



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

华林证券-新和昌物业费信托受益权 资产支持专项计划优先级 资产支持证券跟踪评级报告

目录

结构摘要及跟踪评级观点
资产支持专项计划概要
基础资产质量及现金流分析
相关风险及增信措施分析
主要参与方



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，主要参与方与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与主要参与方之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及其评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因主要参与方和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由主要参与方提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至资产支持专项计划优先级资产支持证券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公收益权类资产支持证券信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



结构摘要

资产支持证券

证券分层	本次信用等级	上次信用等级	发行规模(亿元)	发行利率(%)
新和昌 01	-	AA+	0.36	6.50
新和昌 02	AA+	AA+	0.39	6.80
新和昌 03	AA+	AA+	0.39	7.10
新和昌 04	AA+	AA+	0.39	7.50
新和昌 05	AA+	AA+	0.41	7.50
新和昌次	-	-	0.26	-
已偿还本金	0.36 亿元			
剩余本金	1.84 亿元			
成立时间	2017 年 7 月 31 日			
上次评级时间	2018 年 6 月 27 日			

基础资产

基础资产	特定期间内由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人依据《信托合同》自信托项目成立日(含该日)起享有的单一资金信托受益权
------	--

主要参与方

特定原始权益人/物业资产服务机构/差额支付承诺人	河南新和昌物业服务有限公司
信托受托人/基础资产服务机构	中建投信托有限责任公司
计划管理人/销售机构	华林证券股份有限公司
原始权益人/担保人	郑州中瑞实业集团有限公司
监管银行	中国建设银行股份有限公司郑州直属支行
托管人	中国建设银行股份有限公司河南省分行

评级小组负责人: 杨绪良

评级小组成员: 李丁怡 张 珏

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十四日

跟踪评级观点

华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划(以下简称“专项计划”或“本计划”)于 2017 年 7 月 31 日发行,以郑州中瑞实业集团有限公司(以下简称“中瑞集团”)作为原始权益人,河南新和昌物业服务有限公司(以下简称“新和昌物业”或“公司”)作为特定原始权益人,在特定期间内,由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人依据《中建投信托·新和昌物业单一资金信托信托合同》(以下简称“《信托合同》”)自信托项目成立日(含该日)享有的单一资金信托受益权为基础资产,由华林证券股份有限公司(以下简称“华林证券”)发行资产支持证券,基于对本次跟踪评级所获得的基础资产和主要参与方等相关信息的分析,大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公”)对本计划优先级资产支持证券新和昌 02~05 的信用等级维持 AA+。

正面

- 物业管理作为房地产生产链上重要的一环,仍受到房地产开发商的重视;
- 新和昌物业总资产规模逐年增长,资产结构仍以流动资产为主,营业收入仍呈增长趋势;
- 按照大公现金流预测,基础资产现金流入仍可以对本计划各期资产支持证券相关费用及应付本息按期、足额覆盖;
- 新和昌物业作为差额支付承诺人与计划管理人签署《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》,发生任一差额支付事件,差额支付承诺人支付优先级资产支持证券当期的预期收益和所有本金的差额部分承担补足义务;
- 中瑞集团对特定原始权益人在《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务承担连带保证责任,仍具有很强的增信作用。

关注

- 预测期间内部分现金流来自于关联方和昌地产集团有限公司的自有资金,本计划仍存在一定的关联交易风险;



- 受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，新和昌物业未来物业费收入仍具有一定的不确定性；
- 基础资产项下物业合同仍存在较高的区域集中风险；
- 若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差；
- 担保人中瑞集团短期有息债务占比不断增长，仍存在一定集中偿债压力；
- 中瑞集团在建项目较多，未来仍面临一定的资金支出压力。



跟踪评级说明

受华林证券的委托，大公于 2017 年 7 月 4 日对本计划优先级资产支持证券进行了首次信用评级，确定优先级资产支持证券新和昌 01~05 信用等级均为 AA+；大公于 2018 年 6 月 27 日进行了第一次跟踪评级，对本计划优先级资产支持证券新和昌 01~05 维持 AA+ 的信用等级。本次跟踪评级期间为 2018 年 6 月 28 日至本报告出具日，其中资产池信息截至 2019 年 3 月 31 日，资产支持证券偿付信息截至 2018 年 12 月 31 日。在此期间，大公对本计划基础资产和主要参与方进行了信息收集，在分析所获得相关信息的基础上得出本次跟踪评级结论。

资产支持专项计划概要

（一）基础资产

本计划基础资产系指在特定期间内，由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人依据《中建投信托·新和昌物业单一资金信托信托合同》（以下简称“《信托合同》”）自信托项目成立日（含该日）起享有的单一资金信托受益权。

本计划物业资产系指自专项计划成立日起未来五年借款人根据《物业服务合同》（以下简称“《物业服务合同》”）约定且实际提供物业服务而有权收取的应收未收的所有物业管理费、车位管理费（包括未偿本金部分以及利息部分）及其他应收款项，以及自专项计划成立日起至案场合同终止日借款人根据《案场服务合同》（以下简称“《案场服务合同》”）约定且实际提供物业服务而有权收取的应收未收的所有案场服务费（包括未偿本金部分以及利息部分）及其他应收款项（以下合称“物业费”）。据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的编号为【瑞华咨字[2017]41050003】《河南新和昌物业服务有限公司物业管理费收费权现金流入预测分析咨询报告书》（以下简称“《预测报告》”），以 2016 年 11 月 30 日为预测基准日，2017~2021 年为预测期间，本计划基础资产预测期内物业费现金流为 27,835.48 万元，2018 年基础资产预测现金流为 5,691.89 万元。

根据《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划【第 2 期】基础资产服务报告》（以下简称“《基础资产服务报告》”）和《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划 2018 年年度资产管理报告》¹（以下简称“《资产管理报告》”），2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，信托财产专户累计归集的基础资产现金流为 6,652.09 万元，实际值比预测值高 8.40%，预测较为严谨。

（二）资产支持证券

本计划由华林证券设立，募集规模为 2.20 亿元。其中优先级资产支持证券预计募集总规模为 1.94 亿元，分为新和昌 01、新和昌 02、新和昌 03、新和昌 04 和新和昌 05 五档；次级资产支持证券预计募集规模为 0.26 亿元，由特定原始权益人新和昌物业全额认购。

本计划优先级资产支持证券新和昌 01~05 均为按年支付预期收益，并在各自存续期的最后一年到期一次性偿还本金与收益。每个年度专项计划资金首先清偿相关税费和费用（管理费等），其次向优先级资产支持证券持有人偿付本金和收益，剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。

¹ 计划管理人只出具年度资产管理报告。

**表 1 本计划资产支持证券基本情况（万元、%）**

资产支持证券	发行规模	占比	发行期限	预期到期日
新和昌 01	3,600.00	16.26	1 年	2018 年 7 月 31 日
新和昌 02	3,900.00	17.73	2 年	2019 年 7 月 31 日
新和昌 03	3,900.00	17.73	3 年	2020 年 7 月 31 日
新和昌 04	3,900.00	17.73	4 年	2021 年 7 月 31 日
新和昌 05	4,100.00	18.64	5 年	2022 年 7 月 31 日
新和昌次	2,600.00	11.82	5 年	2022 年 7 月 31 日
合 计	22,000.00	100.00	-	-

资料来源：《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）

根据华林证券出具的《华林证券股份有限公司关于华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划第一期收益分配公告》（以下简称“《收益分配公告》”）和《资产管理报告》，优先级资产支持证券新和昌 01 于兑付日 2018 年 7 月 31 日本息兑付完毕。

表 2 截至 2018 年末本计划本息兑付情况（单位：万元）

资产支持证券	本金初始金额	本金已偿还金额	本金剩余金额	收益支付金额
新和昌 01	3,600.00	3,600.00	-	234.00
新和昌 02	3,900.00	0.00	3,900.00	530.40
新和昌 03	3,900.00	0.00	3,900.00	830.70
新和昌 04	3,900.00	0.00	3,900.00	1,172.40
新和昌 05	4,100.00	0.00	4,100.00	1,539.19
新和昌次	2,600.00	0.00	2,600.00	-
合 计	22,000.00	3,600.00	18,400.00	4,306.69

资料来源：根据《收益分配公告》和《资产管理报告》整理

（三）主要参与方

本计划主要参与方如表 3 所示：

表 3 本计划主要参与方

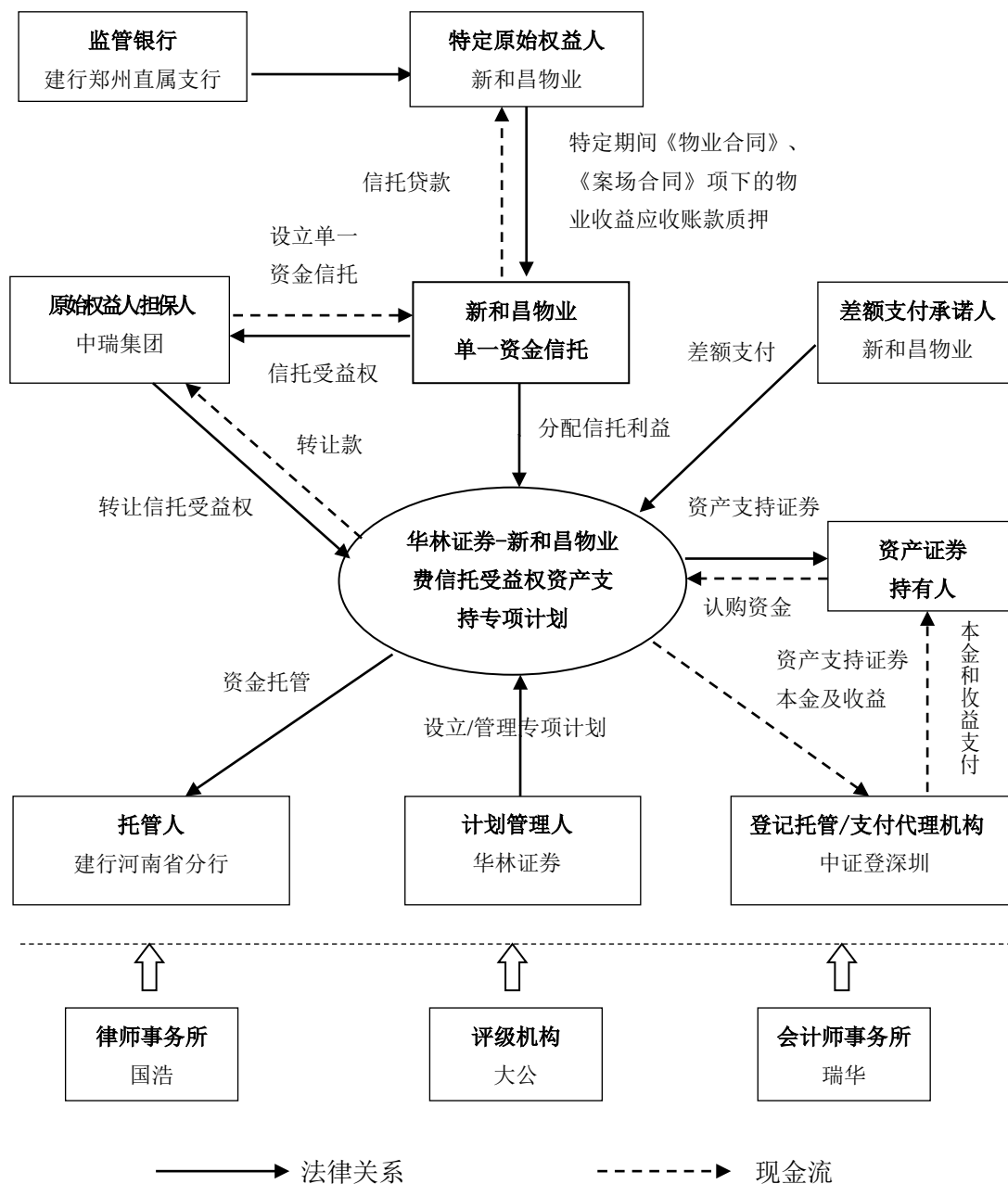
项目	主要参与方	简称
特定原始权益人/借款人/ 出质人/物业资产服务机构/ 差额支付承诺人	河南新和昌物业服务有限公司	新和昌物业或公司
计划管理人/销售机构	华林证券股份有限公司	华林证券
监管银行	中国建设银行股份有限公司郑州直属支行	建行郑州直属支行
信托受托人/基础资产服务机构	中建投信托有限责任公司	中建投信托
原始权益人/担保人	郑州中瑞实业集团有限公司	中瑞集团
托管人	中国建设银行股份有限公司河南省分行	建行河南省分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限公司深圳分公司	中证登深圳
法律顾问	国浩律师（北京）事务所	国浩
评级机构	大公国际资信评估有限公司	大公
资产评估机构/会计师	瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）	瑞华

资料来源：根据《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划说明书》（以下简称“《计划说明书》”）整理



(四) 交易结构

专项计划交易结构如下图 1:



基础资产质量分析

瑞华对本计划出具了《预测报告》，按照本计划物业资产筛选标准，确定物业资产所涉及物业合同，对应截至 2016 年 11 月 30 日管理小区收费面积 250.84 万平方米；车位费收入为对应截至 2016 年 11 月 30 日已确定的车位数；案场服务费收入对应截至 2016 年 11 月 30 日已签订的案场服务合同。根据《标准条款》等文件的定义，物业资产项下物业资产应满足一定的筛选标准。



2018 年以来，公司物业管理费收入持续增长；但受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，未来物业费收入仍具有一定的不确定性

作为本计划还款来源的物业费收入分为物业管理费、车位管理费和案场服务费。2018 年，公司入池资产物业管理费收入为 5,075.51 万元，车位管理费²收入为 896.52 万元，案场服务费收入为 432.87 万元，其中，物业管理费收入同比增长 22.00%，综合年收缴率³为 85.89%，同比下降了 4.43 个百分点，主要是空置率上升所致。公司物业管理费收入存在一定的缴费逾期和欠费等情况。2019 年 1~3 月的综合年收缴率为 48.33%，考虑到部分业主会在下半年度结清当年物业管理费，预计 2019 年 1~3 月的综合收缴率将会与 2019 年全年综合收缴率相差较大。新和昌物业目前提供服务的小区标准主要集中在 0.8~3.5 元/平方米，已售车位收费标准 40~80 元/月，商业项目收费标准 3.0~5.0 元/平方米，与新和昌物业目前的物业收费标准相适应。

表 4 2016~2018 年末及 2019 年 1~3 月各地物业管理费收缴情况（单位：万元、%）

地区	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率
郑州市	1,216.65	47.04	1,907.89	85.19	1,967.56	92.23	1,305.10	91.08
武汉市	627.45	66.60	906.08	96.17	920.88	98.01	619.49	97.51
合肥市	920.28	56.22	1,574.61	96.23	1,277.85	96.41	922.63	95.93
扬州市	302.15	25.62	686.93	62.95	677.23	70.25	464.75	66.60
合计	3,066.53	48.33	5,075.51	85.89	4,843.52	90.32	3,311.96	88.84

数据来源：根据公司提供资料整理

整体来看，2018 年以来，公司物业管理费收入持续增长；公司收费管理能力一般，受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，计划存续期间收缴率可能会发生变动，导致未来物业管理费收入仍具有一定的不确定性。

物业服务合同仍存在较高的区域集中风险，物业管理费收入仍主要来自多层、高层、洋房、公寓物业形态

截至 2019 年 3 月末，公司累计接管小区收费面积为 272.73 万平方米。从入池物业项目地区分布来看，管理物业主要分布在郑州市和武汉市，其中，郑州市物业项目数量仍最多，物业管理面积仍最大，管理面积占整体入池面积比为 41.36%，基础资产物业合同仍存在较高的区域集中风险。

表 5 入池物业按所处地区分类（单位：个、万平方米）

地区	物业数量	物业面积	面积占比（%）
郑州市	5	112.79	41.36
武汉市	3	84.38	30.94
合肥市	3	47.79	17.52
扬州市	2	27.77	10.18
合计	13	272.73	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，物业管理费收入仍主要来自多层高层、洋房及公寓，该项业

² 包含往年的欠款收回款及 2019 年的预收款

³ 公司仅提供了历史物业费收缴率，故此平均综合年收缴率未参考车位费及案场费的综合收缴率。



态的物业管理面积为 230.44 万平方米，占有业态物业管理面积的 84.49%。

表 6 按物业所在区域所在地分业态的物业管理面积（单位：万平方米、%）

地区	多层/高层/洋房/公寓		别墅		商铺		写字楼	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州市	95.87	41.60	10.47	56.81	6.45	41.00	-	-
武汉市	75.56	32.79	-	-	3.21	20.41	5.61	69.09
合肥市	36.29	15.75	7.96	43.19	3.53	22.44	-	-
扬州市	22.72	9.86	-	-	2.54	16.15	2.51	30.91
合计	230.44	100.00	18.43	100.00	15.73	100.00	8.12	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，物业服务合同仍存在较高的区域集中风险，物业管理费收入仍主要来自多层、高层、洋房、公寓物业形态。

资产池现金流分析

（一）现金流分析

根据瑞华对未来现金流的预测，本计划的当期基础资产所产生的现金流可以对本计划应付本息及相关费用按期、足额偿付

在监管期间，物业服务机构每月归集一次《物业服务合同》和《案场合同》项下的物业费收入。根据瑞华《预测报告》，以 2016 年 11 月 30 日为预测基准日，2017~2021 年为预测期间，本计划基础资产预测期内物业管理收费权现金流入合计为 27,835.48 万元。其中，2018 年基础资产预测现金流为 5,691.89 万元，公司实际归集现金流 6,652.09 万元，实际值比预测值高 8.40%，预测较为严谨。2019 年 1~3 月公司共归集资金 473.09 万元。

表 7 预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

时 间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时 间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T2	5,691.89	5,483.00	0.00	1.04	T2	5,691.89	5,042.10	11.58	1.13
T3	5,619.12	5,403.50	0.00	1.04	T3	5,619.12	4,776.90	11.19	1.17
T4	5,474.98	5,211.00	0.00	1.05	T4	5,474.98	4,500.00	10.80	1.21
T5	5,474.98	5,112.00	0.00	1.07	T5	5,474.98	4,407.50	10.41	1.24

注：1、T2 为专项计划成立的第二个年度，以此类推；

2、管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01%收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息。

数据来源：根据《预测报告》、《标准条款》及大公预测整理

根据瑞华《预测报告》对基础资产现金流的预测，在扣除相关费用后，当期预计现金流对当期信托贷款应付本息覆盖倍数大于 1.04 倍，当期预计现金流对当期专项计划应付本息覆盖倍数大于 1.13 倍，基础资产现金流对本计划优先级各期相关费用及应付本息仍能够足额覆盖。

（二）压力测试

按照大公现金流预测方法，假定：新和昌物业所遵循的国家现行的方针政策无重



大改变；新和昌物业在预测期间，国家现行的利率、汇率等无重大改变；新和昌物业所在地区的社会、政治、经济环境无重大改变；新和昌物业目前执行的税赋、税率政策不变；新和昌物业预测期间的经营环境、经营条件和市场情况无重大变化；新和昌物业在预测期间无其他人力不可抗拒因素造成的重大不利影响等。根据《标准条款》，在每个兑付日，在支付完毕专项计划应纳税负、当期管理费、和其他专项计划费用以及当期优先级资产支持证券预期收益和本金后，将剩余资金全部支付给次级资产支持证券持有人。为专项计划的设立和存续而发生的部分费用，包括跟踪评级费等，均由特定原始权益人承担，不属于专项计划费用，不得从专项计划资产中支出。根据《预测报告》，各期专项计划预计现金流入足以覆盖当期专项计划相关税费及应付本息。大公在做现金流压力测试时，在《预测报告》的基础上，综合考虑了新和昌物业在管物业面积、专项计划存续期间预计新增物业面积、在管物业的收缴率和专项计划存续期间预计新增物业的收缴率等因素的影响，并对这些因素进行压力测试，进而得出专项计划各期预计现金流入对专项计划当期相关税费及应付本息的覆盖倍数。

压力情景下，预计基础资产产生的现金流仍可以保障对本计划各期资产支持证券相关费用及应付本息按期、足额覆盖

大公根据基础资产各期现金流入情况及专项计划各期因缴纳税费及本息兑付导致的现金流出情况构建现金流分析模型，在前述基础资产现金流测算基础上，通过压力测试手段评估压力条件下本计划的兑付状况。大公主要采用的压力测试手段包括：通过考虑预计接管物业交付期的后置，对未来物业管理费现金流入总额进行加压；通过考虑收缴率的情况，对未来物业管理费现金流入总额进行加压。本计划压力测试中共分 2 个压力情景，各压力情景是在前一压力测试情景基础上进行。

考虑到预计接管物业项目交付时间及进度具有一定的不确定性，基于谨慎性原则，大公在现金流压力情景 1 下考虑了各期预计接管物业交付进度的后置，即对预计接管物业项目的各期进度后置 5.00%。压力情景 2 下，根据《预测报告》提供的历史物业管理费综合收缴率情况来看，平均综合年收缴率为 87.60%。在大公压力测试下，参考历史物业管理费最低综合收缴率，对于公司已接管项目后期交付的物业在参考历史物业的平均综合年收缴率基础上下降 5.00%；对于预计接管小区在参照该物业所在地区其他小区同业态的历史平均综合年收缴率基础上也下降 5.00%；同样，对于预计接管项目中以前年度从未出现的业态在参照新业态所在地区类似性质或用途业态的历史平均综合年收缴率基础上下降 5.00%。

表 8 压力情景下预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

时 间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时 间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T2	5,261.58	5,483.00	0.00	0.96	T2	5,261.58	5,042.10	11.58	1.04
T3	5,229.02	5,403.50	0.00	0.97	T3	5,229.02	4,776.90	11.19	1.09
T4	5,061.39	5,211.00	0.00	0.97	T4	5,061.39	4,500.00	10.80	1.12
T5	5,090.55	5,112.00	0.00	1.00	T5	5,090.55	4,407.50	10.41	1.15

注：1、T2 为专项计划成立的第二个年度，以此类推；

2、管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01%收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息。

数据来源：根据《预测报告书》、《标准条款》及大公预测整理

根据大公压力测试，在不考虑其他税费、计划管理人对专项计划账户内资金进行



再投资和资金沉淀等情况下，在压力情景下，专项计划各期预计现金流扣除当期应付费用之后，对当期信托贷款应付本息覆盖倍数为 0.96⁴倍以上，对当期专项计划应付本息覆盖倍数达到 1.04 倍以上，可以保障专项计划各期相关费用及应付本息按期、足额偿付。

若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，仍可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差

从历史情况来看，新和昌物业旗下所管理的小区从未出现更换物管公司的先例，由于本计划现金流均来自于和昌地产旗下的小区，更换物管公司的可能性极小。在前述加压条件下，大公进一步考虑当专项计划范围内入池的小区出现大面积替换物管公司的情况，则可能发生当期预计现金流或不足以覆盖各偿还时点应付本息的风险。若有不可控因素发生变化，如国家现行的方针政策发生重大改变或国家现行的利率发生重大变化等仍可能导致本计划基础资产经营产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

综上所述，根据大公现金流预测及压力测试，专项计划存续期间，每个计划年度各付息期内现金流仍对本计划各期相关费用及应付本息按期、足额覆盖；若有不可控因素发生变化，仍可能导致本计划基础资产经营产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

相关风险

（一）关联交易风险

物业交付使用前发生的前期物业管理服务费用，由建设单位承担；物业交付使用后至前期物业管理服务合同终止之日发生的前期物业管理服务费，由建设单位和物业买受人按照前期物业管理服务协议的约定承担。本计划有 7 个《物业合同》的现金流来自于关联方和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）自有资金，仍存在一定的关联交易风险。

综合来看，预测期间内部分现金流来自于和昌地产与公司间关联方自有资金，本计划仍存在一定的关联交易风险。

（二）资金混同风险

本计划《标准条款》约定，《物业合同》和《案场合同》项下的物业产生的现金流按《标准条款》将收入由收款账户划转到监管账户，并将监管账户中现金流按《标准条款》约定的日期归集到信托财产专户，受托人在兑付日前 9 个工作日将信托利益从信托财产专户转付至专项计划的托管账户。在该收入归集机制下，由于并未将《物业合同》和《案场合同》项下的物业产生的现金流直接划转进入专项计划的托管账户，存在现金流归集过程中发生资金混同或其他影响该物业管理费收入、车位管理费收入和案场服务费收入的事实，使得无法将物业管理费收入、车位管理费收入和案场服务费收入产生的现金流划转到专项计划账户，从而导致基础资产现金流的损失，因此本计划仍存在一定的资金混同风险。

（三）原始权益人持续经营风险

原始权益人的持续经营状况以及发展的各种因素，如管理能力、财务状况、市场前

⁴ 根据《信托贷款合同》第 6 条第 7 项，若信托受托人收到借款人新和昌物业的任何款项少于截至该款项支付日新和昌物业按合同约定所支付的任何款项，则信托受托人有权按照①实现债权的费用和损失赔偿、违约金；②应付罚息、复利；③应付利息；④贷款本金的顺序进行划付，不足部分新和昌物业应予以补足。



景、人员素质、技术能力等，都可能影响其盈利和运作能力，从而导致其发生亏损、净资产降低等情况，存在一定的财务及持续经营风险，进一步影响基础资产的回收导致专项计划无法依约向资产支持证券持有支付本金及预期收益，因此本计划仍存在一定的资金混同风险。

增信措施分析

专项计划分层结构中次级资产支持证券对优先级资产支持证券提供了 14.13%信用支撑，仍具有一定的增信作用

本计划资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，每年度专项计划偿付完毕优先级预期收益及本金后的剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。次级资产支持证券占有的现金流对本计划优先级资产支持证券提供了 14.13%的信用支撑。本计划通过资产支持证券分层的结构安排，降低了优先级资产支持证券的风险，次级资产支持证券对优先级资产支持证券仍提供了一定的信用支持作用。

新和昌物业作为本计划的差额支付承诺人，对优先级资产支持证券仍具有一定的增信作用

为确保本计划下优先级资产支持证券持有人按照《标准条款》、《计划说明书》及《认购协议》的规定收取优先级资产支持证券的各期预期收益和本金的权利能够实现，新和昌物业愿意按照《差额支付承诺函》的条款和条件，对专项计划资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和应付本金的差额部分承担补足义务。

根据《差额支付承诺函》，新和昌物业不可撤销及无条件地向计划管理人（代表资产支持证券持有人）承诺，a) 发生任一差额支付事件时，差额支付承诺人根据《标准条款》规定的顺序，对专项计划应支付的税款（如有）、专项计划费用及优先级资产支持证券预期支付额承担补足义务；b) 若计划管理人解散、清算或破产或受到任何限制或计划管理人的名称、法定代表人、经营范围、注册资本或股东发生任何的变化，或计划管理人发生更换，新和昌物业在本承诺函项下的义务均不受上述事项影响；c) 新和昌物业按《差额支付承诺函》支付的差额支付款项不得要求资产支持证券持有人或管理人偿还；d) 如果新和昌物业不履行本承诺函项下的差额支付义务，则同意管理人代表优先级资产支持证券持有人向当代集团进行追偿，但资产支持证券持有人不得单独行使追偿权。

中瑞集团作为本计划的担保人，对差额支付承诺人在《差额支付承诺函》项下的差额补足义务进行担保，对专项计划优先级资产支持证券仍具有很强的增信作用

中瑞集团向计划管理人出具《担保函》，为计划管理人从委托人受让取得的、借款人在《信托贷款合同》项下的信托贷款债权债务本息偿付义务，向计划管理人提供连带保证担保。同时，中瑞集团向计划管理人出具《担保函》，为差额支付承诺人在《差额支付承诺函》项下的差额支付义务，向计划管理人提供连带保证担保。中瑞集团对专项计划资金按时足额支付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和全部未清偿本金余额，承担无限连带保证责任。

主要参与方

（一）特定原始权益人：新和昌物业

新和昌物业系由陈星明和刘静于 2008 年共同出资设立，初始注册资本 302 万元，



前身为河南怡丰物业服务有限公司，2016 年 7 月 18 日更名为现名。经过数次增资扩股和股权转让后，截至 2018 年末，公司注册资本为 5,000 万元，由中瑞集团全资控股，实际控制人为万永兴。

新和昌物业经营范围为物业管理、酒店管理和房屋租赁。新和昌物业是具备国家一级资质的物业服务企业，是郑州市物业管理协会常务理事单位，中国物业管理协会会员单位，在郑州、合肥、扬州、武汉、南京、苏州、洛阳、烟台、杭州等地开展物业管理项目。新和昌物业管理的物业类型主要包括洋房、别墅、小高层等住宅以及住宅区的配套商铺。

我国物业管理行业仍处于起步阶段，行业进入壁垒仍较小，物业管理公司仍面临潜在进入者威胁；物业管理作为房地产产业链上重要的一环，逐步受到房地产开发商的重视

随着我国房地产业的竞争将越来越激烈，产品更趋于同质化，作为服务贸易型企业，房地产业的竞争最终是靠服务来支撑的，物业的价值也将通过服务来体现。同时，物业管理也是树立房地产品牌、延续房地产项目的开发理念的重要组成部分，与有限的资金投入相比，物业管理创造的无形效益是巨大的。正是基于这种认识，越来越多的房地产开发商开始重视物业管理的作用，并期望通过高水平的物业管理服务实现产品的高附加值，并获得市场竞争的优势。可以预见，作为房地产产业链上的重要一环，物业管理公司非但不会与开发商脱钩，反而会有越来越多的开发商成立自己控制的物业管理公司，借以提升竞争的平台。

由于物业管理行业的规模经济形成还处于起步阶段，物业管理行业作为劳动密集型的第三产业，其进入的规模经济壁垒仍较小，而组建一个物业公司资本投入量仍较低，因此潜在进入者威胁将始终存在。

2018 年，公司营业收入大幅增长，物业管理费仍是营业收入的主要来源

公司营业收入由物业管理费、车位服务、案场服务费、前期介入费和其他收入组成，其中物业管理费仍为公司最主要收入来源。

随着公司发展，接管物业项目不断增加，物业管理面积不断扩大。2018 年，公司营业收入为 19,604.86 万元，同比增长 49.38%，其中，物业管理费收入为 8,103.54 万元，同比增加 51.23%，主要由于新增物业楼盘接管所致，车位服务费收入为 1,912.85 万元，案场服务费收入为 3,043.97 万元，前期介入费收入为 1,808.40 万元，其他收入为 4,736.10 万元，其他收入包括水电费、会所收入、清洁服务费、工本费、临时充电费及维修服务等。同期，公司实现毛利润 2,962.11 万元，毛利率为 15.11%。

2019 年 1~3 月，公司共实现营业收入 5,302.90 万元，其中物业管理费收入为 2,318.51 万元，占营业收入比重为 43.72%；毛利润为 644.75 万元，毛利率为 12.15%。

预计未来 1~2 年，随着公司业务规模的扩大，物业费收入仍将呈上升趋势。

**表 9 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况(单位:万元、%)**

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	5,302.90	100.00	19,604.86	100.00	13,124.25	100.00	7,402.93	100.00
物业管理费	2,318.51	43.72	8,103.54	41.33	5,358.02	40.83	3,820.76	51.62
车位服务费	536.78	10.13	1,912.85	9.76	1,184.67	9.03	402.72	5.44
案场服务费	591.00	11.14	3,043.97	15.53	2,927.77	22.31	2,015.44	27.22
前期介入费	273.26	5.15	1,808.40	9.22	541.60	4.13	559.09	7.55
其他	1,583.35	29.86	4,736.10	24.16	3,112.19	23.71	604.92	8.17
毛利润	644.75	100.00	2,962.11	100.00	2,343.00	100.00	1,065.98	100.00
毛利率	12.15		15.11		17.85		14.40	

数据来源:根据公司提供资料整理

依托于中瑞集团,新和昌物业的业务发展仍较快,管理的物业业态仍较为丰富

公司立足郑州,坚持“全国化发展、集团化管控、规范化运营”发展战略,业务范围涉及郑州、洛阳、合肥、扬州、武汉等国内重点城市。截至 2019 年 3 月末,公司累计接管项目 18 个,管理建筑面积 411.69 万平方米,其中包括写字楼、商铺、高层、小高层、洋房、电梯洋房、联排别墅、叠拼别墅、公寓等物业形态。公司管理规模持续扩大,主要依托于中瑞集团所提供的资源。新和昌物业作为中瑞集团的子公司,负责中瑞集团旗下超过 90%的房地产项目物业管理,从商业定位到业态规划,从前期介入到商家入驻,新和昌物业作为资产运营者的身份全程参与其中。

总体来看,依托于中瑞集团资源,公司的业务发展仍较快,管理的物业业态仍较为丰富

2018 年以来,公司总资产规模大幅增长,仍以流动资产为主;随着业务规模的扩张,公司负债大幅上升;2018 年公司经营性净现金流转为净流入,对债务的保障能力好转

新和昌物业提供了 2018 年财务报表⁵及 2019 年 1~3 月财务报表,均未经审计。

2018 年末,公司资产总额为 7.57 亿元,同比增长 41.57%,资产仍以流动资产为主,占总资产比重为 96.24%。公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成,2018 年末,公司货币资金为 1.66 亿元,同比减少 19.95%,其中受限资金为定期存款 1.58 亿元。同期,其他应收款为 5.10 亿元,同比增长 86.10%,仍以与关联方的往来款为主。由于新和昌物业主营业务为物业管理费和案场服务费,其非流动资产很少。公司非流动资产主要由持有至到期投资和固定资产构成,2018 年末,持有至到期投资科目为 0.24 亿元,为公司作为原始权益人全额认购的本计划次级资产支持证券;固定资产为 141.53 万元,同比略有增长。

从资本结构方面来看,2018 年末,公司负债总额为 6.97 亿元,同比增长 46.08%,负债仍以流动负债为主,占总负债比重为 82.74%。公司流动负债主要由其他应付款构成,2018 年末,公司其他应付款为 3.88 亿元,同比增长 82.81%,主要为资金往来款增加所致。公司非流动负债全部由长期借款构成,2018 末,长期借款为 1.20 亿元,主要为公司发行本计划取得的借款。

2018 年末,公司所有者权益为 0.60 亿元,同比略有增长;资产负债率为 92.04%;流动比率和速动比率均为 1.26 倍,流动资产对流动负债仍具有一定的覆盖能力。

⁵ 截至 2019 年 6 月 18 日,公司仍未提供经审计的财务报表。



盈利能力方面，2018 年，公司实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 49.38%；期间费用为 0.23 亿元。

现金流方面，2018 年，由于主营业务规模的扩大，公司经营性现金流由净流出转为净流入，经营性净现金流为 7,302.32 万元；投资性净现金流为 333.67 万元，投资性现金流由净流出转为净流入，主要是由于支付的有投资有关的现金减少所致；筹资性净现金流为-8,172.47 万元，筹资性现金流由净流入转为净流出，主要由于筹资活动减少所致。

表 10 2016~2018 年末及 2019 年 1~3 月新和昌物业主要财务指标（单位：万元、%）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
期末总资产	66,578.03	75,709.31	53,476.87	11,108.98
期末非流动资产合计	2,990.49	2,843.24	2,821.67	150.58
期末流动资产合计	63,587.54	72,866.08	50,655.20	10,958.40
期末负债总额	60,458.43	69,681.90	47,701.34	5,500.28
期末所有者权益	6,119.60	6,027.41	5,775.53	5,608.70
营业收入	5,302.90	19,604.86	13,124.25	7,402.93
期间费用	495.77	2,347.91	1,962.84	812.82
利润总额	128.09	469.27	293.97	370.97
经营性净现金流	-16,187.42	7,302.32	-45.03	2,620.53
投资性净现金流	16,329.54	333.67	-18,685.49	-5,239.19
筹资性净现金流	-614.79	-8,172.47	17,232.20	4,508.00
期末资产负债率	90.81	92.04	89.20	49.51
毛利率	12.16	15.11	17.85	14.40

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司无受限资产和对外担保。

（二）原始权益人/担保人：中瑞集团

中瑞集团前身是成立于 2005 年 12 月的河南中瑞投资有限公司（以下简称“中瑞投资”），由河南中瑞集团有限公司（以下简称“河南中瑞”）、李学锋、李蓉、韩冀峰及刘轶共同出资组建，注册资本 5,000.00 万元，其中河南中瑞持股 80.00%。截至 2019 年 3 月末，中瑞集团注册资本为 30.00 亿元，控股股东仍为郑州瑞昌，实际控制人仍为万永兴。

截至 2019 年 3 月末，中瑞集团纳入合并范围的一级子公司共有 128 家，其中全资子公司 14 家，控股子公司 73 家，其中购买获得子公司 7 家，处置子公司 6 家，新设 22 家，注销 12 家。

根据中瑞集团提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 8 月 27 日，中瑞集团本部未发生信贷违约事件；截至 2018 年 8 月 27 日，下属子公司瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”）存在 9 笔未结清不良贷款，余额 1.24 亿元，2 笔未结清欠息，余额 1.30 亿元，均为重组前山东九发食用菌股份有限公司的不良贷款，银行已出具不再追偿的证明，瑞茂通已免除不良贷款偿还责任。截至 2018 年 10 月 17 日，下属子公司郑州嘉瑞供应链管理有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 15.04 万元，已于 2015 年 12 月 23 日结清；截至 2018 年 10 月 23 日，下属子公司河南怡丰置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 0.65 万元，已于 2018 年 3 月 2 日结清，河南怡昌置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 0.31 万元，



已于 2016 年 2 月 23 日结清，南京运昌置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 1.24 万元，已于 2017 年 3 月 21 日结清，河南惠昌城乡建设发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 29.92 万元，已于 2018 年 1 月 22 日结清；截至 2018 年 10 月 24 日，下属子公司安徽华昌置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 80.43 万元，已于 2015 年 9 月 22 日结清，河南瑞昌置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 0.54 万元，已于 2016 年 2 月 23 日结清，河南创和置业有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 4,200.76 万元，已于 2014 年 7 月 26 日结清，苏州运昌置业发展有限公司存在一笔已结清欠息，欠息金额为 16.49 万元，已于 2017 年 7 月 18 日结清，截至本报告出具日，中瑞集团本部在债券市场公开发行债务融资工具均未到期，到期利息均已按时支付。下属子公司瑞茂通发行的债务融资工具到期利息已按时支付，瑞茂通在境外资本市场发行的新加坡元债券已按时还本付息。

2018 年，随着房地产板块结转的大幅增加，中瑞集团营业收入同比有所增长；受有色板块规模的下降，供应链管理板块收入同比下降；供应链管理板块收入规模的下降导致供应链金融板块收入的同比下降

中瑞集团主要业务包括大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发三大领域，目前已形成以供应链管理为核心，以供应链金融和房地产开发为支撑的业务发展格局。

2018 年，中瑞集团营业收入同比有所增长，其中供应链管理业务仍为中瑞集团收入的主要来源，2018 年供应链管理收入为 399.78 亿元；受供应链管理贸易规模下降影响，供应链金融收入同比下降 27.94%；房地产收入为 84.50 亿元，同比大幅增长 50.95%，主要由于结转项目增加所致；其他业务收入同比增长 56.82%，一方面由于园林绿化业务规模扩大，另一方面由于物业管理业务交付项目增多导致的物业管理费增加所致。

表 11 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月中瑞集团营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年 (追溯调整)		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	99.84	100.00	495.41	100.00	482.96	100.00	415.50	100.00
供应链管理	79.31	79.44	399.78	80.70	413.86	85.69	328.40	79.04
供应链金融	1.67	1.67	8.03	1.62	11.15	2.31	8.30	2.00
房地产	18.09	18.12	84.50	17.06	55.98	11.59	77.82	18.73
其他	0.76	0.76	3.09	0.62	1.97	0.41	0.98	0.24
毛利润	11.00	100.00	48.28	100.00	41.80	100.00	37.63	100.00
供应链管理	5.96	54.19	22.16	45.89	17.10	40.91	13.25	35.20
供应链金融	1.64	14.89	7.84	16.23	11.97	28.64	6.87	18.26
房地产	3.36	30.58	17.87	37.02	12.34	29.53	17.35	46.13
其他	0.04	0.34	0.41	0.85	0.38	0.92	0.16	0.42
毛利率	11.01		9.75		8.62		9.06	
供应链管理	7.51		5.54		4.13		4.03	
供应链金融	98.11		97.57		89.10		82.79	
房地产	18.58		21.15		22.05		22.30	
其他	4.84		13.32		19.45		15.90	

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理



2018 年，中瑞集团毛利润同比增长 15.50%，其中供应链管理业务毛利润同比增长 29.59%，主要是受益于毛利率同比增长所致；供应链金融业务毛利润同比下降 34.50%，主要是保理业务规模下降所致，但由于用于保理业务的资金中自有无息资金及关联方借款等成本较低的资金占比增高，毛利率同比增加 8.47 个百分点；房地产板块毛利润随结转增加而增长 44.81%，毛利率同比略有下降；其他业务板块毛利润有所增长，毛利率同比下降 6.13 个百分点。

2019 年 1~3 月，中瑞集团营业收入和毛利润分别为 99.84 亿元和 11.00 亿元，分别同比下降 27.53%和 27.87%，毛利率同比下降 0.06 个百分点；其中，供应链管理板块收入和毛利润分别同比下降 30.61%和 10.24%，但毛利率同比增加 1.70 个百分点；供应链金融收入和毛利润同比下降 45.42%和 38.35%，主要是业务规模下降所致，受用于供应链金融的资金成本下降影响，毛利率同比增加 11.09 个百分点；房地产板块收入和毛利润同比下降 7.52%和 41.57%，主要是一季度结转项目减少所致，毛利率同比下降 10.81 个百分点，主要是去年同期所结转项目为较高端项目所致；其他业务收入和毛利润同比均有所下降，毛利率同比大幅下降 19.10 个百分点。

2018 年末，受其他应收款下降影响，中瑞集团资产规模有所下降，仍以流动资产为主；可变现资产以存货和货币资金为主，整体变现能力较强，但受限资产占净资产比重仍较大，对资产流动性产生一定影响

中瑞集团提供了 2018 年财务报表，瑞华对中瑞集团 2018 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。本报告中 2017 年数据为 2018 年年初数据。中瑞集团 2019 年 1~3 月的财务报表未经审计。

2018 年末，中瑞集团资产规模继续增长，仍以流动资产为主。截至 2019 年 3 月末，中瑞集团资产总额为 2,294.28 亿元，较 2018 年末略有增长，流动资产占总资产的比重为 93.12%。

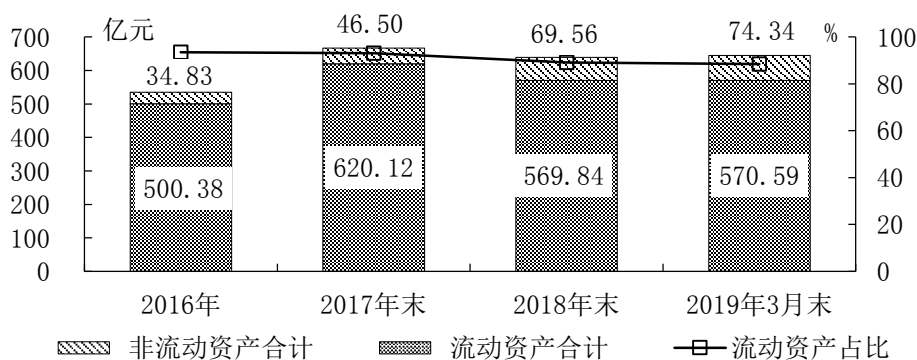


图 2 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末中瑞集团资产构成情况

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团流动资产主要由存货、其他应收款、应收保理款、货币资金和应收票据及应收账款等构成。2018 年末，中瑞集团存货为 180.71 亿元，同比下降 2.59%，其中开发成本、库存商品、开发产品、建造合同形成的已完工未结算资产和原材料分别为 161.85 亿元、9.59 亿元、7.85 亿元、1.42 亿元和 32.69 万元，存货中受限部分占比为 27.11%；其他应收款为 157.46 亿元，同比下降 15.03%，中瑞集团其他应收款主要分为经营性往来款和非经营性往来款，其中经营性往来款主要为业务经营支付的备用金、押金、保证金以及项目诚意金等，各种形式的备用金、押金、保证金整体余额随着业务规模的变化而变化，项目诚意金为和昌地产对通过合作方式拿地的项目中瑞集团前期投入资金，后



期会随着项目的确权转至长期股权投资科目；非经营性往来款主要是中瑞集团为提高资金使用效率、降低资金使用成本，根据经营活动和投融资活动的实际需求，将短期闲置资金用于委托平台投资或向关联方进行短期资金拆借用于其业务经营周转，期限一般为3~6个月。2018年末其他应收款中经营性往来款占比54.63%，非经营性往来款占比45.37%，2018年计提坏账准备0.33亿元，累计计提坏账准备0.40亿元，其中一年以内的其他应收款占比为98.45%，其他应收款前五大期末余额为61.00亿元，占其他应收款年末余额比例为38.97%。

2018年末，中瑞集团应收保理款为68.93亿元，同比下降19.22%，主要是受业务规模下降所致，其中正常类占比为99.96%；货币资金为67.28亿元，同比下降7.31%，其中受限货币资金44.97亿元，占货币资金的66.84%，受限比例较高，对流动性产生一定不利影响。同期，应收票据及应收账款为46.74亿元，同比增长4.21%，其中应收票据为3.46亿元，同比增长99.97%，主要是中瑞集团增加票据结算所致；应收账款为43.29亿元，同比略有增长，本年计提坏账准备0.24亿元，累计计提坏账准备0.65亿元，一年以内应收账款占比为98.38%，应收账款前五大期末余额为11.24亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为25.57%；其他流动资产为20.29亿元，同比增长31.21%，主要是新增5.10亿元理财产品所致。

2019年3月末，中瑞集团货币资金为75.45亿元，较2018年末增长12.16%；其他应收款为145.29亿元，较2018年末下降7.73%，其他应收款前五大期末余额为50.33亿元，其他应收款期末余额比例为35.13%；流动资产其他主要科目较2018年末均变化不大。

从资产运营效率来看，2018年，中瑞集团应收账款周转天数和存货周转天数分别为31.40天和147.44天，周转效率均同比有所下降。2019年1~3月，中瑞集团应收账款周转天数和存货周转天数分别为19.51天和187.19天。

中瑞集团非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、其他非流动资产、可供出售金融资产和递延所得税资产等构成。2018年末，中瑞集团长期股权投资为37.84亿元，同比增加21.63亿元，主要是2018年对联营和合营企业投资增加21.31亿元所致；投资性房地产为9.95亿元，同比增长4.06%；其他非流动资产为9.67亿元，同比增长69.11%，主要是对合伙企业的投资同比增加5.05亿元所致；可供出售金融资产为6.02亿元，同比下降24.84%，主要是中瑞集团收回部分编号为SX9864的弘毅1号私募基金所致，中瑞集团所持有的该私募基金剩余部分原值为2.45亿元，年末市场价值为2.50亿元；递延所得税资产为4.48亿元，同比下降16.89%，主要是房地产特定事项可抵扣暂时性差异减少所致。2019年3月末，非流动资产为74.35亿元，较2018年末小幅增长6.86%，其中长期股权投资为43.22亿元，较2018年末增长14.22%；非流动资产其他主要科目较2017年末均变化不大。

从资产受限情况看，截至2019年3月末，中瑞集团所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计112.04亿元，占总资产的比重为17.37%，占净资产比重为66.31%，中瑞集团受限资产规模较大，占净资产比重很高，对资产流动性产生一定影响。

2018年末，中瑞集团负债规模同比下降，负债结构仍以流动负债为主

2018年末，中瑞集团负债规模同比下降6.88%，主要是偿还较多借款所致，流动负债占总负债比重为82.96%，同比增长6.81个百分点，负债结构仍以流动负债为主。截至2019年3月末，中瑞集团负债总额为475.95亿元，较2018年末略有增加，流动负债占总负债的比重为81.48%。

中瑞集团流动负债主要由预收款项、应付票据及应付账款、短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2018年末，中瑞集团预收款项为118.80亿元，同



比下降 19.22%，主要是中瑞集团放慢推盘节奏，收到的购房款下降所致，其中购房款、货款和物业费分别为 111.93 亿元、6.23 亿元和 0.64 亿元；应付票据及应付账款为 86.02 亿元，同比增长 34.18%，其中应付票据 39.05 亿元，同比增加 19.62 亿元，主要是中瑞集团增加票据结算所致；应付账款为 46.97 亿元，同比增长 5.12%。同期，中瑞集团短期借款为 68.55 亿元，主要以质押借款和保证借款为主，同比下降 11.33%，主要是偿还金融机构借款所致；其他应付款为 60.58 亿元，同比下降 1.14%，主要由资金往来款项和押金保证金构成，其中关联方往来款为 26.16 亿元；一年内到期的非流动负债 38.33 亿元，同比增长 48.48%，主要是一年内到期的长期借款增加所致；其他流动负债为 14.56 亿元，同比增加 8.95 亿元，主要是发行两期规模为 5 亿元的超短期融资券⁶所致。2019 年 3 月末，中瑞集团应付票据及应付账款为 103.26 亿元，较 2018 年末增长 20.05%，主要是由于增加票据结算引起应付票据较 2018 年末增长 31.30%所致；一年内到期的非流动负债为 25.08 亿元；其他应付款为 53.84 亿元；其他流动负债为 12.36 亿元，较 2018 年末下降 15.15%。

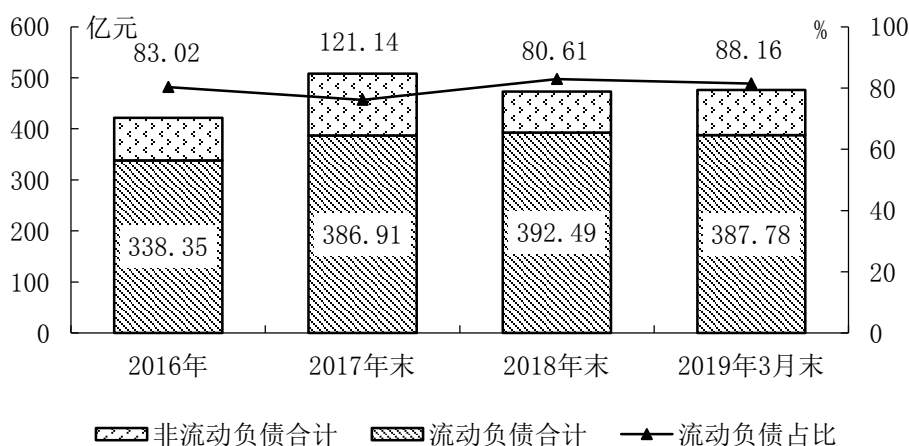


图3 2016~2018年末及2019年3月末中瑞集团负债构成情况

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团非流动负债主要由应付债券和长期借款等构成。2018 年末，应付债券为 53.54 亿元，同比增长 0.36%；长期借款为 23.82 亿元，同比下降 63.44%，一方面是当期用于项目开发的抵押贷款减少，另一方面是由于转入一年内到期的长期借款同比增长所致；其中抵押借款、质押借款和保证借款分别为 43.92 亿元、11.14 亿元和 1.50 亿元。2019 年 3 月末，长期借款为 32.19 亿元；非流动负债其他主要科目较 2018 年末均变动不大。

2018 年末，中瑞集团总有息债务规模有所减少，但短期有息债务占比不断增长，仍存在一定集中偿债压力，债务期限结构有待改善

2018 年末，中瑞集团总有息债务规模继续减少，但短期有息债务占比不断增长。截至 2019 年 3 月末，中瑞集团总有息债务规模为 187.68 亿元，在总负债的占比为 39.43%，其中短期有息债务为 178.91 亿元，在总有息债务的占比为 95.33%。

⁶ 中瑞集团于 2018 年 10 月和 2018 年 12 月分别发行规模为 5 亿元的超短期融资券“18 中瑞实业 SCP001”和“18 中瑞实业 SCP002”。

**表 12 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	178.91	174.82	131.56	155.02
长期有息债务	84.81	77.36	130.91	91.67
总有息债务	187.68	252.18	262.48	246.69
短期有息债务占比	95.33	69.32	50.12	62.84
总有息债务在总负债中占比	39.43	53.30	51.66	58.54

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

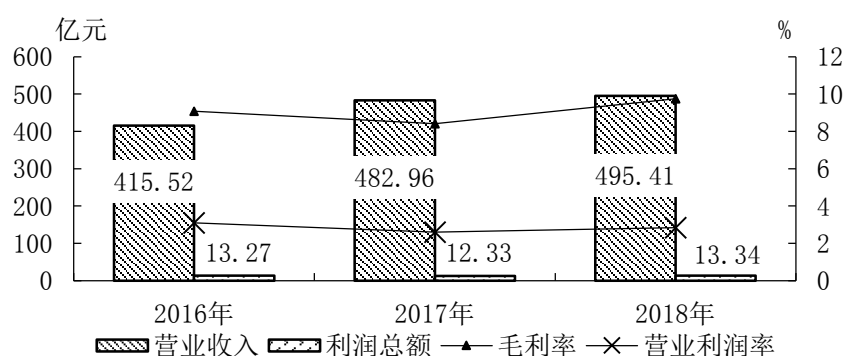
从债务的期限结构来看，截至 2019 年 3 月末，中瑞集团有息债务中一年内到期有息债务占比为 95.33%，主要由应付票据、短期借款和一年内到期的非流动负债构成。

2018 年，中瑞集团利润总额和净利润均保持增长；期间费用增长较快，期间费用率同比略有提升；投资收益仍为营业利润重要组成部分

2018 年，受有色板块收入大幅下降影响，供应链管理板块收入同比有所下降，但由于房地产结转收入增加，中瑞集团营业收入同比增长 2.58%；营业利润、利润总额和净利润分别为 14.06 亿元、13.34 亿元和 9.85 亿元，同比分别增长 12.22%、8.21%和 3.34%。同期，总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.88%和 5.92%。

同期，中瑞集团期间费用 35.84 亿元，同比增长 18.25%，其中管理费用为 7.24 亿元；销售费用为 19.28 亿元，同比增长 28.54%；财务费用为 9.32 亿元，同比增长 4.58%，主要是利息支出增长所致。同期，中瑞集团期间费用率 7.23%，同比增加 0.96 个百分点，期间费用占营业收入比重较低。

同期，非经常性损益方面，中瑞集团投资收益 5.43 亿元，同比增长 31.10%，主要是权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益⁷大幅增长所致；公允价值变动收益为 1.11 亿元，同比增加 0.92 亿元，主要是中瑞集团所持衍生金融工具产生公允价值变动收益；资产减值损失为 0.44 亿元，同比由收益变为损失，主要是 2017 年随已计提坏账准备应收保理款的收回，转回较多坏账准备，而 2018 年无此部分转回，同时所计提坏账损失增加所致。2018 年非经常性损益中投资收益占营业利润比例为 38.62%，仍对利润有较大影响。

**图 4 2016~2018 年收入和盈利概况（单位：亿元、%）**

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2019 年 1~3 月，中瑞集团营业利润、利润总额和净利润分别同比下降 20.03%、18.83%和 17.56%；期间费用为 7.02 亿元，同比增长 3.47%。2019 年 1~3 月，中瑞集团总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.00%和 1.83%。

⁷ 2018 年，中瑞集团处置济南和怡昌置业有限公司 50%股权，获得股权转让款 1.99 亿元。



2018 年以来，中瑞集团经营性现金流的净流入规模同比大幅增加，对流动负债和利息的保障程度较好；中瑞集团在建项目较多，未来仍面临一定的资金支出压力

2018 年，中瑞集团经营性净现金流 65.50 亿元，净流入规模同比大幅增加 60.98 亿元，主要是收回保理款项所收到的相近大幅增加所致，经营性净现金流对流动负债和利息的保障程度较好；投资性净现金流-11.11 亿元，净流出规模同比下降 35.85 亿元。2018 年，中瑞集团筹资性净现金流为-64.34 亿元，同比由净流入 37.84 亿元转为净流出 64.34 亿元，一方面是由于 2017 年中瑞集团收到股东增资 20.00 亿元，2018 年收到未收到，另一方面是由于中瑞集团借款减少且偿还债务增多所致。中瑞集团的融资渠道以银行借款和发行债券为主，截至 2019 年 3 月末，中瑞集团获得银行授信总额度为 198.32 亿元，尚未使用的银行授信额度为 44.09 亿元，银行授信规模总体有所上升且未使用银行授信增加较多，但规模较为一般。此外，中瑞集团通过在债券市场直接融资获得债务收入，截至 2019 年 3 月末，中瑞集团在债券市场上已发行多期债务融资工具，中瑞集团下属子中瑞集团瑞茂通为上市中瑞集团，融资渠道较为多元，融资能力较强，债务收入可对债务偿还形成一定保障。

2019 年 1~3 月，中瑞集团公司经营性净现金流 17.07 亿元，净流入规模同比增加 14.48 亿元；投资性净现金流-17.21 亿元，净流出规模同比大幅增加 13.27 亿元；筹资性净现金流为 2.50 亿元，由净流出 4.04 亿元转为净流入 2.50 亿元，主要是偿还债务所支付的现金同比下降所致。

截至 2019 年 3 月末，中瑞集团在建项目主要为房地产项目，项目计划总投资共计 269.42 亿元，已累计投资 174.40 亿元，未来仍需投资 95.02 亿元。中瑞集团未来存在着一定的资金支出压力。

（三）计划管理人：华林证券

华林证券是国内首批成立的综合类证券公司之一，于 1997 年 6 月在西藏自治区注册成立，总部设在深圳。华林证券下设子公司共 3 家，分别为华林资本投资有限公司、华林创新投资有限公司和华林投资服务（深圳）有限公司。截至 2018 年末，华林证券注册资本人民币 243,000.00 万元，其中，深圳市立业集团有限公司出资 174,039.71 万元，持股比例 71.62%、深圳市怡景食品饮料有限公司 48,478.91 万元，持股比例 19.95%、深圳市希格玛计算机技术有限公司出资 20,481.38 万元，持股比例 8.43%；净资产为人民币 365,198.25 万元。

华林证券经营范围涵盖证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品等。华林证券以客户需求为中心，加快向现代财富管理机构转型的步伐，提供综合金融服务。在资产管理业务方面，华林证券高度重视业务和产品创新，华林证券积极推动资产管理业务转型发展，不断完善管理体系和研发新产品。华林证券管理资金规模稳步增长，产品线丰富完善。截至 2018 年末，华林证券管理资产规模达到 958.07 亿元，其中集合产品 1.59 亿元，单一产品 927.63 亿元，专项产品 28.85 亿元。2018 年，华林证券实现营业收入 10.01 亿元，营业利润 3.61 亿元，净利润 3.44 亿元。

风险管理方面，华林证券建立了以股东会、董事会和监事会为主体的法人治理结构，各机构之间相互独立，均建立了议事规则，并严格遵照执行，力求形成高效、完善的决策、执行和监督机制。同时，华林证券设立顺序递进、权责统一、严密有效的三道监控防线。华林证券通过健全逐级授权制度，确保股东会、董事会和监事会各自职权的充分履行以及各业务部门、各级分支机构相应经营管理职能的有效行使。

综合分析，华林证券作为计划管理人，依托于其成功的资产管理运作经验以及专项产品管理方面拥有的丰富经验，仍为本计划的顺利实施提供了良好保障。



（四）监管银行：建行郑州直属支行

托管银行：建行河南省分行

建设银行前身是 1954 年成立的中国人民建设银行，1996 年更名为中国建设银行，2004 年通过分立程序成立现建设银行，2005 年和 2007 年先后在香港联合交易所（股票代码：00939）和上海证券交易所（股票代码：601939）挂牌上市。截至 2019 年 3 月末，中央汇金投资有限责任公司和香港中央结算（代理人）有限公司为建设银行前两大股东，持股比例分别为 57.11% 和 36.74%。

建设银行主要经营范围包括：吸收公众存款；发放短、中、长期贷款；办理国内外结算；办理票据承兑与贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券、金融债券；从事同业拆借；买卖、代理买卖外汇；从事银行卡业务；提供信用证服务及担保；代理收付款项及保险业务；提供保管箱服务；经国务院银行业监督管理机构等监管部门批准的其他业务。

在流动性风险管理方面，建设银行坚持稳健审慎原则，采取有效措施应对外部环境与市场竞争变化，通过稳妥实施备付管理、细化关键时点资金操作安排、加强现金回流限额要求、完善流动性压力测试方法、统筹本外币资金运用、改进子公司流动性管理等手段，合理安排资产负债期限结构，平衡把握集团资金来源运用，确保支付结算安全。

在市场风险管理方面，建设银行搭建了较为完善的市场风险管理体系，稳步推进各项市场风险管理工作。一是面对降息效应集中释放，存款利率上限放开，关注外部利率环境变化，建设银行加强了净利息收益率、净利息收入等利率风险关键指标的预判和分析。二是面对汇率市场大幅波动，建设银行通过匹配资产和负债，限额控制，运营衍生金融工具和产品合理定价来规避、对冲和转移汇率风险。三是建设银行严控信用债违约风险，推动了直营业务风险管控模式和制度建立，不断提升交易业务的机控程度，市场风险管控水平不断提升。

截至 2019 年 3 月末，建设银行总资产达 241,909.14 亿元，比 2018 年末增长 4.17%；贷款总额 142,271.15 亿元，存款总额 180,538.18 亿元，较 2018 年末分别增长 3.22% 和 5.52%。截至 2019 年 3 月末，建设银行不良贷款率为 1.46%，同 2018 年末持平；拨备覆盖率为 214.23%，较 2018 年末上升 5.86 个百分点。同期，建设银行资本充足率为 17.14%，一级资本充足率为 14.39%，核心一级资本充足率为 13.83%。2019 年 1~3 月，建设银行实现营业收入 1,870.66 亿元，同比上升 3.31%；实现净利润 779.25 亿元，同比增长 5.20%。同期，建设银行年化平均资产回报率为 1.31%，年化加权平均净资产收益率为 15.90%。

总的来看，建设银行市场地位稳固，核心指标和市值排名保持同业前列，综合竞争力不断增强。同时，建设银行业务经验丰富，建行郑州直属支行为本计划提供监管服务，建行河南省分行为本计划提供托管服务，仍有利于本计划顺利实施。

结论

综合来看，物业管理作为房地产生产链上重要的一环，仍受到房地产开发商的重视；新和昌物业总资产规模逐年增长，资产结构仍以流动资产为主，营业收入仍呈增长趋势；按照大公现金流预测，基础资产现金流入仍可以对本计划各期资产支持证券相关费用及应付本息按期、足额覆盖；新和昌物业作为差额支付承诺人与计划管理人签署《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》，发生任一差额支付事件，差额支付承诺人支付优先级资产支持证券当期的预期收益和本金的差额部分承担补足义务；中瑞集团对特定原始权益人在《华林证券-新和昌物业



费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务承担连带保证责任，仍具有很强的增信作用。同时，预测期间内部分现金流来自于关联方和昌地产的自有资金，本计划仍存在一定的关联交易风险；受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，新和昌物业未来物业费收入仍具有一定的不确定性；基础资产项下物业合同仍存在较高的区域集中风险；若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差；担保人中瑞集团短期有息债务占比不断增长，仍存在一定集中偿债压力；中瑞集团在建项目较多，未来仍面临一定的资金支出压力。

综上所述，大公认为，本计划优先级资产支持证券违约风险很低，大公对新和昌 02、新和昌 03、新和昌 04 和新和昌 05 的信用等级维持 **AA+**。



附件 1 资产支持证券信用等级符号和定义

大公信用评级是用一个简单的符号系统，给出关于特定债务或企业之信用风险客观、独立、公正的意见。大公资产支持证券信用评级反映了资产支持专项计划优先级各档资产支持证券预期收益获得及时支付和本金于法定到期日或之前足额获得偿付的可靠性判断，是对偿付违约可能性和违约损失程度的评价，评级结果受交易结构、相关法律条款、资产质量以及主要参与方提供服务的水平等的影响。

大公资产支持专项计划资产支持证券信用等级符号和定义沿用了大公债务评级的符号和定义。

资产支持证券等级符号和定义

级别	含 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，有较高违约风险。
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：BBB 级及以上级别属投资级，BB 级及以下级别属投机级；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。