



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1135号

华夏资本管理有限公司及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已发行的“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融11期资产支持专项计划”优先级资产支持证券绿城11优的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持绿城11优的信用等级为AAA_{sf}。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一九年九月二十七日

华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 11 期资产支持专项计划 优先级资产支持证券跟踪评级报告（2019）

评级结果

资产支持证券	发行规模 (亿元)	预期 收益率	上次评级 结果	跟踪评级 结果
绿城 11 优 (139601.SZ)	3.89	4.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
设立日	2019 年 4 月 23 日			
上次评级时间	2019 年 4 月 15 日			
预期到期日	2020 年 4 月 10 日			

注：截至 2019 年 8 月 31 日，优先级资产支持证券绿城 11 优未偿本金余额仍为 3.89 亿元。

跟踪期：

2019 年 4 月 16 日--2019 年 8 月 31 日

跟踪计算日：

2019 年 8 月 31 日

分析师

陈馨蕊 xcchen@ccxr.com.cn

徐捷 jxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 9 月 27 日

评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）对于“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 11 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的信用状况进行了持续跟踪和监测，基于跟踪计算日 2019 年 8 月 31 日及之前获得的资产服务机构、计划管理人、托管人相关信息，根据对上述信息的分析、测算，中诚信证评认为本专项计划基础资产信用质量稳定，主要参与机构尽职能力很好，资产支持证券的风险程度和信用质量未发生足以影响其信用等级变化，故中诚信证评维持本专项计划项下优先级资产支持证券绿城 11 优的信用等级为 AAA_{sf}。

基本观点

上述跟踪评级结果，基于以下方面的考虑：

- 跟踪期内，本专项计划分配日尚未届至，优先级资产支持证券未发生本息兑付。
- 截至 2019 年 8 月 31 日，资产池中每笔应收账款均处于存续期内，债务人未出现提前偿付情形，资产池中应收账款均保持正常状态，余额未发生变化，资产池应收账款余额总计仍为 40,571.48 万元。
- 跟踪期内，基础资产对应的债务人运营情况稳定，共同债务人绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）盈利能力很强，现金回笼情况良好，仍保持极高的信用质量。
- 跟踪期内，未发生对本专项计划产生重大影响的事项，本专项计划整体运行状况良好；原始权益人/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经营稳定，财务状况良好，履约能力情况很好。

关 注

- 跟踪期内，房地产行业政策及融资环境趋紧，房地产企业内外部流动性收紧，融资成本上升，中诚信证评将对共同债务人绿城集团的业务运营、财务状况保持持续关注。

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）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。

交易结构概要

表 1：专项计划参与方

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”)

资料来源：华夏资本提供，中诚信证评整理

本专项计划的基础资产系指按《华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 11 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》”)的约定，原始权益人一方恒融出售予专项计划并交割完成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。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。为专项计划之目的，原始权益人对债权人享有的，对于债权人履行争议应收账款债权回购义务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。

表 2：专项计划产品结构

证券简称	发行金额 (万元)	预期 收益率	还本付息 方式	预期 到期日
绿城 11 优	38,900.00	4.00%	到期一次性 还本付息	2020/4/10

资料来源：华夏资本提供，中诚信证评整理

华夏资本作为计划管理人，以一方恒融出售予专项计划并交割完成的应收账款债权于 2019 年 4 月 23 日设立了本专项计划并于当天完成了基础资产的转让登记。一方恒融担任资产服务机构，为专项计划提供合格基础资产筛选、基础资产文件保管、基础资产池监控、基础资产债权清收、基础资产回收资金归集等基础资产管理服务；江苏银行深圳分行担任托管人，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。

本专项计划设一档资产支持证券，证券简称为绿城 11 优，不设次级资产支持证券。绿城 11 优的预期收益率为 4.00%，预期到期日为 2020 年 4 月 10 日，到期一次性还本付息。到期分配时，计划管理人根据专项计划现金流情况，支付专项计划税费、托管费等并将专项计划当期拟分配金额向各资产支持证券持有人进行分配，专项计划资金在进行以上分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金用于向资产服务机构支付服务费。

基础资产跟踪分析

截至初始基准日 2019 年 4 月 19 日，专项计划入池基础资产的总规模为 40,571.48 万元，共包括 162 笔合同，涉及 96 个债权人，以及共同债务人绿城房地产集团有限公司 (以下简称“绿城集团”) 和绿城集团 37 个下属子公司共 38 个债务人，入池应收账款债权到期日均为 2020 年 4 月 7 日，且均为到期一次性付款。跟踪期内，应收账款债权均尚未到期，且债务人未出现提前偿付情形。截至 2019 年 8 月 31 日，专项计划资产池应收账款总额仍为 40,571.48 万元，应收账款剩余期限均为 220 天，除剩余期限外，入池应收账款其他特征均保持不变，具体信息如下：

表 3：跟踪期内资产池概况

指标	2019.4.19	2019.8.31
资产池应收账款总额 (万元)	40,571.48	40,571.48
应收账款笔数 (笔)	162	162
债权人个数 (个)	96	96
债务人个数 (个) ¹	38	38
单笔应收账款平均余额 (万元)	250.44	250.44
单笔应收账款最高余额 (万元)	2,887.01	2,887.01
应收账款剩余期限 (天)	354	220

资料来源：华夏资本提供，中诚信证评整理

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

¹ 此处债务人统计口径包含共同债务人绿城集团。

状况分析如下。

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 6 月末，中国交通建设集团有限公司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 28.783% 股份，为绿城中国最大股东；九龙仓集团有限公司通过其全资附属公司 Wharf China Holdings Limited 及 Target Smart 持有绿城中国 24.901% 股权；宋卫平先生持有绿城中国 9.974% 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，通过精细化管理、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。2017 年和 2018 年，绿城集团主营业务收入分别为 347.25 亿元和 493.83 亿元，2018 年绿城集团主营业务收入同比增长 42.21%。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。另 2019 年 1~3 月，绿城集团实现主营业务收入 23.32 亿元。

表 4：2017~2019.Q1 绿城集团主营业务收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2017	2018	2019.Q1	2018 年 同比变化
房屋销售收入	314.69	461.27	18.09	46.58%
商品销售收入	0.62	0.47	0.25	-24.19%
其他收入	31.93	32.10	4.98	0.53%
合计	347.25	493.83	23.32	42.21%

资料来源：绿城集团定期报告，中诚信证评整理

项目运营方面，2018 年绿城集团继续推动三四线去库存工作，同时由于 2017 年绿城集团土地储备大幅上升，新项目开发进度也同步加快。当年，全口径下，绿城集团新开工面积为 897.97 万平方米，同比增长 90.08%；同期，全口径下，绿城集团竣工面积为 404.24 万平方米，同比下降 27.02%。

表 5：2017~2019.Q1 绿城集团开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2017	2018	2019.Q1	2018 年 同比变化
新开工面积	472.41	897.97	210.65	90.08%
竣工面积	553.87	404.24	36.66	-27.02%

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

项目销售情况方面，绿城集团深耕浙江区域市场，以浙江为大本营的长三角区域仍系绿城集团销售业绩持续增长的重要支柱，同时其他区域亦形成

一定的补充。2018 年绿城集团实现全口径签约销售金额 955.24 亿元，同比增长 2.43%；同期，绿城集团实现签约销售面积 364.12 万平方米，同比下降 2.33%；销售均价为 26,234 元/平方米，同比增长 4.86%。另 2019 年 1~3 月，绿城集团全口径销售面积和销售金额分别为 54.41 万平方米和 177.68 亿元。

表 6：2017~2019.Q1 绿城集团主要销售结算数据

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2017	2018	2019.Q1	2018 年 同比变化
销售面积	372.79	364.12	54.41	-2.33%
销售金额	932.61	955.24	177.68	2.43%
销售均价	25,017	26,234	32,656	4.86%
结算面积	161.18	285.16	7.59	76.92%
结算收入	314.69	461.27	18.09	46.58%
结算均价	19,524	16,175	23,824	-17.15%

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

从具体城市来看，2018 年绿城集团销售金额来自于全国 35 个城市，其中排名前五大城市分别为杭州、宁波、上海、北京和青岛，销售金额分别为 251.00 亿元、86.36 亿元、80.17 亿元、57.92 亿元和 51.10 亿元，占全年销售金额比重分别为 26.28%、9.04%、8.39%、6.06%和 5.35%。绿城集团在主要进入城市形成了较为明显的竞争优势，2018 年其在杭州、宁波、青岛等城市销售排名位于前列。分区域来看，2018 年绿城集团销售业绩中三、四线城市项目合计签约销售金额 302.99 亿元，占全年签约销售金额比重为 31.72%。

从结算情况来看，2018 年绿城集团结算面积较上年同期增长 76.92%至 285.16 万平方米；结算均价同比下降 17.15%至 16,175 元/平方米。同期，绿城集团实现结算收入为 461.27 亿元，同比增长 46.58%。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、宁波、杭州、成都和青岛，占比分别为 25.73%、15.00%、10.71%、8.49%和 7.89%；此外，三、四线城市项目结算金额为 89.24 亿元，占同期结转收入的比重为 19.35%。另 2019 年 1~3 月，绿城集团结算面积和结算收入分别为 7.59 万平方米和 18.09 亿元。

土地获取方面，绿城集团持续推动布局重点城

市圈，同时对政策相对宽松、市场健康、项目周转快的三四线城市进行适当补仓，积极调整优化土地储备结构。2018 年绿城集团新增 36 个土地储备项目，新增全口径土地储备建筑面积为 717.46 万平方米，新增土地储备地价总额 516.58 亿元。其中，三、四线城市新增土地储备建筑面积 208.01 万平方米，占比为 28.99%。具体来看，2018 年绿城集团获取土地主要来自西安、温州、天津、重庆、武汉、杭州等城市，上述城市合计总建筑面积为 421.61 万平方米，合计占比达 58.76%。另 2019 年 1~3 月，绿城集团新增土地储备 6 个，全口径新增土地储备建筑面积 142.5 万平方米，新增土地储备地价总额 78.08 亿元。

土地储备方面，截至 2018 年末，绿城集团全口径土地储备²总建筑面积为 3,033.01 万平方米，主要分布于以浙江为核心的长三角地区、环渤海地区、珠三角地区、成渝地区的 34 个城市，土地储备充足且较为优质。具体分城市看，2018 年末绿城集团土地储备建筑面积占比前五大城市分别为杭州、西安、舟山、台州和北京，土地储备建筑面积分别为 409.99 万平方米、269.47 万平方米、190.38 万平方米、147.31 万平方米和 136.15 万平方米，占比分别为 13.52%、8.88%、6.28%、4.86%和 4.49%。此外，绿城集团三、四线城市的土地储备建筑面积合计 1,206.82 万平方米，占比为 39.79%。

表 7：2017~2019.Q1 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	2017	2018	2019.Q1	2018 年 同比变化
新增项目数	35	36	6	2.86%
新增土地储备 建筑面积	779.98	717.46	142.5	-8.02%
新增土地储备 地价总额	642.39	516.58	78.08	-19.58%
土地储备建筑 面积	2,602.69	3,033.01	3,012.18	16.53%

资料来源：绿城集团提供，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内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。

² 土地储备包含处于竣工备案之前阶段的项目总建筑面积。

财务状况³

资本结构方面，随着房地产项目开发建设的推进，绿城集团总资产规模进一步提升，截至 2018 年末，其资产总额达 2,567.75 亿元，同比增长 21.79%；同时得益于永续中票发行、少数股东权益增加以及利润留存，绿城集团自有资本实力不断夯实，所有者权益（含少数股东权益）增至 412.50 亿元，较上年末增长 28.98%。同期末，绿城集团负债总额为 2,155.25 亿元，较上年末增长 20.50%，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。截至 2018 年末绿城集团财务杠杆水平较上年末无明显变化，其中资产负债率和总资本化率分别为 83.94% 和 61.80%，分别同比回落 0.89 个百分点和提升 2.72 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，绿城集团资产总额和所有者权益分别增至 2,650.52 亿元和 433.01 亿元，同期末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，绿城集团资产主要由货币资金、其他应收款和存货等流动资产，以及非流动资产中的长期股权投资构成。具体来看，2018 年末绿城集团货币资金为 399.36 亿元，较上年末增长 39.06%，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；同期末绿城集团受限货币资金规模为 39.19 亿元；另截至 2019 年 3 月末，绿城集团货币资金小幅回落至 374.40 亿元。2018 年末，绿城集团其他应收款账面价值为 342.06 亿元，较上年末小幅回落 2.93%，主要系关联方往来款，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。2018 年末，绿城集团关联方往来款为 265.26 亿元，占期末其他应收款账面余额比重为 74.45%。其他应收款前五名分别为天津融创奥城投资有限公司、北京景西房地产开发有限公司、沈阳全运村建设有限公司、宁波市轨道交通物产置业有限公司和成都城投绿城恒泰房地产开发有限公司，均为关联方暂借款，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，其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。截至 2018 年末，绿城集团存货账面价值为 1,503.92 亿元，较上年末增长 26.19%，主要由开发成本和开发产品构成。其中，2018 年末存货中开发产品账面价值为 85.45 亿元，主要由上海黄浦湾、新疆百合公寓及绿城广场、成都文儒德、天津全运村、青岛理想之城等项目构成；开发成本账面价值为 1,398.72 亿元，主要由北京西山燕庐、温州横渚项目、北京酒仙桥项目、上海黄浦湾、义乌桃花源等项目构成。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，绿城集团存货账面价值增至 1,584.88 亿元。截至 2018 年末，绿城集团长期股权投资账面价值为 86.93 亿元，较上年末小幅增长 3.93%，主要系持有的合营联营项目投资成本；2019 年 3 月末，绿城集团长期股权投资账面价值小幅增至 86.96 亿元。

负债构成方面，绿城集团负债主要由应付账款、预收款项、其他应付账款和有息债务构成。其中，2018 年末绿城集团应付账款为 182.88 亿元，较上年末增长 75.96%，主要系绿城集团项目开发投入增加导致相应的应付工程款增加较多所致，其中一年以内应付账款占比达 79.02%；2019 年 3 月末，绿城集团应付账款回落至 174.69 亿元。截至 2018 年末，绿城集团预收款项 718.20 亿元，较上年末增长 15.05%，主要系预收房款。较大规模的待结算资源为绿城集团未来收入增长提供一定支撑；2019 年 3 月末，绿城集团预收款项增加至 792.11 亿元。截至 2018 年末，绿城集团其他应付账款为 475.22 亿元，较上年末小幅回落 0.29%，主要系绿城集团非并表合作开发项目的拆借款，期末绿城集团其他应付款中规模超过 10 亿元的关联方暂借款合计占比达 33.22%；2019 年 3 月末，绿城集团其他应付款

³ 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 2017~2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，其中 2017 年数据采用追溯调整后的 2018 年审计报告期初数。

降至 415.50 亿元。

从有息债务规模来看，受项目开发进度的推进，绿城集团对外融资规模增长较快。截至 2018 年末，绿城集团总债务为 667.42 亿元，较上年末增长 44.55%。从债务期限结构看，绿城集团长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.52 倍下降至 0.28 倍，债务期限结构合理且有所优化。另截至 2019 年 3 月末，绿城集团总债务进一步增加至 734.16 亿元，长短期债务比进一步降至 0.24 倍。

流动性方面，从流动资产来看，2018 年末绿城集团流动资产规模为 2,331.28 亿元，较上年末增长 21.78%，在资产总额中比重保持在 90% 以上。从流动资产的结构来看，流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2018 年末存货、其他应收款和货币资金占流动资产的比重分别为 64.51%、14.67% 和 17.13%。2018 年末存货账面价值较上年末增长 26.19% 至 1,503.92 亿元，其中开发成本账面价值占期末存货账面价值比重达 93.00%。较大规模的在建及拟建项目为绿城集团未来业务持续发展提供了支撑，但亦使其面临较大的资金需求。

资产周转效率方面，2018 年末绿城集团经营效率呈现稳中有升趋势，存货周转率和总资产周转率分别为 0.29 次/年和 0.21 次/年，其中存货周转率较上年无明显变化，总资产周转率略有上升。

现金流方面，2018 年绿城集团继续保持较快拿地节奏，导致其支付的土地款及各项税金增加较多，从而使得当年经营性净现金流大幅流出，2018 年绿城集团经营活动净现金流为 -212.95 亿元。同期，绿城集团经营活动净现金流/短期债务为 -1.44 倍，经营活动净现金流对其短期债务保障能力仍较弱。

货币资金方面，2018 年末绿城集团货币资金规模增长较快，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。同期末，绿城集团货币资金/短期债务由上年末 1.82 倍升至 2.70 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力较好。

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%，主要为因抵押借款而受限的存货

540.78 亿元。

盈利能力方面，从收入规模看，2018 年，绿城集团实现营业收入 495.73 亿元，同比增长 41.78%，其中房屋销售业务收入占比为 93.05%。同期，绿城集团营业毛利率为 22.42%，较上年同期小幅提升 0.61 个百分点，其中房屋销售业务毛利率较上年同期增加 2.35 个百分点至 21.98%。2019 年 1~3 月，绿城集团实现营业收入 23.64 亿元，同比下降 61.82%；营业毛利率同比提升 0.77 个百分点至 25.16%。期间费用方面，2018 年绿城集团期间费用为 39.30 亿元，同比增长 17.75%。其中，销售费用为 16.67 亿元，同比增长 16.00%，主要系广告及宣传费用增加所致；管理费用为 26.45 亿元，同比增长 34.87%，主要系管理人员工资大幅增长所致。同期，绿城集团三费收入占比为 7.93%，较上年同期回落 1.62 百分点，绿城集团对期间费用的把控能力持续提升。2019 年 1~3 月，绿城集团三费合计 4.01 亿元，三费收入占比为 16.95%。

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。随着业务规模的持续扩大，绿城集团盈利能力不断增强。2018 年，绿城集团实现经营性业务利润 31.57 亿元，同比增长 98.90%；同期，绿城集团实现投资收益 17.89 亿元，同比大幅下降 49.96%，主要系本期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。此外，因西安鸿基新城、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，2018 年绿城集团计提资产减值 12.44 亿元，同比增长 22.81%。综上，2018 年绿城集团实现利润总额 38.12 亿元，同比下降 6.80%；同期实现净利润 29.86 亿元，同比增长 5.41%；所有者权益收益率为 7.24%，

较上年同期回落 1.62 个百分点。2019 年 1~3 月，绿城集团实现利润总额 0.77 亿元，其中经营性业务利润、投资收益和资产减值损失分别为-0.12 亿元、0.86 亿元和 0.02 亿元；同期，绿城集团净利润和年化后的所有者权益收益率分别为 0.51 亿元和 0.47%。

获现能力方面，从 EBITDA 规模来看，2018 年绿城集团 EBITDA 为 55.17 亿元，与上年同期基本持平，获现能力较为稳定。从偿债能力指标来看，2018 年绿城集团总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 12.10 倍和 1.12 倍，EBITDA 仍能对其利息支出形成有效覆盖。

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，占所有者权益的比重为 50.47%，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。

综上所述，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。整体来看，跟踪期内，绿城集团经营状况较好，整体偿债能力极强。

资产支持证券的兑付

跟踪期内，本专项计划资产支持证券尚未到分配日，未发生本息兑付，优先级资产支持证券剩余本金规模仍为 38,900.00 万元。

现金流分析

本专项计划基础资产的现金流入来自于基础资产对应的应收账款债权到期回款，绿城集团在

《付款确认书》中承诺在应收账款债权到期日的【12:00】前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。在跟踪期内，各笔入池应收账款均未到期，且债务人未提前还款，故尚未发生基础资产的现金流入。本专项计划的现金流出主要为税费、托管费、兑付兑息手续费等相关费用以及资产支持证券的本息兑付等。在跟踪期内，专项计划资产支持证券尚未到分配日，故亦未发生资产支持证券的本息兑付。

专项计划账户于 2019 年 4 月 23 日转入募集资金 38,900.00 万元。此外，跟踪期内，专项计划账户利息收入 8.04 元，专项计划账户流出金额合计 38,899.37 万元。截至 2019 年 8 月 31 日，专项计划账户余额为 6,271.05 元。

根据资产池预期现金流入及资产支持证券现金流流出安排，以及本专项计划发行时的预期收益率，我们对资产支持证券本息的覆盖倍数进行测算，如表 8 所示。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 40,571.48 万元，并支付优先级资产支持证券本金 38,900.00 万元，利息约 1,504.84 万元，专项计划税费及其他费用合计⁴约 62.51 万元，剩余专项计划资产均支付给服务机构作为浮动服务费。

表 8：资产支持证券本息覆盖倍数

基准条件	覆盖倍数（倍）
资产支持证券预期收益率 4.00%	1.0026

资料来源：中诚信证评整理

参与方表现

原始权益人/资产服务机构

跟踪期内，一方恒融注册资本及股权结构未有变化，截至 2019 年 6 月末，一方恒融注册资本为 30,000 万元，股东分别为深圳市前海一方供应链管理有限公司、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，双方持股比例分别是

⁴ 专项计划税费及其他费用合计为预估值，专项计划到期时实际发生费用可能会有差异。

50%、40%和 10%，实际控制人仍为自然人赖荣火。

业务运营

从业务模式来看，一方恒融主要专注于为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。具体以行业领先的房地产开发商为核心企业，协同联手银行、券商及其他金融机构，共同为核心企业提供公开型无追索权的应收账款保理（反向保理）服务。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。跟踪期内，一方恒融业务模式及业务流程未有明显调整。

从业务发展情况看，2018 年及 2019 年一季度一方恒融进一步拓展了绿城集团、金地（集团）股份有限公司（以下简称“金地集团”）和金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街”）作为核心企业，

业务规模进一步扩大。目前一方恒融已经与碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园”）、绿城集团、金地集团等核心企业及核心企业项目公司、供应商之间建立了广泛业务合作关系，专注于核心企业反向保理业务。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；2019 年一季度，一方恒融共签署 2,682 笔保理合同，当期累计保理金额 105.46 亿元，平均每笔金额约为 393.21 万元。自 2016 年 5 月 1 日至 2019 年 3 月末，一方恒融已分别与碧桂园、绿城集团、金地集团、金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂投资”）、合景泰富集团控股有限公司（以下简称“合景泰富”）和金融街的 3,373 家、343 家、381 家、227 家、79 家和 52 家供应商合作，分别提供了 431.66 亿元、58.57 亿元、59.87 亿元、9.52 亿元、5.10 亿元和 3.37 亿元应收账款买断式保理服务。截至 2019 年 3 月末，一方恒融保理余额共计 0.00 亿元。

表 9：2016 年 5 月~2019 年 3 月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	金融街
累计提供保理业务笔数（笔）	15,827	1,808	1,531	361	137	77
累计提供保理金额（亿元）	431.66	58.57	59.87	9.52	5.10	3.37
累计服务供应商户数（户）	3,373	343	381	227	79	52
累计服务项目公司户数（户）	1,279	53	80	37	32	12

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，对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、建设银行和招商银行。截至 2019 年 3 月末，一方恒融共获得 20 亿元的授信额度，其中未使用授信额度 20 亿元。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。

此外，一方恒融已根据自身业务特点，建立了相应的风险控制体系及管理制度，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。在跟踪期内，一方恒融的风控体系及管理制度未发生变更。

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 2017 年和 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。其中，2017 年期末数据系引用 2018 年审计报告期初数。

资产结构方面，随着业务规模不断扩张，2018 年末，一方恒融资产规模较年初上升 361.56% 至 11.28 亿元。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 7.56 亿元和其他应收款 0.37 亿元，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；同期末所有者权

益为 3.44 亿元，同比上升 132.07%；资产负债率为 69.48%，较年初增加 30.18 个百分点，杠杆比率大幅上升。另截至 2019 年 3 月末，一方恒融资产规模为 9.74 亿元，其中流动资产为 6.58 亿元；同期末，所有者权益合计 3.97 亿元；资产负债率为 59.27%，较年初有所下降。

负债结构方面，截至 2018 年末，一方恒融负债合计 7.84 亿元，均为流动负债，主要系短期借款 6.99 亿元和预收款项 0.57 亿元；其年末负债较年初增长了 716.14%，主要系新增了 6.99 亿元短期借款。另截至 2019 年 3 月末，一方恒融负债合计 5.77 亿元，均为流动负债，主要系短期借款 4.67 亿元。

盈利能力方面，2018 年，一方恒融业务规模较上年继续上升，全年共取得营业收入 17.24 亿元，同比增长 19.31%。同期由于资金成本上升，一方恒融营业成本达到 15.69 亿元，较上年增长 29.73%；受此影响，其当期毛利率为 9.03%，较上年减少了 7.30 个百分点。费用方面，2018 年一方恒融三费合计 1.11 亿元，较上年下降 37.12%，主要系管理费用的大幅下降。受入账营业成本大幅上升的影响，2018 年一方恒融仅实现净利润 0.37 亿元，较上年度下降了 25.89%。2019 年 1~3 月，一方恒融取得营业收入 7.67 亿元，毛利率为 11.74%，实现净利润 0.52 亿元。

现金流方面，2018 年，一方恒融保理业务继续扩张，保理放款规模上升，经营活动现金流出规模为 315.14 亿元，较上年增长 25.89%；同时，随着保理应收款的到期，2018 年，一方恒融经营活动现金流入 309.40 亿元，较上年增长 23.22%。2018 年，一方恒融经营活动现金流净流出 5.74 亿元。2019 年一季度，一方恒融经营活动净现金流净流入 3.10 亿元。

截至 2019 年 3 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，基于股东业务资源和业务经验的支持，一方恒融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

为一方恒融能够继续履行本专项计划要求的基础资产服务职责。

计划管理人和托管人

跟踪期内，本专项计划计划管理人华夏资本和托管人江苏银行深圳分行经营和财务状况良好，履约和尽职能力保持稳定，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

评级结论

基于跟踪计算日 2019 年 8 月 31 日及之前获得的入池基础资产数据、信息，以及资产池应收账款对应的债务人信用情况，同时考虑交易结构的安排，参照中诚信证评资产证券化评级标准，我们认为本专项计划项下优先级资产支持证券绿城 11 优的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信证评维持“华夏资本-一方恒融-绿城供应链金融 11 期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券绿城 11 优的信用等级为 **AAA_{sf}**。

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
AAA_{sf}	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
AA_{sf}	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
A_{sf}	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
BBB_{sf}	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
BB_{sf}	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_{sf}	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
CCC_{sf}	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
CC_{sf}	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
C_{sf}	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_{sf} 级和 CCC_{sf} 级以下（含 CCC_{sf} 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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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。