

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】B29P号

北京建工地产有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对拟发行的“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期（建工）资产支持票据”信用状况进行综合分析和评估，评定本资产支持票据信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年四月六日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与北京建工地产有限责任公司（以下简称“建工地产”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与建工地产不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评对象的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2021年4月6日

## 深圳前海联易融商业保理有限公司2021年度第一期（建工） 资产支持票据信用评级报告

资产支持票据	信用等级	发行规模（亿元）	规模占比（%）	预期期限
资产支持票据	AAA <sub>sf</sub>	1.01	100.00	不超过1年
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1.01</b>	<b>100.00</b>	<b>-</b>

注：NR 为未评级。

### 交易概览

<b>基础资产类型</b>	应收账款债权	<b>发起机构/委托人/资产服务机构</b>	深圳前海联易融商业保理有限公司（简称“联易融保理”）
<b>载体形式</b>	特殊目的信托	<b>债务人</b>	建工集团下属子公司
<b>预计期限</b>	不超过1年	<b>发行载体管理机构/受托人</b>	华能贵诚信托有限公司
<b>共同债务人一</b>	北京建工集团有限责任公司（简称“建工集团”）	<b>资金保管机构</b>	杭州银行股份有限公司
<b>共同债务人二</b>	北京建工地产有限责任公司（简称“建工地产”）	<b>登记托管机构</b>	银行间市场清算所股份有限公司

### 评级观点

本资产支持票据设置了较为严格的基础资产确认条件和不合格基础资产赎回机制，资产质量得到较好保障。共同债务人建工集团综合实力很强，其提供的支付义务对本资产支持票据形成很强的保障作用。同时，东方金诚关注到，资产池中债权人和债务人互为关联方的资产占比达 79.57%，建工集团资本支出压力较大，且未来两年内面临债务集中偿付压力。

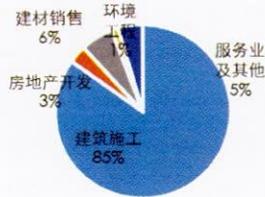
### 评级关键要素

<b>交易结构</b>	<b>资金归集</b>	应收账款到期日前两个工作日归集至信托账户	<b>基准情况</b>	基础资产预期现金流入扣除保管费及相关税费后对资产支持票据本息的现金流覆盖倍数为 1.0068 倍
	<b>本息兑付</b>	资产支持票据到期一次性还本付息		<b>压力情形</b>
<b>基础资产</b>	<b>基础资产类型</b>	应收账款债权	<b>现金流分析及压力测试</b>	
	<b>初始起算日</b>	2021 年 4 月 11 日		
	<b>应收账款余额</b>	10539.28 万元		
	<b>应收账款笔数</b>	18 笔		
	<b>债权人户数</b>	13 户		
	<b>债务人户数</b>	3 户		
<b>债权人和债务人互为关联方的应收账款占比</b>	79.57%	不合格基础资产赎回；信用触发机制；建工集团（AAA/稳定）及建工地产作为共同债务人		
<b>单户债务人最高应付账款金额占比</b>	45.35%			

**特别提示：**最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。本报告是基于委托方于 2021 年 4 月 6 日及之前提供的相关资料所出具的售前评级报告。东方金诚将根据资产支持票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，在发生重大变化的情况下确认评级报告的评级结果有可能与本报告不一致。

## 共同债务人—建工集团主要数据及指标

### 2019 年收入构成



### 2020 年 9 月末债务结构 (单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	666.46	1448.67	1702.04	1873.41
所有者权益 (亿元)	105.58	294.92	319.08	368.03
全部债务 (亿元)	339.67	588.65	686.30	763.51
营业总收入 (亿元)	418.22	838.76	956.68	751.15
利润总额 (亿元)	7.70	21.91	23.54	16.21
经营性净现金流 (亿元)	-40.83	-0.05	55.21	-43.53
营业利润率 (%)	9.10	8.93	8.23	6.80
资产负债率 (%)	84.16	79.64	81.25	80.35
流动比率 (%)	118.83	127.00	122.49	133.17
全部债务/EBITDA (倍)	17.01	12.49	12.69	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.61	1.74	1.70	-

注: 表中数据来源于建工集团 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~9 月未经审计的合并财务报表, 全部债务不包含其他权益工具中的永续债券。

### 优势

- 本资产支持票据基础资产确认条件较为严格, 并设置不合格基础资产赎回机制, 同时基础资产债务人就基础资产涉及的每笔应收账款分别出具《买方确认函》, 资产质量得到较好保障;
- 共同债务人建工集团为北京市国资委下属的大型建筑企业, 在我国建筑市场具有很强的市场竞争力, 其对基础资产涉及的应收账款债权出具《付款确认书》, 为本资产支持票据按时足额兑付提供很强的增信作用;
- 本资产支持票据债务人建工集团下属子公司直接将未偿应收账款余额划付至信托账户, 可以有效地降低本资产支持票据的资金混同风险。

### 关注

- 基础资产中债权人和债务人互为关联方的应收账款金额占比为 79.57%;
- 建工集团建筑施工业务及房地产业务在建和拟建项目较多, 面临较大资本支出压力, 有息债务规模较大;
- 联易融保理具有一定的能力履行本资产支持票据要求的资产服务职责, 但其展业时间较短, 盈利能力较弱。

评级日期  
2021/4/6

评级组长  
刘颖

评级成员  
侯珏

### 评级方法及模型

《东方金诚国际信用评估有限公司非金融企业资产支持票据(债权类)信用评级方法及方法 (RTFB002202011)》

### 历史评级信息

资产支持票据	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

## 资产支持票据概况

根据《中华人民共和国民法典》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《信托公司管理办法》及其他有关法律、法规和规章等法律法规的相关规定，华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”或“受托人”）拟设立深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期（建工）资产支持票据（以下简称“本资产支持票据”）并对其进行管理。

### 基础资产

本资产支持票据的基础资产系指由委托人深圳前海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融保理”）根据《深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期（建工）资产支持票据信托合同》<sup>1</sup>（以下简称“《信托合同》”）信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益。每笔资产的具体信息见资产清单<sup>2</sup>。原始债权人基于基础合同对债务人享有基础合同项下应收账款，并将其转让予委托人获取保理融资，包括但不限于施工合同（工程承包/分包合同）、材料购销合同、设备买卖合同等合同及/或其补充协议等，联易融保理就原始债权人对建工集团下属子公司享有的应收账款债权提供保理服务，受让该等未到期的应收账款债权及其附属权益，并将其作为基础资产发行资产支持票据信托。

对于每笔应收账款债权，共同债务人北京建工地产有限责任公司（以下简称“建工地产”）及北京建工集团有限责任公司（以下简称“建工集团”）向联易融保理出具《付款确认书》，确认应收账款真实、合法、有效，对应的基础交易对价公允，承诺如债务人未能在该等应收账款到期日<sup>3</sup>的前 2 个工作日 15:00 前足额清偿该笔应收账款债权，则共同债务人将在应收账款到期日当天 12:00 前履行到期清付该笔应收账款债权的义务，应收账款不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应收账款金额的权利。

根据建工地产提供的资产池信息，截至初始起算日 2021 年 4 月【】日，入池资产包括 18 笔、合计金额为 10593.28 万元的应收账款债权，涉及 13 户债权人以及 3 户债务人。资产池概况如图表 1 所示。

**图表 1：基础资产基本要素**

项目	内容
基础资产类型	应收账款债权及其附属担保权益
基础交易合同项下应收账款类型	工程类、采购类
应收账款金额（万元）	10593.28
应收账款笔数（笔）	18
应收账款债权人户数（户）	13
应收账款债务人户数（户）	3
单笔应收账款平均金额（万元）	588.52

<sup>1</sup> 合同编号为【】。

<sup>2</sup> 资产清单详见《信托合同》中附件二。

<sup>3</sup> 应收账款到期日系指《付款确认书》中载明的每笔应收账款债权应得到足额支付的最晚日期，即 T-5 日。

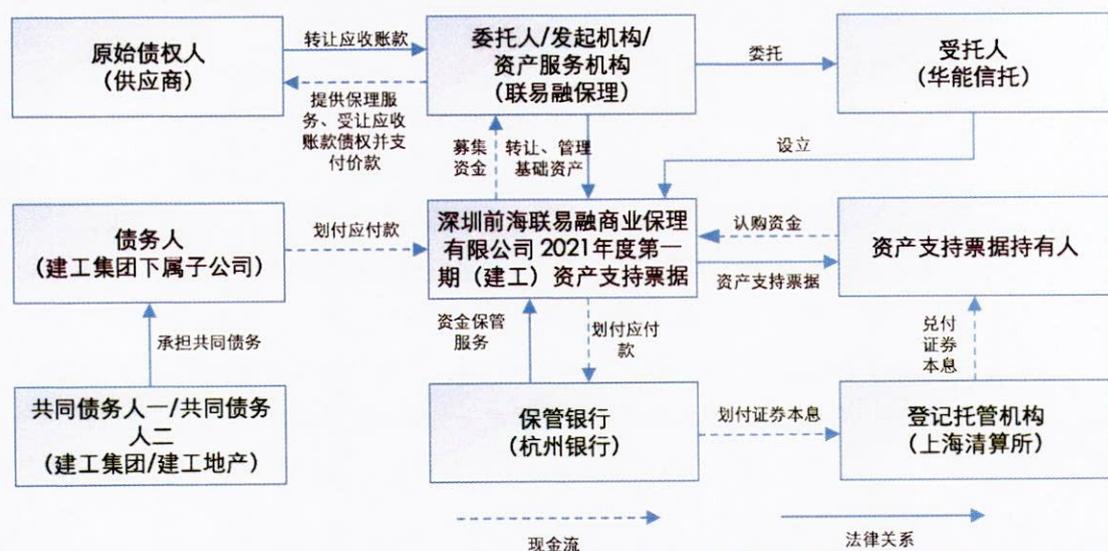
单笔应收账款最高余额（万元）	4212.82
单笔应收账款最低余额（万元）	39.82

### 交易结构概况

委托人以其根据《信托合同》的约定于信托财产交付日交付给受托人的应收账款债权及其附属担保权益（如有）作为信托财产，信托予受托人设立“深圳前海联易融商业保理有限公司2021年度第一期（建工）资产支持票据信托”（以下简称“本信托”）。华能信托作为发行载体管理机构向投资人发行以信托财产支持的资产支持票据（以下简称“本资产支持票据”）。投资者通过购买并持有资产支持票据取得本资产支持票据项下相应的信托受益权。根据《服务合同》，联易融保理作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。根据《资金保管合同》，杭州银行股份有限公司（以下简称“杭州银行”）为本资产支持票据提供资金保管服务。

本资产支持票据交易结构具体如图表 2 所示：

图表 2：交易结构图



### 资产支持票据

本资产支持票据发行规模为 10100.00 万元。本资产支持票据预期期限不超过 1 年。本资产支持票据实际募集资金用途为补充发起机构的流动性资金。

还本付息方面，资产支持票据采用固定利率计息，到期一次性还本付息。

图表 3：资产支持票据基本要素（单位：万元、%）

资产支持票据	规模	占比	本息支付方式	预期期限
资产支持票据	10100.00	100.00	到期一次性还本付息	不超过 1 年
<b>合计</b>	<b>10100.00</b>	<b>100.00</b>	-	-

## 交易结构分析

### 结构化安排

#### 1. 不合格资产赎回

本资产支持票据存续期间，如委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格资产<sup>4</sup>，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后5个工作日内通知前述其他方，委托人应向受托人赎回该部分基础资产，将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户。

东方金诚将持续关注委托人联易融保理经营及财务情况，并分析其赎回不合格基础资产的能力。

#### 2. 信用触发机制

本资产支持票据设置了违约事件、丧失清偿能力事件、权利完善事件等信用触发机制（详见附件一）。若触发权利完善事件，委托人在任一权利完善事件之日起的5个工作日内，向基础资产池中全部应收账款债权或可能涉及必须以受托人自身名义提起涉及诉讼、仲裁或其他司法程序的应收账款债权的担保人（如有）发出权利完善通知，要求担保人将应属于信托财产的款项直接支付至信托账户，委托人应敦促原始债权人在发生上述任一权利完善事件之日起的5个工作日内协助受托人依法办理完成权利转移/变更登记手续（如需），以确保受托人代表本信托被登记为抵押权人或质权人。

东方金诚认为，信用触发机制能够在一定程度上缓解事件风险的影响，从而为资产支持票据本息兑付提供进一步的保障。

### 现金流归集与现金流支付机制

#### 1. 现金流归集

受托人以本资产支持票据的名义在资金保管机构开立信托账户，本资产支持票据相关货币收支活动<sup>5</sup>均必须通过该账户进行。根据交易结构安排，在应收账款到期日前两个工作日，债务人依据《买方确认函》应向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额。

当债务人未按时足额向票据账户偿付到期的应收账款时，共同债务人应根据《保理合同》、《买方确认函》及《付款确认书》的约定，共同债务人应履行应收账款债权项下还款义务，最晚不晚于应收账款到期日（T-5日，T日为兑付日）。

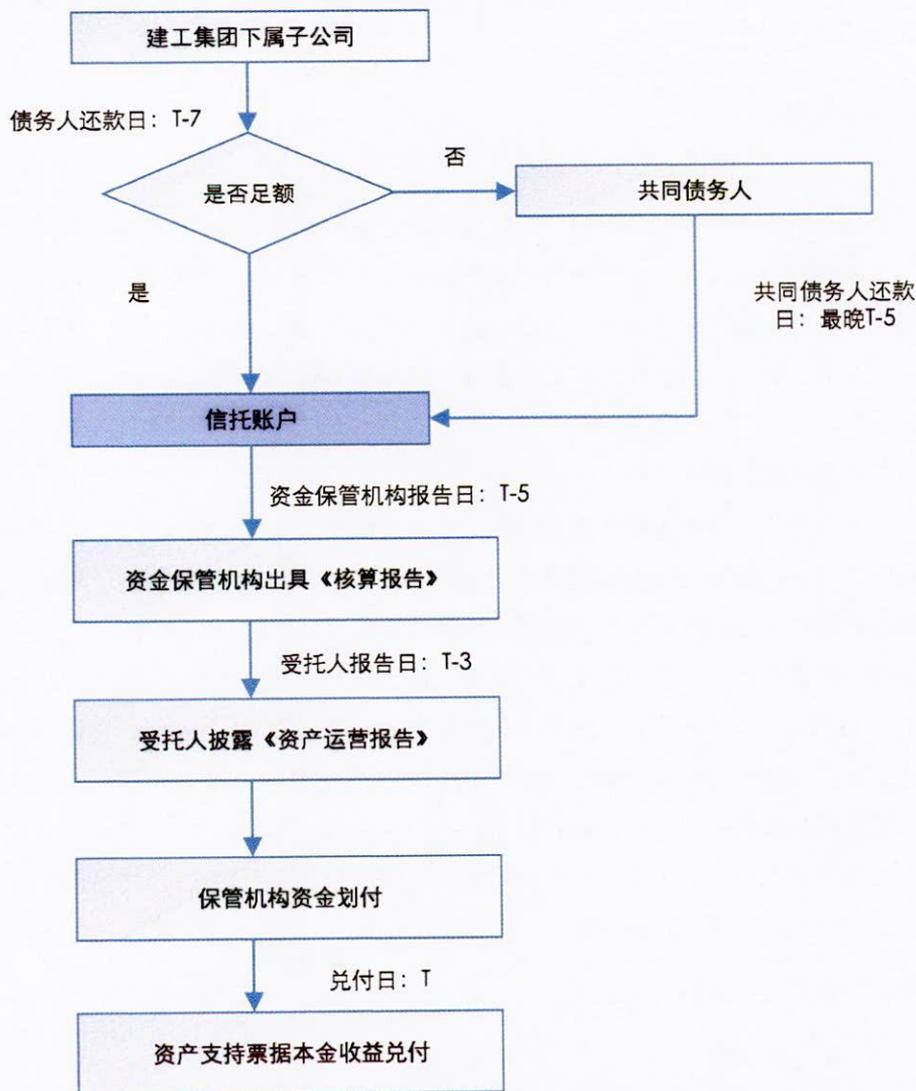
#### 2. 现金流支付机制

为促进资金及时归集、收益如期支付，本资产支持票据在《主定义表》中规定了票据现金流归集和收益分配的具体流程，如图表4所示。

**图表 4：本资产支持票据的现金流归集和支付流程图**

<sup>4</sup> 不合格资产系指在初始起算日或信托生效日不符合合格标准和资产保证的资产。

<sup>5</sup> 信托资金的一切收支活动及与信托运作相关的部分资金转付安排（包括但不限于接收因同时作为发行收入缴款账户而划入的资产支持票据募集资金、发起机构的指定账户划付资产支持票据募集资金、接收信托回收款、缴纳信托税收、支付信托费用以及向资产支持票据持有人划付信托利益分配款项等），均必须通过该账户进行。



注: T日为兑付日。

在信托终止日之前,本资产支持票据的分配顺序依次为:票据应缴税金,同顺序按比例支付各中介机构和参与方的报酬、费用支出,该支付日应支付的资产支持票据的利息,资产支持票据的本金(直至足额兑付),剩余的信托资金向发起机构返还其垫付的受托人服务报酬;如上述顺序支付完毕后信托财产仍有剩余,剩余资金以资产服务机构服务费的名义支付给资产服务机构。

在信托终止日后,本资产支持票据进入信托清算程序,本资产支持票据的分配顺序为:票据应缴税金、清算费用,同顺序按比例支付各中介机构和参与方的报酬、费用支出,支付应付未付的资产支持票据的利息,支付资产支持票据的本金,直至资产支持票据的本金全部清偿完毕;剩余的信托资金向发起机构返还其垫付的受托人服务报酬,如上述顺序支付完毕后信托财产仍有剩余,剩余资金以资产服务机构服务费的名义支付给资产服务机构。

## 交易结构风险

### 1.应收账款抗辩风险和抵销风险

在本资产支持票据存续期间，若各原始债权人未履行或未完全履行基础合同项下的义务或履行义务有瑕疵，则债务人可能向票据主张商业纠纷抗辩权而不履行付款义务。同时，基础资产项下债务人可能向债权人行使抵销权，从而导致基础资产回收款减少，造成本资产支持票据财产受到损失。

根据交易结构安排，共同债务人建工集团向联易融保理出具《付款确认书》，确认应收账款真实、合法、有效，对应的基础交易对价公允，承诺如债务人未能在该等应收账款到期日的前2个工作日15:00前足额清偿该笔应收账款债权，则共同债务人将在应收账款到期日当天12:00前履行到期清付该笔应收账款债权的义务，应收账款不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应收账款金额的权利。

东方金诚认为，建工集团作为共同债务人承担应收账款抗辩风险和抵销风险，鉴于建工集团综合实力很强，上述风险能够得到缓释。

## 2. 资产服务机构履约风险

联易融保理的正常持续经营是其为本资产支持票据提供资产相关服务的前提，其风险控制能力亦会影响本资产支持票据基础资产的信用风险。

联易融保理成立于2016年5月，截至2020年9月末，联易融保理总资产规模15.59亿元，负债规模12.45亿元，净资产3.14亿元，资产负债率为79.86%。2019年，联易融保理实现营业收入总额4636.45万元，主要为保理服务费收入，实现净利润-100.43万元。因联易融保理成立时间较短，2019年处于略微亏损的状态。2020年1~9月，联易融保理实现营业收入总额2.29亿元，主要为金融资产处置收益、资产管理服务收入，实现净利润1602.47万元。

东方金诚认为，联易融保理展业时间尚短，资本实力一般，东方金诚将会持续关注联易融保理的运营和财务状况，并及时做出分析。

## 3. 混同风险

混同风险是指当资产服务机构信用状况严重恶化时，基础资产的回款可能与资产服务机构的其他资金混同，从而造成基础资产的损失。

根据《买方确认函》约定，债务人应于应收账款到期日前两个工作日将相应债权回收款直接支付至信托账户。若债务人到期未偿付相关款项，共同债务人将履行到期清付该笔应收账款债权的义务。

东方金诚认为，上述安排能较好地缓解因资产服务机构信用状况恶化导致的资金混同风险。

## 4. 流动性风险

流动性风险产生于基础资产当期回收款与资产支持票据本息支付所需现金之间的错配。

由于发行利率可能提高，本资产支持票据面临现金流入对现金流出的覆盖程度有所降低的风险。东方金诚在“压力测试”部分考虑了资产支持票据收益率较预期上升的因素。

根据交易条款安排，共同债务人将履行到期清付该笔应收账款债权的义务。鉴于建工集团综合财务实力很强，其对资产支持票据本息兑付的保障作用很强。

## 法律完备性

根据国浩律师（南京）事务所出具的《国浩律师（南京）事务所关于深圳前海联易融商业

保理有限公司 2021 年度第一期（建工）资产支持票据之补充法律意见书》，各参与方具备作为票据相关当事人的主体资格且拥有相关法定资质；基础资产的形成具有真实的交易背景，基础资产权属清晰，不存在任何权利负担，真实、合法、有效，且不属于《负面清单指引》所列基础资产的情形；票据文件对合格基础资产的筛选标准符合基础资产真实、合法、有效的要求；基础资产的转让完整、合法有效，不存在禁止或限制转让的情形，并已履行完毕相关转让程序；交易文件符合相关法律、法规、行政规章和规范性文件的规定。

## 基础资产信用质量分析

### 基础资产合格标准

根据《主定义表》，就每一笔资产而言，系指在初始起算日、信托财产交付日：

(1) 原始债权人、债务人及共同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，债务人不是政府机构或政府融资平台公司。

(2) 基础合同签订项下的原始债权人具有签订基础合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）。

(3) 原始债权人与债务人之间的基础交易真实、合法、有效，原始债权人与债务人双方签署的基础合同及其他相关法律文件适用法律为中国法律，且在适用法律下均合法及有效；并且，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权时，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权。

(4) 联易融保理已根据保理合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价。同一《保理合同》项下尚未清偿的应收账款债权全部入池。入池的应收账款债权均来源于原始债权人转让予保理商的应收账款债权，不存在再保理的情形。

(5) 原始债权人已经完全、适当履行基础合同项下的在先义务且债务人、共同债务人已通过买方确认函、付款确认书确认其对基础合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。买方确认函、付款确认书在适用法律下均真实、合法、有效。

(6) 债务人在基础合同项下不享有任何抗辩的权利（为避免疑义，前述抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始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、减免或抵销的权利）。

(7) 保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与原始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，保理商向原始债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权。应收账款债权可以进行合法有效的转让，且无需取得原始债权人、债务人或其他主体的同意。

(8) 该笔应收账款债权的应收账款到期日应早于信托预期到期日，但晚于信托生效日。该笔应收账款债权在信托生效日尚未到期且尚未清偿，并且不存在任何实质性的重大违约情况，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施，不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序，以至于对信托的受让、持有基础资产及基础资产的可回收性产生重大不利影响。

(9) 该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担或任何第三方权益，但委托人因提供保理服务受让应收账款债权而通过中登网转让登记至其名下除外。

(10) 该笔应收账款债权不存在属于预付款或质保金的情形。

(11) 基础合同及适用法律未对原始债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础合同对原始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。债务人的清偿责任、付款义务不会因应收账款债权的转让而被全部或部分免除。

(12) 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。

(13) 原始债权人已就其向保理商转让应收账款债权并最终将由保理商委托予信托的事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的《买方确认函》。共同债务人已出具《付款确认书》。

(14) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密。

### 基础资产组合特征分析

根据联易融保理提供的资产池清单，资产池包括 18 笔、金额为 10593.28 万元的应收账款债权，涉及 3 户债务人。

由于本期资产支持票据本息的足额如期兑付依赖于入池应收账款现金流的实现，东方金诚通过分析应收账款余额分布、应收账款类型、债务人集中度、债务人信用质量等方面对基础资产的信用质量进行考察。

#### 1. 应收账款余额分布

资产池中，1000 万元（含）以上的应收账款仅 2 笔，应收账款余额分别为 3600.54 万元和 4212.84 万元，合计占比为 73.76%。

图表 5：应收账款余额分布（单位：万元、%、笔）

应收账款余额分布	应收账款余额	余额占比	笔数	笔数占比
0（不含）~100（含）	541.22	5.11	8	44.44
100（不含）~300（含）	844.34	7.97	5	27.78
300（不含）~500（含）	791.67	7.47	2	11.11
500（含）~1000（含）	602.70	5.69	1	5.56
1000（含）以上	7813.35	73.76	2	11.11
<b>合计</b>	<b>10593.28</b>	<b>100.00</b>	<b>18</b>	<b>100.00</b>

#### 2. 应收账款类型分布

根据基础交易合同的业务类型来看，入池资产以工程类应收账款债权为主。考虑到合格标准中约定，债务人通过买方确认函确认对基础合同项下的应收账款承担的到期付款义务不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，且不享有任何主张扣减、减免或抵销的权利（法定抵销权除外），本资产支持票据因供应商/原始债权人提供工程服务延期、工程服务质量不达预期

等原因造成的应收账款逾期/减值风险较小。

图表 6：应收账款类型分布（单位：万元、%、笔）

应收账款类型分布	应收账款余额	余额占比	笔数	笔数占比
采购类	274.07	2.59	2	11.11
工程类	10319.21	97.41	16	88.89
合计	10593.28	100.00	18	100.00

### 3. 债权人分布

基础资产债权人共 13 户，其中前 3 大债权人情况见图表 7。单户债权人应收账款最高为 4282.82 万元，应收账款余额占比为 40.43%，前三大债权人应收账款余额占比 80.61%。总体来看，基础资产债权人集中度很高。

图表 7：应收账款前三大债权人分布（单位：万元、%、笔）

债权人	应收账款余额	余额占比	笔数	笔数占比	是否关联
北京市第三建筑工程有限公司	4282.82	40.43	2	11.11	是
北京建工土木工程有限公司	3600.54	33.99	1	5.56	是
山东信达建设工程有限公司	656.36	6.20	5	27.78	否
合计	8539.71	80.61	8	44.44	-

基础资产中债权人和债务人互为关联方的应收账款余额占比为 79.57%，占比较高，存在一定的关联交易风险。

### 4. 债务人分布情况

基础资产债务人共 3 户，全部为建工地产的下属子公司，其中债务人为成都建邦置业有限公司的应收账款余额最高，占比 45.35%。

图表 8：应收账款债务人分布（单位：万元、%、笔）

债务人	应收账款余额	余额占比	笔数	行业	注册地
成都建邦置业有限公司	4804.53	45.35	6	房地产业	成都市
北京建邦顺怡房地产开发有限公司	4282.82	40.43	2	房地产业	北京市
济南建邦置业有限公司	1505.94	14.22	10	房地产业	济南市
合计	10593.28	100.00	18	-	-

成都建邦置业有限公司<sup>6</sup>（以下简称“成都建邦”）成立于 2009 年 9 月，初始注册资本为人民币 498 万元，截至 2020 年 9 月末，注册资本及实收资本均为 10000 万元，建工地产持有成都建邦 100% 股权，成都建邦实控人为建工集团。截至 2020 年 9 月末，成都建邦在建项目为建邦花溪府，计划总投资 32.46 亿元，已投资 7.75 亿元，预计未来需投资 24.71 亿元。成都建邦主营业务为房地产开发与经营，2017 年~2019 年的营业收入分别为 5418.02 万元、0.00 万元和 9291.52 万元，同期，毛利润分别为 490.00 万元、0.00 万元和 1029.72 万元。2017 年~

<sup>6</sup> 成都建邦及北京建邦财务数据均为未经审计数据。

2019年的营业毛利率分别为9.04%、0.00%和11.08%，截至2020年9月末。成都建邦资产总额为85566.58万元，资产负债率为92.00%，2020年1~9月未实现盈利。

北京建邦顺怡房地产有限公司（以下简称“北京建邦”）成立于2018年8月，初始注册资本为人民币5000万元，截至2020年9月末，注册资本及实收资本均为5000万元，北京建邦实控人为建工集团。截至2020年9月末，北京建邦在建项目为后沙峪项目，计划总投资40.60亿，已投资32.81亿元，预计未来需投资7.79亿元。北京建邦主营业务为房地产开发与经营，2017年~2019年及2020年1~9月北京建邦未实现盈利，截至2020年9月末。北京建邦资产总额为357461.39万元，资产负债率为99.20%。

总体来说，应收账款债务人集中度较高，单一债务人的经营和财务状况对资产支持票据的影响较大。

### 共同债务人一建工集团信用质量分析

#### 1.主体概况

建工集团前身为成立于1953年1月的北京市建筑工程局，1999年8月改制为国有独资的有限责任公司，并更名为现名。后经多次增资，截至2020年9月末，建工集团注册资本为20亿元<sup>7</sup>，实收资本已增加至72.735亿元，北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）持有建工集团100%的股权，为建工集团控股股东和实际控制人。

根据京国资【2019】140号文，2019年11月建工集团与北京市政路桥集团有限公司（以下简称“市政路桥”）实施合并重组，北京市国资委将市政路桥的国有资产无偿划转至建工集团，并由建工集团对其行使出资人职责，本次合并重组有利于建工集团产业结构进一步优化，行业地位将更加突出。

#### 2.业务运营

建工集团是北京市国资委下属大型建筑企业，以建筑施工为主业，辅以房地产开发、建材销售等其他业务。受益于2019年11月市政路桥无偿划入建工集团，2019年建工集团收入及毛利润规模大幅增加。从收入构成来看，建筑施工业务为建工集团最主要的收入来源，2019年建筑施工业务收入占比为84.95%；房地产开发业务收入虽逐年增加，但由于建工集团建筑施工业务收入增加较快，其占比有所下降；建材销售、环境工程、服务业及其他占比较小。建工集团毛利润规模逐年增加，综合毛利率2019年同比有所下降，主要由于当年建工集团占比最大的建筑施工业务毛利率下降所致。

图表9：2017年~2019年及2020年1~9月建工集团主营业务收入及毛利润情况<sup>8</sup>（单位：亿元、%）

业务	2017年		2018年		2019年 <sup>9</sup>		2020年1~9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
建筑施工	352.71	84.34	401.81	85.02	812.73	84.95	630.92	83.99
房地产开发	27.34	6.54	27.99	5.92	31.55	3.30	54.13	7.21

<sup>7</sup> 2020年5月21日，建工集团收到北京市国资委关于建工集团修改公司章程的批复，根据修订后的公司章程，建工集团注册资本由20亿元变更为72.735亿元。2020年6月22日，建工集团已完成工商变更。

<sup>8</sup> 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。

<sup>9</sup> 2019年经营数据为建工集团与市政路桥的合并数据，2017年和2018年经营数据只包括建工集团的数据，以下同。

建材生产销售	14.86	3.55	14.54	3.08	57.76	6.04	39.63	5.28
环境工程	6.98	1.67	11.21	2.37	11.00	1.15	9.52	1.27
服务业及其他	16.33	3.90	17.04	3.60	43.65	4.56	16.95	2.26
<b>合计</b>	<b>418.22</b>	<b>100.00</b>	<b>472.59</b>	<b>100.00</b>	<b>956.68</b>	<b>100.00</b>	<b>751.15</b>	<b>100.00</b>
<b>业务</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
建筑施工	23.00	6.52	26.76	6.66	45.04	5.54	32.32	56.98
房地产开发	12.63	46.19	13.67	48.83	18.19	57.67	8.28	14.60
建材生产和销售	0.21	1.44	2.13	14.63	6.39	11.06	6.56	11.57
环境工程	1.39	19.88	2.22	19.81	2.32	21.07	2.21	3.90
服务业及其他	6.01	36.78	7.35	43.14	19.13	43.83	7.36	12.98
<b>合计</b>	<b>43.23</b>	<b>10.34</b>	<b>52.12</b>	<b>11.03</b>	<b>91.07</b>	<b>9.52</b>	<b>56.72</b>	<b>7.55</b>

资料来源：建工集团提供，东方金诚整理

### 建筑施工

建工集团在北京市建筑施工领域具有很强的市场竞争力，是全球 250 家最大国际工程承包商和中国承包商 80 强企业，经营地域遍布中国国内以及亚洲、非洲、欧洲、美洲、大洋洲等地。

建工集团拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，市政路桥无偿划入建工集团后，建工集团新增市政、公路和建筑工程施工三个特级资质。截至 2020 年 9 月末，建工集团资质已覆盖房屋建筑、市政公用工程、公路工程、机电工程、水利水电工程、钢结构工程、消防设施、环保工程及隧道工程等多个领域的施工及设计，同时建工集团还拥有国际工程承包资质、对外援助成套项目实施企业资质，形成了较完整的建筑施工产业链。

建工集团经营历史悠久，施工经验丰富，技术水平高，具有很强的品牌影响力。自成立以来，建工集团承建了多项国家重点大型项目和海外标志性项目。截至 2020 年 9 月末，建工集团施工项目共获得中国建筑业“鲁班奖”96 项、“詹天佑奖”55 项及国家优质工程奖 74 项。

建筑施工业务是建工集团的核心业务，主要包括房屋建筑工程、市政工程、装饰及安装工程和其他建筑工程业务等。建工集团建筑施工业务主要通过公开招投标方式及市场化竞争获取，部分项目通过邀标和议标等方式获取，项目类型主要为施工总承包项目。

受益于建筑施工业务新签合同额及完工产值的持续增长，建工集团建筑施工业务收入规模逐年增加；但受建筑施工材料、劳务价格上涨及营改增等因素影响，建筑施工业务毛利率整体有所下降。受新冠肺炎疫情影响，建工集团 2020 年一季度新签合同额和完工产值受到一定影响，3 月份以来随着国内疫情得到有效控制，建工集团复工项目进展加快，疫情后赶工期建工集团产值有望迅速恢复。

截至 2019 年末，建工集团建筑施工项目期末在手合同额为 2260 亿元，其中北京地区占比 48.21%，国内其他地区占比 46.32%，海外工程占比 5.47%。建工集团建筑施工业务期末在手合同额规模较大，为未来业务稳定发展提供了较强支撑，随着国家逆周期调节政策的进一步加码，2020 全年建工集团建筑施工业务收入及合同签到情况有望保持稳定。

图表 10：建工集团建筑施工业务情况（单位：亿元、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~9 月
----	--------	--------	--------	--------------

新签合同额	908.20	1034.00	1470.80	1166.40
新签合同个数	1428	1105	1600	1867
新签亿元以上项目合同金额	799.35	932.00	1256.00	950
新签亿元以上项目个数	210	215	450	208
完工合同额(产值)	482.95	532.12	1022.69	787
年(期)末在手合同额	920	1036	2260	4697
其中:北京	411	404	1090	2174
国内其他地区	363	492	1047	2165
海外工程	146	140	124	358

数据来源:建工集团提供,东方金诚整理

总体来看,建工集团经营历史悠久,拥有市政、公路及房屋建筑施工总承包特级及多项专业承包一级资质,自成立以来承建多项国家重点大型项目,施工经验丰富,技术水平高,在我国建筑市场具有很强的市场竞争力。建筑施工业务新签订单及收入逐年增长,在手合同额规模大,新冠肺炎疫情虽短期内对建工集团建筑施工业务形成一定不利影响,但随着国家逆周期调节政策的进一步加码,2020全年仍有望保持稳定。

#### 房地产开发业务

建工集团房地产开发业务主要由房地产开发经营部、建工地产和北京建工置地有限责任公司及市政路桥下属北京城乡建设集团有限责任公司等负责运营。

建工集团具有一级房地产开发资质,房地产开发业务主要包括住宅地产开发、保障房建设开发及土地一级开发。其中,保障房建设开发和住宅地产开发主要经营区域为北京市、上海市、济南市、西安市及江苏宜兴等城市,土地一级开发项目所在区域主要为北京市、成都等地。

图表 11: 建工集团房地产开发业务情况(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~9月
新开工面积	0.40	75.76	78.87	66.30
房屋竣工面积	-	10.55	8.50	2.64
在建面积	9.35	74.56	149.40	248.72
新项目签约销售面积	2.75	20.42	34.23	29.74
新项目签约金额	7.51	79.69	127.12	106.35
销售均价	2.73	3.90	3.71	3.58
销售回款金额	18.33	39.20	60.75	81.37

数据来源:建工集团提供,东方金诚整理

2017年~2019年,建工集团房地产开发业务分别实现收入27.34亿元、27.99亿元和31.55亿元,逐年小幅增加;毛利润分别为12.63亿元、13.67亿元和18.19亿元,毛利率分别为46.19%、48.83%和57.67%,毛利率水平较高。2020年1~9月,建工集团房地产开发业务实现收入54.13亿元,毛利润为8.28亿元,毛利率为14.60%,房地产业务已成为收入及利润的重要来源。

建工集团目前主要通过招拍挂方式获得土地,部分项目为一二级联动项目。建工集团先前对房地产采取较为保守谨慎的拿地策略,新项目较少,2018年来建工集团加大房地产业务的发展力度,新开工面积大幅增加。受此影响,建工集团2018年以来合同销售金额和合同销售面积

增加较快，但销售均价有所波动。从销售回款情况来看，近年建工集团房地产项目整体销售回款情况较好。2020年1~9月，建工集团实现新项目签约销售面积29.74万平方米，签约金额106.35亿元。

东方金诚关注到，新冠肺炎疫情短期内可能对建工集团房地产开发业务销售、回款及开发进度形成一定不利影响，但3月份以来随着国内疫情得到有效控制，房地产销售将逐步回暖，有利于建工集团房地产业务的稳定发展。

截至2020年9月末，建工集团已完工在售房地产项目共9个，主要位于北京、上海、山东济南及青岛等城市，规划建筑面积为137.93万平方米，可售建筑面积为126.87万平方米，已售面积为110.17万平方米，未来可售面积为16.70万平方米。

截至2020年9月末，建工集团住宅地产在建项目主要有北京市昌平沙河镇联合体（限竞房）、济南原香溪谷CDEF地块项目、宿州埇贤悦府等共计15个项目，主要位于北京、济南、天津和青岛等地，在建项目规划建筑面积合计259.82万平方米，总可售面积212.84万平方米，已售面积40.73万平方米，未来可售面积为172.11万平方米；在建项目楼面地价整体较低，未来获利能力较强。

保障房建设方面，截至2020年9月末，建工集团在建保障房建设项目6个，分别位于北京市昌平区、石景山区、顺义区、海淀区、朝阳区和浙江省衢州市，规划建筑面积合计152.91万平方米，预计总投资206.32亿元，已完成投资额为141.65亿元。

土地一级开发方面，截至2020年9月末，建工集团拥有土地一级开发项目6个，5个位于北京市，1个位于成都，土地一级开发规模为339.5万平米，回报方式主要为政府返回，目前已取得项目回款7.84亿元。

截至2020年9月末，建工集团房地产开发业务拟建项目4个，规划建筑面积为125.15万平方米，预计可售面积为103.72万平方米，主要位于北京市及安徽省宿州市；安徽宿州银河五路小学地块项目位于四线城市，预计可售面积26.23万平方米，未来可能存在一定销售去化压力。

从投资情况来看，截至2020年9月末，建工集团房地产在建住宅地产、保障房、土地一级开发及拟建建房地产项目预计总投资额为1194.37亿元，已累计投入618.17亿元，未来还需投入576.20亿元。其中，在建住宅地产项目、在建保障房建设项目、土地一级开发项目及拟建房地产项目尚需投资金额分别为141.40亿元、70.05亿元、164.99亿元和92.66亿元。建工集团投资资金来源主要是借款、自筹资金以及房地产项目的销售回款，在当前“房住不炒”的房地产市场调控政策及融资环境下，预计未来可能面临较大的资金压力。

总体来看，建工集团房地产开发以住宅地产、保障房建设及土地一级开发为主，房地产项目主要位于北京、上海、济南、西安等一二线城市等地，近年房地产开发业务已成为建工集团收入及利润的重要来源，未来可售面积较充足，且土地成本较低，对收入及盈利能力提供一定保障。但建工集团在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境下，面临较大资金支出压力。同时关注到，新冠肺炎疫情可能对房地产开发业务的销售、回款及开发进度短期内形成一定不利影响。

### 建筑材料生产销售业务

建工集团建筑材料销售业务主要由子公司北京建工新型建材科技股份有限公司（以下简称“建工新科”）、北京市第一建筑构件厂、北京市建筑材料供应公司和北京建工茵莱玻璃钢制品有限公司等负责运营。

建工集团建筑材料生产和销售产品主要为商品混凝土和盾构管片等，以商品混凝土为主。子公司建工新科主要从事盾构管片、装配式建筑 PC 部品、预制综合管廊等高精度预制化产品的研发和生产，其盾构管片生产供应在北京市的市场占有率位居前列，是北京市首批入围装配式建筑产品认证企业之一。

受益于产能的增加，近年建工集团建筑材料业务产量及销量逐年增加。2017年~2019年，建工集团建筑材料销售业务实现收入分别为 14.86 亿元、14.54 亿元和 57.76 亿元；毛利润分别为 0.21 亿元、2.13 亿元和 6.39 亿元；毛利率分别为 1.44%、14.63%和 11.06%。2020年 1~9 月，建工集团建筑材料业务实现销售收入 39.63 亿元，毛利润 6.56 亿元，毛利率 11.57%。

图表 12：建工集团主要建筑材料产能及产量情况

产品名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1~9月
沥青混凝土	产能（万立方米/年）	-	-	250	435
	产量（万立方米）	-	-	175	233
	销量（万立方米）	-	-	175	233
	平均价格（元/立方米）	-	-	990	279
	销售额（万元）	-	-	17922	65097
商品混凝土	产能（万立方米/年）	619.20	705.02	1439.00	1356
	产量（万立方米）	335.76	521.49	892.46	597
	销量（万立方米）	335.76	521.49	892.46	597
	平均价格（元/立方米）	385	428	430	449
	销售额 <sup>10</sup> （万元）	129309	223426	389492	268123
盾构管片、装配式建筑 PC 部品、预制综合管廊	产能（万立方米/年）	6.90	10.00	97.00	90
	产量（万立方米）	2.83	5.39	53.90	40
	销量（万立方米）	3.56	2.92	51.60	34
	平均价格（元/立方米）	1273	2875	3200	3028
	销售额（万元）	4532	8394	164273	102154

资料来源：建工集团提供，东方金诚整理

### 环境工程

建工集团环境工程业务主要由子公司北京建工环境修复股份有限公司（以下简称“环境修复公司”）负责运营。

环境修复公司主要从事土壤环境修复业务，是国内最早从事土壤环境修复企业之一，具有国内领先的技术水平，拥有环保工程专业承包壹级、环境工程专项设计乙级资质，在全国土壤修复企业具有较强的竞争实力。

2017年~2019年，建工集团环境工程业务实现收入分别为 6.98 亿元、11.21 亿元和 11.00

<sup>10</sup> 表中商品混凝土销售额未进行内部抵消。

亿元;毛利润分别为 1.39 亿元、2.22 亿元和 2.32 亿元;毛利率分别为 19.88%、19.81%和 21.07%。2020 年 1~9 月, 建工集团环境工程业务实现销售收入 9.52 亿元, 毛利润 2.21 亿元, 毛利率 3.90%。

2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月, 建工集团签订各类大额环境修复业务合同 16 个。根据建工集团合并重组后的战略规划, 环境修复业务将成为建工集团未来培育的主业, 预计未来环境修复业务将保持较快增长。

### 服务业及其他

建工集团服务业及其他业务主要包括建材配送、科技研发、建筑设计、物业投资与管理等。其中, 建材配送的主要运营主体为北京建工物流配送有限公司, 建筑设计的主要运营主体为北京市建筑工程研究院有限责任公司。物业投资与管理服务包括物业出租、物业管理等, 能够为企业提供较为稳定的现金流。建工集团拥有的可出租商业物业主要为建工大厦、劲松大厦和紫金大厦等, 出租率在 90%以上, 分布在北京市西城、朝阳等区; 管理的物业主要分布在北京市朝阳、西城、丰台等区, 主要物业为建邦华府、融域家园、阳光新干线等。

2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月, 建工集团服务业及其他业务实现收入分别为 16.33 亿元、17.04 亿元、43.65 亿元和 16.95 亿元; 毛利润分别为 6.01 亿元、7.35 亿元、19.13 亿元和 7.36 亿元, 毛利率分别为 36.78%、43.14%、43.83%和 12.98%。

### 3.财务状况

建工集团提供了 2017 年~2019 年审计报告和 2020 年 1~9 月合并财务报表。致同会计师事务所(特殊普通合伙)对建工集团 2017 年~2019 年财务报表进行了审计, 并出具标准无保留意见的审计报告。建工集团 2020 年 1~9 月合并财务报表未经审计。

截至 2019 年末, 建工集团纳入合并报表范围的全资及控股二级子公司共 49 家。2019 年 11 月, 建工集团与市政路桥实施合并重组, 北京市国资委将市政路桥的国有资产无偿划转至建工集团, 市政路桥成为建工集团的全资子公司, 并纳入建工集团 2019 年财务报表合并范围。同时, 建工集团对 2019 年年初财务数据进行了追溯调整, 2018 年财务数据采用追溯调整后的 2019 年年初财务数据。

图表 13: 2017 年~2019 年及 2020 年 9 月建工集团主要财务数据及指标 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额	666.46	1448.67	1702.04	1873.41
负债总额	560.89	1153.75	1382.96	1505.38
所有者权益	105.58	294.92	319.08	368.03
全部债务	339.67	588.65	686.30	763.51
营业收入	418.22	838.76	956.68	751.15
利润总额	7.70	21.91	23.54	16.21
营业利润率	9.10	8.93	8.23	6.80
资产负债率	84.16	79.64	81.25	80.35
流动比率	118.83	127.00	122.49	133.17
经营活动产生的现金流量净额	-40.83	-0.05	55.21	-43.53

投资活动产生的现金流量净额	-12.43	-36.48	-47.64	-89.89
筹资活动产生的现金流量净额	63.91	77.66	-5.04	92.03

近年建工集团资产总额逐年增长，2019年市政路桥成为建工集团全资子公司并纳入建工集团合并范围，建工集团资产规模大幅增加。建工集团资产中流动资产占比较大，2019年末及2020年9月末，流动资产占比分别为78.65%和75.34%。建工集团流动资产分别为1338.62亿元和1411.46亿元，主要由存货、货币资金、应收账款及其他应收款等构成。截至2019年末，建工集团存货账面价值为674.49亿元，主要包括建筑施工项目已完工未结算款275.16亿元、在建房地产开发产品348.03亿元及已完工房地产开发产品19.37亿元等；货币资金总体呈上升趋势，2019年末货币资金为253.54亿元，其中受限货币资金为6.09亿元；建工集团应收账款规模较大，2019年末应收账款余额为263.48亿元，主要为应收工程款，同期应收账款周转率为4.14次，期末共计提坏账准备金额12.94亿元；2019年末，建工集团其他应收款账面余额为73.63亿元，主要为各项工程履约金及往来款等，共计提坏账准备金额为10.49亿元。

建工集团非流动资产逐年增长，2019年末及2020年9月末，建工集团非流动资产分别为363.42亿元和461.95亿元，主要由长期应收款、投资性房地产、长期股权投资及固定资产等构成。截至2019年末，建工集团长期应收款为100.13亿元，其中质保金为32.12亿元，PPP项目投资款为63.51亿元；建工集团投资性房地产2019年末账面价值为77.00亿元，采用公允价值计量，其中房屋、建筑物账面价值为49.80亿元，土地使用权账面价值为27.20亿元；固定资产2019年末账面价值51.11亿元，主要为房屋、建筑物和机械设备等；建工集团长期股权投资2019年末余额为74.86亿元，主要是对北京市机械施工有限公司、北京建工环境发展有限责任公司北京城市铁建轨道交通投资发展有限公司北京兴筑房地产开发有限公司等联营企业的投资，且采用权益法核算确认投资损益和其他权益变动增加。从资产受限及抵质押情况来看，截至2020年9月末，建工集团受限资产账面价值共计275.16亿元，受限资产占总资产比重为14.69%，占净资产74.77%。建工集团受限资产规模较大，流动性受到一定影响。

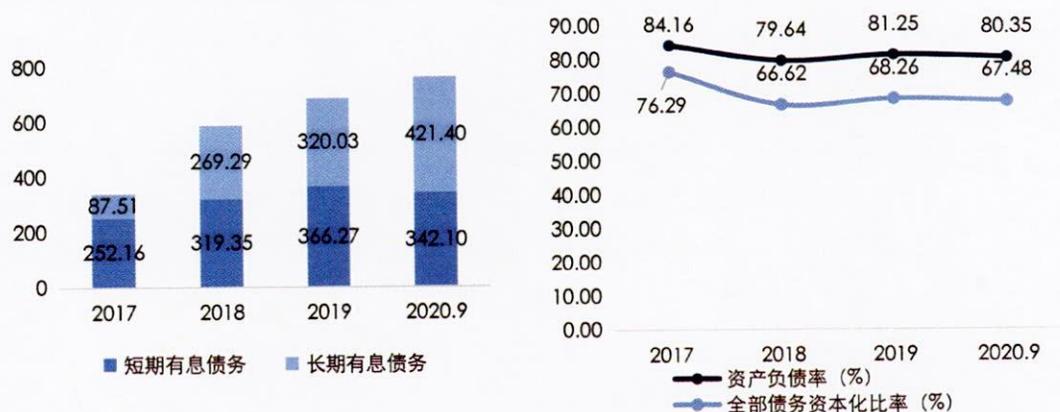
近年建工集团所有者权益显著增加，2019年末建工集团所有者权益为319.08亿元，主要由少数股东权益、未分配利润、实收资本和其他权益工具构成，同期末分别为118.50亿元、54.75亿元、72.74亿元和20.00亿元。

近年建工集团负债总额逐年增长，2019年末建工集团负债总额为1382.96亿元，其中流动负债占比为79.02%，占比较高。截至2020年9月末，建工集团负债总额增至1505.38亿元，流动负债占比为70.41%。建工集团流动负债整体呈增加趋势，2019年末和2020年9月末，流动负债分别为1092.86亿元和1059.89亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项及其他应付款构成。截至2019年末，短期借款为253.29亿元；应付账款为380.60亿元，主要由应付劳务分包款及应付材料款等组成；预收款项232.06亿元，主要来自大型工程的业主方预付工程款、房地产业务所形成的预收售房款等。2019年末其他应付款为86.98亿元，主要为项目保证金、履约款和往来款等。建工集团非流动负债规模近年增加较快，2019年末和2020年9月末非流动负债分别为290.10亿元和445.49亿元。其中，长期借款分别为217.99亿元和307.82亿元，大幅增长主要由于建工集团为满足PPP项目及房地产开发项目建设资金需要而大幅增加

长期借款所致；应付债券分别为 59.71 亿元和 113.58 亿元。

有息债务方面，近年建工集团全部债务规模逐年增长，其中长期有息债务占比有所上升，截至 2020 年 9 月末，建工集团全部债务<sup>11</sup>为 763.51 亿元，其中长期有息债务占比为 55.19%；建工集团长期债务资本化比率为 53.38%，全部债务资本化比率 67.48%，资产负债率为 80.35%。整体来看，建工集团债务结构有所优化，但整体债务负担较重。若将其他权益工具中 20.00 亿元永续债<sup>12</sup>作为有息债务考虑，2020 年 9 月末，建工集团全部债务规模将增至 776.31 亿元，同时资产负债率及全部债务资本化比率将有所提高。

图表 14：建工集团债务负担情况（单位：亿元）



数据来源：建工集团提供，东方金诚整理

受益于 2019 年建工集团与市政路桥合并重组，建工集团营业收入增加较快，但毛利率有所下降；期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年期间费用占营业收入的比重为 6.49%。受益于营业总收入规模的增加，2017 年~2019 年，建工集团利润总额增加明显，分别为 7.70 亿元、21.91 亿元和 23.54 亿元；同期，建工集团投资收益分别为 3.30 亿元、2.82 亿元和 3.68 亿元，主要为权益法核算的长期股权收益和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益。2019 年建工集团资产处置收益规模较大，主要为当年三虎桥土地被收储收益。同期，建工集团总资本收益率分别为 3.42%、4.08%和 3.74%，小幅波动；净资产收益率分别为 5.52%、6.23%和 5.31%。2020 年 1~9 月，建工集团实现营业收入和利润总额分别为 751.15 亿元和 16.21 亿元，同比分别增长 2.70%和 31.06%。3 月份以来随着国内疫情得到有效控制，建工集团项目复工复产加速，同时 2019 年 11 月建工集团与市政路桥合并重组完成后，建工集团业务结构得到进一步优化，在下游基建投资快速回升及房地产投资明显改善的背景下，建工集团收入及利润有望继续保持增长。

2017 年~2019 年，建工集团经营活动产生的现金流量净额逐年增加，分别为 -40.83 亿元、-0.05 亿元和 55.21 亿元，2019 年有所改善；同期，现金收入比分别为 93.90%、96.48%和 110.49%，处于较好水平。建工集团近年投资活动现金流呈大规模净流出状态，且净流出规模有所扩大，主要系建工集团追加对联营建筑企业的投资和对参股房地产企业的投资所致。2017

<sup>11</sup> 未包含作为其他权益工具的永续债券。

<sup>12</sup> 2017 年 11 月 30 日，公司发行“北京建工集团有限责任公司 2017 年度第一期债权融资计划”，该债权融资计划规模为 20 亿元，期限为 3+N。

年~2019年，建工集团筹资活动产生的现金流量净额分别为63.91亿元、77.66亿元和-5.04亿元。2019年筹资活动产生的现金流净额为负，主要为当年分配利润支出的现金流较多所致。2020年1~9月，建工集团经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-43.53亿元、-89.89亿元和92.03亿元。受新冠肺炎疫情影响，建工集团短期内经营性现金流承压。随着国内疫情得到控制，预计建工集团建筑施工业务项目回款及房地产开发业务销售回款将有望大幅回升，将有助于建工集团经营性现金流的改善，同时投资类项目资金支出规模的增加使得建工集团仍将保持较高的外部融资依赖度。

2017年~2019年末，建工集团流动比率和速动比率有所波动。受建工集团经营活动产生的现金流量净额增加影响，2017年~2019年经营现金流动负债比逐年增加。截至2020年9月末，建工集团货币资金为211.72亿元，其中受限货币资金为6.16亿元，短期有息债务为342.10亿元，非受限货币资金对短期有息债务的覆盖率为60.09%。2017年~2019年，建工集团EBITDA利息倍数分别为1.61倍、1.74倍和1.70倍；全部债务/EBITDA分别为17.01倍、12.49倍和12.69倍。此外，建工集团融资渠道畅通，银行授信额度充足，截至2020年9月末，建工集团共获得各金融机构的人民币综合授信额度总额为2515.00亿元，其中已使用授信额度为855.00亿元，未使用授信额度为1660.00亿元。对外担保方面，截至2020年9月末，建工集团对合并范围外担保余额为11.31亿元，全部为对关联方企业的担保。

总体来看，近年建工集团资产规模和所有者权益大幅增长，资产负债率较高，债务规模逐年增加，但其中长期有息债务占比上升，债务结构有所优化；受益于2019年建工集团与市政路桥合并重组，建工集团收入及利润规模增加较快，随着国内疫情得到有效控制，建工集团未来收入及利润规模有望继续保持增长；建工集团经营活动产生的现金流量整体呈逐年增加趋势，且对外投资规模有所扩大，预计未来仍有较大的外部融资需求；建工集团融资渠道畅通，综合偿债能力极强。

综上所述，东方金诚评定建工集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。东方金诚认为，作为北京市国资委下属的大型建筑企业，建工集团施工经验丰富，在我国建筑市场具有很强的市场竞争力，近年建筑施工业务新签订单逐年增长，在手合同额规模大，同时房地产开发业务未来可售面积较充足，建工集团综合财务实力极强，其作为本资产支持票据共同债务人一具有很强的履约能力。

## 共同债务人二建工地地产信用质量分析

### 1.主体概况

建工地地产前身为成立于1987年5月的北京建工集团有限责任公司房地产开发经营部，2010年6月成为独立法人单位，初始注册资本为3.00亿元，建工集团持股100.00%。2020年9月末，建工地地产注册资本及实收资本均为10.00亿元，建工集团持股100.00%为其控股股东，北京市国资委为其实际控制人。

### 2.业务运营

建工地地产主要经营房地产开发业务。2017年~2019年，建工地地产营业收入分别为18.30亿元、26.01亿元和30.31亿元。从收入构成来看，2017年~2019年商品房销售业务收入占营

业收入比例分别为 89.73%、79.35%和 74.30%。2017 年~2019 年，建工地产毛利率分别为 52.06%、51.48%和 70.01%，毛利率较高主要系因上海瀛联住宅项目于 2002 年拿地，拿地时间较早，拿地成本较低，近三年营业收入主要来源于此项目所致。2020 年 1~9 月，建工地产营业收入为 55.39 亿元，但其中李遂项目拆迁补偿款 42.06 亿元为代收转付收入，扣除代收转付收入后，2020 年 1~9 月，建工地产营业收入和毛利润分别为 13.33 亿元和 9.94 亿元，同比<sup>13</sup>分别下降 37.45%和 28.08%，主要系受疫情影响 2020 年 1 季度建工地产基本处于停工停产状态及项目结转进度影响，故同比营业收入及毛利润有较大下滑。

图表 15：2017 年~2019 年建工地产营业收入、毛利润和毛利率（单位：亿元、%）

业务	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商品房销售	16.42	89.73	20.64	79.35	22.52	74.30
其他	1.88	10.27	5.37	20.65	7.79	25.70
<b>合计</b>	<b>18.30</b>	<b>100.00</b>	<b>26.01</b>	<b>100.00</b>	<b>30.31</b>	<b>100.00</b>
业务	2017 年		2018 年		2019 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
商品房销售	9.03	54.99	8.82	42.73	15.06	66.87
其他	0.50	26.42	4.57	85.10	6.16	79.08
<b>合计</b>	<b>9.53</b>	<b>52.06</b>	<b>13.39</b>	<b>51.48</b>	<b>21.22</b>	<b>70.01</b>

#### 商品房销售<sup>14</sup>

建工地产房地产开发物业类型以住宅为主，同时涉及商业、写字楼等类型，建工地产拥有国家一级房地产开发资质，开发项目主要位于北京市、同时在济南、西安及长三角地区等地亦有项目分布，建工地产充分利用企业品牌影响力，实施住宅双产品线——“建邦”系列、“建工家园”系列的快速复制和辅助开发商用物业的产品战略。

2017 年~2019 年，建工地产商品房合同销售金额和合同销售面积波动较大，平均合同销售价格逐年增长；受销售面积波动影响，结算收入出现一定波动。同期，商品房销售业务收入分别为 16.42 亿元、20.64 亿元和 22.52 亿元，毛利率分别为 54.99%、42.73%和 66.87%，受不同项目情况及结转进度影响，毛利率存在一定程度波动。

图表 16：近年来建工地产商品房销售业务主要经营数据（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~9 月
合同销售金额	13.76	80.10	48.60	103.24
合同销售面积	8.05	21.07	9.38	30.84
平均合同销售价格	17105.03	38015.57	51820.79	33476.01
结算收入	16.42	20.64	22.52	10.38
结算面积	2.97	10.70	2.71	1.07
结算成本	7.35	12.19	7.46	2.82
平均结算价格	55349.36	19304.25	83037.72	97009.35

分区域销售情况来看，近两年建工地产主要房地产项目集中于北京市。2017 年~2019 年，北京市内合同销售面积占比分别为 0.3%、92.1%和 78.9%，同期，北京市内合同销售金额占比

<sup>13</sup> 2019 年 1~9 月建工地产营业收入和毛利润分别为 21.31 亿元和 13.82 亿元。

<sup>14</sup> 建工地产涉及商品房销售业务数据均为全口径数据。

分别为 0.4%、88.9%和 70.6%。

截至 2020 年 9 月末，建工地产已完工项目共 3 个，位于北京、上海等区域，物业类型以住宅为主。同期末，建工地产已完工项目规划建筑面积 45.66 万平方米，各项目销售进度大部分在 90%以上，去化情况较好，可售面积 3.87 万平方米。

截至 2020 年 9 月末，建工地产房地产在建项目共计 9 个，建工地产在建项目计划投资额 407.29 亿元，累计已投资额 309.67 亿元，后续需要投资 97.62 亿元。在建项目主要分布于北京、上海、成都、宁波等城市，其中位于北京项目的在建面积占总在建面积比例约为 79.74%。

土地储备方面，2019 年及 2020 年 1~9 月，建工地产各新增土地 2 块，主要通过招拍挂方式和合作开发方式取得，分布于北京市朝阳区东坝乡单店村、北京市大兴区庞各庄镇、北京市海淀区永丰产业基地、北京市昌平区东小口，合计地上建筑面积 60.01 万平方米，平均每平方米楼面地价为 2.75 万元，土地款 165.3 亿元，土地款已完成支付。截至 2020 年 9 月末，建工地产持有待开发的土地共 3 块，持有待开发的土地面积共计 28.05 万平方米，主要分布在北京、成都等地，土地储备为其商品房销售业务未来发展提供了一定支撑。

### 其他业务

建工地产其他业务主要包含酒店业务、代理服务业务及利息收入等。

2017 年~2019 年，建工地产酒店业务实现收入分别为 1.59 亿元、0.96 亿元和 0.85 亿元，毛利率分别为 17.61%、22.92%和 34.12%。酒店业务主要来源于位于三亚的亚龙湾铂尔曼酒店（持股 51%）和北京临空智选假日酒店（持股 100%），其中亚龙湾铂尔曼酒店位于三亚市亚龙湾高端酒店聚集区，整体区域环境非常成熟，并且紧邻亚龙湾 1389 亩保留红树林腹地资源，位置稀缺，未来增值空间较大。目前，该酒店建筑风格以泰国、缅甸及南洋风格为主，共有 115 栋独立附带泳池和庭院的别墅及 78 间客房；北京临空智选假日酒店地处北京首都机场临空经济带，坐落于机场高速北皋出口京密路旁，临近北京新国展展览中心。酒店由建工地产子公司北京国轩房地产开发有限公司投资建设，委托洲际酒店集团运营管理。酒店建筑面积 8852.91 平方米，拥有 191 间客房。

2017 年~2019 年，建工地产代理服务业务分别实现收入 0.13 亿元、0.11 亿元和 0.78 亿元，毛利率分别为 46.15%、45.45%和 67.95%，毛利率较高。代理服务业务主要为北京建工全资子公司北京恒泰轩房地产经纪有限责任公司从事房地产经纪业务所获收益，对北京建工地产营业收入形成一定补充。

2017 年~2019 年，建工地产利息收入分别为 139.66 万元、4.27 亿元和 5.00 亿元，利息收入毛利率 100%，主要为建工地产对于联营企业内部往来款收取利息，随着往来款项的增长利息收入增长较快，东方金诚将持续关注利息收入未来的稳定性和持续性。

### 3. 财务分析

建工地产提供了 2017 年~2019 合并财务报告及 2020 年 1~9 月末审计财务报表。其中，致同会计师（特殊普通合伙）对建工地产 2017 年~2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

图表 17：2017 年~2019 年及 2020 年 9 月建工地产主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	127.42	308.95	429.00	495.75
所有者权益 (亿元)	6.62	59.67	83.39	85.15
全部债务 <sup>15</sup> (亿元)	88.73	187.13	226.47	246.33
营业收入 (亿元)	18.30	26.01	30.31	55.39
利润总额 (亿元)	2.92	8.05	10.31	3.42
营业利润率 (%)	36.89	42.19	48.03	-
净资产收益率 (%)	32.53	12.48	9.30	-
资产负债率 (%)	94.80	80.68	80.56	82.82
全部债务资本化比率 (%)	93.05	75.82	73.09	74.31
流动比率 (%)	97.31	148.53	152.13	132.83
全部债务/EBITDA (倍)	24.19	16.00	17.61	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	1.27	2.15	-

2017 年~2019 年末，建工地产资产总额增长较快，流动资产占比为 88.66%、94.98%和 94.49%，资产构成以流动资产为主。2019 年末，建工地产流动资产 405.39 亿元，主要为存货和其他应收款，占流动资产比例分别为 67.94%和 25.38%。建工地产存货主要由开发成本和开发产品构成。截至 2019 年末，开发成本账面价值为 265.43 亿元，开发产品为 9.99 亿元；其中用于抵押的存货账面价值为 172.17 亿元，占期末存货账面价值的比例为 62.51%；同期末，其他应收款期末余额为 102.90 亿元，其中应收建工集团 61.84 亿元，系因建工地产并表子公司新余北建农银棚改投资合伙企业（有限合伙）对建工集团发放的委托贷款；应收建工集团资金管理中心 10.28 亿元，系因建工地产资金统一被归集至建工集团资金管理中心账户，其他应收款期限较短，期限在 2 年以内占比为 90.40%。2019 年末，建工地产非流动资产 23.62 亿元，其中长期股权投资 11.71 亿元、固定资产 4.31 亿元、无形资产 4.23 亿元，其中长期股权投资主要为对联营企业的股权投资；固定资产以房屋及建筑物为主；无形资产主要为土地使用权。2020 年 9 月末，建工地产资产总额 495.75 亿元，流动资产和非流动资产占比分别为 84.95%和 15.05%，同期末，建工地产受限资产为 229.25 亿元，受限货币资金 0.10 亿元，受限存货 229.15 亿元，受限资产占总资产比例为 46.24%，受限资产占比相对较高，对资产流动性形成一定影响。

受益于少数股东权益增长及未分配利润积累，建工地产所有者权益不断增长。2019 年末，建工地产所有者权益为 83.39 亿元，其中实收资本为 3.00 亿元；未分配利润 8.91 亿元，较上年上升 7.99 亿元，主要系被无偿划转的江苏建邦置业有限公司项目处于亏损状态，无偿划转后未分配利润有所上升所致；少数股东权益 68.25 亿元，较上年上升 17.02 亿元，主要系非并表子公司增加所致。2020 年 9 月末，建工地产所有者权益为 85.15 亿元。

2017 年~2019 年末，建工地产负债总额分别为 120.80 亿元、249.28 亿元和 345.61 亿元，增长较快，其中流动负债占比分别为 96.11%、79.26%和 77.10%。2019 年末，建工地产流动负债主要由其他应付款和预收款项构成，占比分别为 61.01%和 35.32%；其他应付款主要为应付关联方往来款，以应付建工集团借款为主。2019 年末，预收款项主要为未结算的预售房款，

<sup>15</sup> 经与建工地产沟通，其他应付款中付息项全部为股东借款，股东借款还款期限均在一年以上，故其他应付款中的付息项部分全部计入长期有息债务中。

主要来自北京建邦中铁、北京怡和置业和上海瀛联项目。同期末，非流动负债为79.14亿元，全部为长期借款，以保证借款和抵押借款为主。截至2020年9月末，建工地产业务负债总额增长较快，流动负债和非流动负债占比分别为77.22%和22.78%。负债总额增长主要系短期借款、预收款项及长期借款较2019年末分别增长13.50亿元、30.61亿元和14.39亿元，其中预收款项主要为未结算的预售房款。

有息债务方面，2017年~2019年，建工地产业务全部债务规模增长较快。截至2019年末，建工地产业务全部债务226.47亿元，其中短期有息债务1.20亿元，长期有息债务225.27亿元，长期有息债务占比较高。2017年~2019年末，建工地产业务长期债务资本化比率分别为93.05%、75.37%和72.98%，同期，全部债务资本化比率分别为93.05%、75.82%和73.09%。总体来看，建工地产业务债务负担较重。截至2020年9月末，建工地产业务需要偿还的有息债务为246.33亿元，其中长期债务占比94.52%，债务结构仍以长期债务为主。

2017年~2019年，建工地产业务营业收入分别为18.30亿元、26.01亿元和30.31亿元，营业利润率分别为36.89%、42.19%和48.03%，盈利能力稳步提升。2017年~2019年，期间费用整体呈上升趋势，分别为2.45亿元、4.83亿元和4.55亿元，占营业收入的比重分别为13.89%、18.58%和15.02%。2019年，期间费用中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为19.45%、31.90%和48.66%，随着债务规模上升，财务费用整体呈上升趋势。2020年1~9月，建工地产业务营业收入为55.39亿元，但其中李遂项目拆迁补偿款42.06亿元为代收转付收入，扣除代收转付收入后，2020年1~9月，建工地产业务营业收入和毛利润分别为13.33亿元和9.94亿元。

2017年~2019年，建工地产业务经营活动现金流量净额分别为-49.40亿元、-12.93亿元和-27.21亿元，经营活动现金流量净额持续为负，主要系受项目结转周期影响，经营活动现金流入不及拿地成本支出所致。同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-4.13亿元、-58.25亿元和-7.93亿元，2018年投资活动现金流量净额大幅下降主要系因建工地产业务并表合伙企业新余北建农银棚改投资合伙企业（有限合伙）对建工集团发放61.84亿元委托贷款；筹资活动净现金流分别为52.30亿元、126.45亿元和-0.65亿元，对外融资较为依赖。2020年1~9月，建工地产业务经营、投资及筹资活动现金流量净额分别为-29.22亿元、15.61亿元和14.09亿元，对外融资较为依赖较高。

2017年~2019年末，建工地产业务流动比率有所上升，资产负债率有所上升，资产中存货占流动资产比例较大，变现能力相对不强。截至2020年9月末，建工地产业务货币资金22.81亿元，账面货币资金可以覆盖短期有息债务。

总体来看，建工地产业务房地产业务盈利能力较强；房地产项目销售情况较好。同时，东方金诚也关注到，建工地产业务在建及拟建项目后续投资规模较大，在当前房地产市场调控政策背景下，将面临较大的资金压力；有息债务规模较大，债务负担较重。综上所述，东方金诚认为建工地产业务作为共同债务人二，具有较强的履约能力。

## 现金流分析及压力测试

### 现金流分析

东方金诚根据本资产支持票据的现金流支付机制，构建了现金流模型并进行了压力测试。

其中，现金流入为债务人支付的应收账款，现金流的流出包括税费、各参与机构费用、资产支持票据利息和本金等。

本资产支持票据收到的基础资产回款为 10593.28 万元，基准情形下，假设本资产支持票据预期收益率为 4.00%，同时考虑票据保管费<sup>16</sup>和增值税及附加等，基础资产回款扣除保管费及相关税费后对票据本息的覆盖倍数为 1.0068 倍。

图 18：基准情形下现金流测算情况（单位：万元、倍）

基础资产预期回款 <sup>17</sup>	资产支持票据本息金额	保管费及税费等支出	覆盖倍数
10593.28	10502.89	18.63	1.0068

### 压力测试

东方金诚通过设置压力条件，考察压力情形下基础资产现金流入对本资产支持票据本息的保障程度。

东方金诚以资产支持票据发行利率上浮 50BP 作为压力情景，测算出基础资产回款扣除保管费、信托费及相关税费后对票据本息的覆盖倍数为 1.0020 倍，仍然能够实现全额覆盖。

图 19：压力情形下现金流测算情况（单位：万元、倍）

基础资产预期回款	资产支持票据本息金额	保管费及税费等支出	覆盖倍数
10593.28	10553.25	18.63	1.0020

因此，综合考虑现金流分析和压力测试结果，入池应收账款的现金流入能够保障本资产支持票据的本息兑付。

## 参与机构履约能力分析

### 委托人/发起机构/资产服务机构

联易融保理成立于 2016 年 5 月，由联易融数字科技集团有限公司<sup>18</sup>（以下简称“联易融数科”）出资设立，初始注册资本 0.5 亿元。后经数次增资扩股，2020 年 9 月末，联易融保理注册资本增至 3.00 亿元，实际控制人为宋群。联易融保理和联易融数科的管理团队、组成人员基本保持一致。联易融保理为大型优质企业的上游供应商提供供应链金融服务，与联易融数科运营的供应链金融业务类型、业务流程和业务系统保持一致，并采取联易融数科相同的业务系统。

联易融保理建立了股东、执行董事 1 名、监事 1 名、经理 1 名的法人治理结构，初步设置强信用业务条线、信息科技中心、运营中心、项目管理部、风险管理部、法务合规部、战略与财务部、人力行政部和产品执行部九大职能部门的组织架构。联易融保理针对供应链金融的业务特征，搭建了一套具有供应链特点的风险管理体系。联易融保理在核心企业的申请条件、保理业务应收账款债权条件、尽职调查、后期审批及贷后管理等方面制定并执行了相应的内部管

<sup>16</sup> 保管费假定为 0.02%，税费为资管产品增值税。

<sup>17</sup> 现金流分析及压力测试部分假定初始起算日/初始起息日为 2021 年 4 月 23 日，实际初始起算日/初始起息日以发行情况为准。

<sup>18</sup> 2019 年 8 月 27 日正式由深圳前海联易融金融服务有限公司更名登记为联易融数字科技集团有限公司。

理制度。

截至 2019 年末，联易融保理总资产规模 57984.93 万元，负债规模 28206.54 万元，净资产 29778.39 万元，资产负债率为 48.64%。2019 年，联易融保理实现营业收入总额 4636.45 万元，主要为保理服务费收入，实现净利润-100.43 万元。因联易融保理成立时间较短，2019 年处于略微亏损的状态。截至 2020 年 9 月末，联易融保理总资产规模 15.59 亿元，负债规模 12.45 亿元，净资产 3.14 亿元，资产负债率为 79.86%。2020 年 1~9 月，联易融保理实现营业收入总额 2.29 亿元，主要为金融资产处置收益、资产管理服务收入，实现净利润 1602.47 万元。

综上所述，联易融保理业务定位明晰，已初步形成管理架构和风控体系。东方金诚认为，联易融保理具有一定的能力履行本资产支持票据要求的资产服务职责，但其展业时间较短，盈利能力较弱。

### 受托人

华能信托成立于 2002 年，2008 年 12 月由华能资本服务有限公司增资扩股重组而成。截至 2019 年末，华能信托注册资本 61.95 亿元，第一大股东为华能资本服务有限公司，持股比例 67.92%。

华能信托总部位于贵阳，并在北京、上海、深圳等地成立了办事处。华能信托以经营各类信托业务为核心，不断拓展业务领域，加大创新力度，提升盈利能力。截至 2019 年末，华能信托存续信托规模 7128.01 亿元，当年实现信托业务收入 31.75 亿元。

截至 2020 年 3 月末，华能信托资产规模 258.29 亿元，负债 46.11 亿元，所有者权益 212.17 亿元。2019 年，华能信托实现营业收入 50.69 亿元，净利润 31.75 亿元；2020 年 1~3 月实现营业收入 5.45 亿元，净利润 3.79 亿元。

华能信托建立了符合信托行业要求和行业发展的管理制度，涵盖了公司治理、业务发展、内部控制和风险管理等多方面内容。风险管理方面，华能信托建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，通过各层级各自履行不同专业化的职能，实现相互独立、相互制衡，并建立了内部控制目标和原则，不断完善内部控制体系和制度，确保对风险的事前防范、事中控制、事后监督和反馈纠正。

华能信托在资产证券化业务方面具有较丰富的实践经验，受托发行了平安银行 1 号小额消费贷款证券化信托、爽元 2016 年第一期信贷资产证券化信托、鼎信 2016 年第一期信贷资产证券化信托、华能信托-开源-世茂住房租赁资产支持票据等多单产品。

东方金诚认为，华能信托的综合实力较强、风险管理机制较为完善、受托管理经验丰富，本资产支持票据因华能信托履约能力不足所引致的风险较低。

### 资金保管机构

本资产支持票据资金保管机构为杭州银行。

杭州银行前身为杭州城市合作银行，成立于 1996 年 9 月，是在原杭州市 33 家城市信用社

和 9 家信用联社直属办事处基础上组建的股份制商业银行，2008 年 7 月 8 日更名为现用名杭州银行股份有限公司。

杭州银行成立时注册资本为 3.01 亿元，经过多次增资扩股，并于 2006 年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码为 600926.SH），截至 2020 年末，杭州银行注册资本增至 59.30 亿元，杭州市、区两级财政局及其一致行动人合计持有该行 18.74% 的股权，杭州市财政局为该行实际控制人，澳洲联邦银行为该行单户第一大股东，持有该行 15.57% 的股权。

截至 2020 年 9 月末，杭州银行资产总额为 11110.62 亿元，股东权益为 794.71 亿元，各项存款和贷款余额分别为 6720.33 亿元和 4711.25 亿元；不良贷款率为 1.09%；同期末资本充足率为 14.41%，一级资本充足率为 10.80%，核心一级资本充足率为 8.48%。2019 年及 2020 年 1~9 月，杭州银行分别实现营业收入 214.09 亿元和 186.52 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 66.02 亿元和 55.77 亿元。

风险管理方面，杭州银行已建立了较为完善的法人治理结构，形成了从董事会、经营层到操作层，覆盖信用风险、市场风险、操作风险在内的全面风险管理体系。近年来杭州银行不断推进风险管理体系建设，完善全口径信用风险管理体系，增强风险管理专业化和独立性，风险管理能力不断提升。

在资产托管业务方面，杭州银行自 2013 年起设立资产托管部，专门负责全行各类资产托管业务的业务运行和管理工作，目前已全面开展包括商业银行理财产品、证券投资基金、基金公司资管产品、证券公司资管产品、信托计划、期货公司资管产品、保险资金托管、私募投资基金等各类资产托管业务。截至 2019 年末，杭州银行资产托管规模 1.12 万亿元，同比增长 6.05%。

综上所述，东方金诚认为杭州银行业务发展情况良好，资本实力很强，风险管理制度较为健全，经营和财务风险很低，具备很强的履约能力。

## 结论

东方金诚通过对本资产支持票据的交易结构、基础资产、增信措施以及各参与方履约能力等因素的综合分析，并在现金流分析及压力测试的基础上，评定本资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

## 附件一：信用触发事件

### 违约事件

系指如委托人、受托人或受益人未履行其在《信托合同》项下的义务，或一方在《信托合同》项下的声明、陈述、保证严重失实或不准确，则视为该方违约。除非《信托合同》另有规定，违约方应向守约方承担继续履行、采取补救措施、赔偿守约方因此遭受的直接实际损失的违约责任。

### 丧失清偿能力事件

就委托人、受托人、债务人、共同债务人、资产服务机构、后备资产服务机构及资金保管机构而言，系指以下任一事件：

- (1) 经相关监管机构同意（如需），上述机构向人民法院提交进行重整或破产申请，或相关监管机构（如需）向人民法院提出对上述机构进行重整或破产清算的申请；
- (2) 其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在 120 个“工作日”内被驳回或撤诉；
- (3) 股东会（股东大会）决议解散，上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向相关监管机构申请解散；
- (4) 相关监管机构根据有关法律规定责令上述机构解散；
- (5) 相关监管机构公告将上述机构接管；
- (6) 上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的“法律”被视为不能按期偿付债务；或
- (7) 上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务；

### 权利完善事件

系指以下任何一项事件：

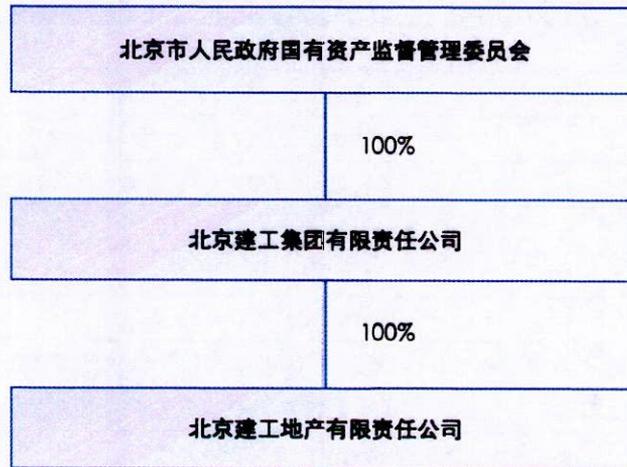
- (1) 发起机构、资产服务机构或共同债务人发生任一丧失清偿能力事件；
- (2) 发生任一资产服务机构解任事件；
- (3) 任一债务人或共同债务人未按基础合同、《买方确认函》、《付款确认书》及相关债权转让确认文件履行或未完全履行其对债权人（包括作为受让人的本信托）的付款义务，且入池应收账款债权的保证人（如有）、抵押人（如有）、出质人（如有）未履行或未完全履行担保义务，经资产服务机构追索（包括但不限于以自身名义提起诉讼、仲裁或其他司法程序）仍未履行或未完全履行且经司法机关要求，受托机构需就此自行（以自身名义）提起诉讼、仲裁或其他司法程序。

### 重大不利变化

系指任何自然人、合伙、有限责任公司、股份有限公司、信托（包括商业信托）、非公司制团体、合资企业、企业法人、政府实体或其他任何实体的法律地位、财务状况、资产或业务

前景的不利变化，这些变化对其履行交易文件项下义务的能力产生重大不利影响。

附件二：2020年9月末建工集团及建工地产股权结构图



附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
<b>经营效率指标</b>	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务  
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

#### 附件四：企业主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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，表示略高或略低于本等级。

附件五：资产支持票据信用等级符号及定义

符号	定义
AAA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

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

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务制度，东方金诚将在“深圳前海联易融商业保理有限公司 2021 年度第一期（建工）资产支持票据”的存续期内密切关注基础资产质量变化、交易结构稳定性、参与方实际履约能力及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评对象信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人等相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于资产管理报告、托管报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2021年4月6日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。