拓展了绿城集团及金地集团等作为核心企业，业务规模进一步扩大。2017年，一方恒融共签署8,031笔保理合同，当期累计保理金额206.11亿元，平均每笔金额约为251.65万元；2018年，一方恒融共签署

8,165笔保理合同，当期累计保理金额234.82亿元，平均每笔金额约为287.59万元。从2016年5月1日至2018年末，一方恒融已分别与碧桂园、绿城集团、金地集团、金茂投资以及合景泰富的3,154家、259家、280家、62家和24家供应商合作，分别提供了385.73亿元、35.79亿元、37.15亿元、1.02亿元和1.14亿元应收账款买断式保理服务。截至2018年末，一方恒融保理余额共计7.56亿元，均为无追索权商业保理。

**表23：2016年5月~2018年末一方恒融业务开展情况**

业务指标	碧桂园	绿城集团	金地集团	金茂投资	合景泰富
累计提供保理业务笔数（笔）	14,717	1,293	950	68	31
累计提供保理金额（亿元）	385.73	37.59	37.15	1.02	1.14
累计服务供应商户数（户）	3,154	259	280	62	24
累计服务项目公司户数（户）	1,103	49	70	16	19

资料来源：一方恒融提供，中诚信证评整理

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、招商银行深圳分行和上海银行深圳分行，截至2018年末，一方恒融总共获得30亿元的授信额度，其中6.99亿元已使用。为满足业务规模增长带来的资金需求，除银行授信外，一方恒融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2016~2018年审计报告。其中, 2017年期末数据系引用2018年审计报告期初数。

一方恒融于2016年正式运营, 2016~2018年末, 一方恒融总资产分别为16,068.72万元、24,445.51万元和112,830.76万元, 所有者权益合计分别为9,829.27万元、14,840.50万元和34,440.02万元。截至2018年末, 一方恒融资产主要为流动资产, 主要系应收账款75,561.98万元和其他应收款3,720.40万元, 其中应收账款主要系应收保理款, 其他应收款

主要系应收关联方往来款。2016~2018年末, 一方恒融负债总额分别为6,239.45万元、9,605.01万元和78,390.74万元。截至2018年末一方恒融负债均为流动负债, 其流动负债主要系短期借款69,863.35万元和预收款项5,704.63万元, 其中预收款项主要系预收保理服务费。2016~2018年末, 一方恒融资产负债率分别为38.83%、39.29%和69.48%, 负债水平上升较快。

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, 当年实现营业收入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, 一方恒融继续保持与碧桂园、绿城集团、金茂投资等核心企业的合作, 取得营业收入172,443.34万元, 实现净利润3,713.94万元。

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250.33亿元; 同时随着保理应收款的到期, 其经营活动现金流净流入251.10亿元, 当年经营活动产生净现金流7,647.28万元。2018年, 一方恒融经营活动净现金流为-57,369.07万元, 主要系其保理款发放规模上升。

截至2018年末, 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, 与多个核心企业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2018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监会于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2018年末，华夏资本总资产为54,916.49万元，所有者权益合计为50,109.19万元，负债总额为4,807.30万元；2018年华夏资本实现营业收入7,897.70万元，实现净利润3,137.76万元。此外，截至2018年末，华夏资本存续资产管理计划超过110个，管理的存续资产管理规模为842亿元（主动管理规模为144亿元），资产管理业务实现营业收入0.52亿元。

管理制度建设方面，华夏资本制定了《华夏资本管理有限公司私募资产管理业务管理办法》、《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，华夏资本发布了《华夏资本管理有限公司资产证券化业务管理办法（2019年3月修订）》、《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（2018年3月修订）》等资产证券化业务相关制度，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，资产管理部门负责资产证券化项目承揽和承做，质量控制团队独立于资产管理部门，进行项目质量控制审查；内核委员会按照委员会决策和授权机制对项目是否申报进行最终决策；风控合规部指派风控人员、法律人员和合规人员通过介入主要业务环节、把控关键风险节点，实现公司层面对资产证券化业务的整体管控；华夏资本设置专门的投后管理团队负责项目投后管理工作。

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。风控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。风控合规部分析、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后台、风控合规部门、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而设立的股份有限公司，初始注册资本78.50亿元。2016年8月，江苏银行在上海证券交易所主板上市，股本变更为115.44亿元（股票简称：江苏银行，股票代码：600919）。截至2019年3月末，江苏银行股本仍为115.44亿元，前三大股东江苏省国际信托有限责任公司、江苏凤凰出版传媒集团有限公司和华泰证券股份有限公司持股比例分别为8.04%、7.76%和5.54%。江苏银行股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。

截至2018年末，江苏银行共设有543家分支机构，包括总行、17家一级分行、1家专营机构和524家支行，分布在江苏省13个地级市以及上海市、深圳市、北京市和杭州市。江苏银行主要业务网络布局于长三角地区，区域区位条件优越，经济基础雄厚，城镇体系完整，是全国发展基础最好、体制环境最优、整体竞争力最强的地区之一。

截至2018年末，江苏银行资产总额1.93万亿元，

较上年末增长8.77%，负债总额1.80万亿元，较上年末增长8.66%；期末存款余额1.09万亿元，同比增长8.48%；期末贷款余额8,892.09亿元，同比增长18.99%。2018年，江苏银行实现营业收入352.24亿元，同比增长4.09%；其中利息净收入254.47亿元，手续费及佣金净收入52.22亿元；同年实现净利润132.63亿元，同比增长10.37%。截至2018年末，江苏银行股东权益合计1,128.28亿元，资本充足率为12.55%，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为10.28%和8.61%。另截至2019年3月末，江苏银行资产总额2.01万亿元，负债总额1.88万亿元；期末存款余额为1.21万亿元，贷款余额9,335.65亿元。2019年1~3月，江苏银行累计实现营业收入111.25亿元，其中利息净收入52.52亿元，手续费及佣金净收入15.40亿元；当期实现净利润38.36亿元。截至2019年3月末，江苏银行股东权益合计1,293.83亿元，资本充足率为12.51%，一级资本充足率为10.22%，核心一级资本充足率为8.63%；期末不良贷款率为1.39%，拨备覆盖率210.76%，较2018年末上升6.92个百分点。

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年末，江苏银行资产托管规模为2.21万亿元，较年初增长18.10%，托管业务规模位居城商行首位；2018年，江苏银行实现托管收入5.78亿元，同比增长34.70%。

风险管理方面，江苏银行风险管理组织架构主要包括董事会及董事会风险管理委员会、高级管理层及经营层内部控制与风险管理委员会、各风险管理部门和内部审计部门。针对信用风险，在信贷政策方面，江苏银行制定年度信贷指引，控制新增贷款投向，加快存量信贷结构调整；在授信审批制度方面，江苏银行实行专职审批人制，对全行主要授信活动实施专业化、集中化的独立管理；同时江苏银行在客户限额、小微企业业务风险管控、地区信

贷风险管控等方面均采取了多项措施。针对市场风险，江苏银行建立市场风险限额体系，根据自身业务特点，通过业务限额、止损限额和风险限额对市场的风险进行全面监控和管理；同时，江苏银行设计了涵盖市场风险因素的压力测试方案，在经过一定审批程序后，按季开展压力测试工作。针对流动性风险，江苏银行制定了流动性管理办法和应急预案，建立流动性风险限额及预警指标体系，监测各项流动性指标的执行情况。

整体来看，江苏银行经营规模持续扩大，资本实力很强，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12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（资产）服务机构和资金托管机构的信用状况，并通过定期考察发起/服务机构、计划管理人的相关报告，对本专项计划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专项计划的《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专项计划的《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，发行主体或/及评级对象相关参与方应及时通知本公司，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。

如发行主体或/及评级对象相关参与方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、资产支持证券信用等级或公告信用等级暂时失效。

## 附：信用等级符号及定义

### 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>	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，具有非常大的不确定性，违约风险非常高
<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。