预售报告

本评级报告是中诚信国际基于 2020 年 12 月 11 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信国际可能将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行调整。

华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划

资产支持证券信用评级报告

项目负责人：杨　哲 zhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：王家艺 jywang01@ccxi.com.cn

叶佳莉 jlye@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 12 月 11 日

声　明

■ 本次评级为委托人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对委托人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

评级结果

资产支持证券	信用等级	预计发行金额（万元）	占比	预期收益率	预期到期日	法定到期日
优先 A1 级	AAAsf	61,800.00	56.96%	4.50%	2022 年 5 月 23 日	自专项计划预期到期日起满 36 个月的当日
优先 A2 级	AAAsf	41,200.00	37.97%	4.50%	2022 年 5 月 23 日	自专项计划预期到期日起满 36 个月的当日
次级	NR	5,500.00	5.07%	-	2022 年 7 月 22 日	自专项计划预期到期日起满 36 个月的当日
合计	--	**108,500.00**	**100.00%**		--	--

注：优先 A1 级和优先 A2 级资产支持证券以下合称为优先级资产支持证券。

评级观点：中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）基于截至 2020 年 12 月 11 日获得的相关信息，给予华融证券拟设立的“华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”或“专项计划”）优先级资产支持证券上述评级。上述评级反映的是优先级资产支持证券预期损失程度及其利息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，但不构成投资者购买或持有上述证券的建议性意见。

中诚信国际给予上述优先级资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

- 入池资产的特征；
- 招商蛇口和平安不动产作为流动性支持承诺人对专项计划提供的极强的信用支持；
- 交易的结构特点，包括交易账户的设置、现金流分配顺序、不合格基础资产的赎回、信用触发机制的设置和安排等；
- 民生银行宁波分行作为托管人所具备的专业经验。

交易要素

基础资产	系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的，原始权益人因向购房人销售“臻林雅苑”商品房，从而基于购房合同自封包日（含该日）起对购房人享有的要求其支付购房尾款所对应的债权及其附属担保权益（如有）。
封包日	2020 年【12】月【1】日
原始权益人/差额支付承诺人/项目公司/资产服务机构	北京经开亦盛房地产开发有限公司（以下简称“经开亦盛”）
优先 A1 级资产支持证券流动性支持承诺人	招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）
优先 A2 级资产支持证券流动性支持承诺人	平安不动产有限公司（以下简称“平安不动产”）
计划管理人	华融证券股份有限公司（以下简称“华融证券”）
托管人/托管银行	中国民生银行股份有限公司宁波分行（以下简称“民生银行宁波分行”）
监管银行	招商银行股份有限公司北京分行（以下简称“招商银行北京分行”）
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（于初始基准日）

入池应收购房尾款合计（万元）	119,358.00
入池基础资产笔数（笔）	590
入池基础资产对应楼盘数量（个）	1
购房合同应收款单笔平均余额（万元）	202.30
单笔最大入池金额（万元）	411.00

正　面

■ **现金流超额覆盖。**本专项计划入池应收购房尾款合计 119,358.00 万元，优先级资产支持证券预期发行规模 103,000.00 万元。根据专项计划费用和优先级资产支持证券本息兑付安排，预计正常景况下优先级存续期内基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及专项计划税费的整体覆盖倍数可达到 1.04 倍，可为优先级资产支持证券预期收益和本金的按期足额兑付提供一定信用支持。

■ **流动性支持承诺机制。**招商蛇口作为优先 A1 级资产支持证券流动性支持承诺人、平安不动产作为优先 A2 级资产支持证券流动性支持承诺人无条件不可撤销承诺为经开亦盛差额支付承诺进行流动性支持。招商蛇口具有丰富的社区和园区综合开发运营经验，充足的项目储备资源和较大规模的待结算资源，整体具备很强的综合实力，其提供的流动性支持承诺能够为优先 A1 级资产支持证券本息提供极强的信用支持。平安不动产获得股东有力支持、业务多元化以及业务协同效应明显等优势，其提供的流动性支持承诺能够为优先 A2 级资产支持证券本息提供较强的信用支持。

■ **托管人民生银行宁波分行具备较为丰富的托管经验。**

关　注

■ **资金混同风险。**根据交易结构安排，原始权益人经开亦盛于每一个回收款归集日将基础资产回收款归集至经开亦盛开立的监管账户，并于次日划付至专项计划账户；同时，流动性支持承诺人将于流动性支持资金划款日将流动性支持资金划入经开亦盛开立的监管账户，并于当日划付至专项计划账户。基础资产现金流和流动性支持资金可能和资产服务机构其它资金混同；此外，若资产服务机构经开亦盛信用状况恶化或者丧失清偿能力，监管账户被查封、冻结等原因致使无法按时划付流动

概况数据

招商蛇口	2017	2018	2019	2020.9
货币资金（亿元）	460.42	673.81	753.24	724.47
所有者权益（亿元）	956.97	1,088.31	2,273.70	2,260.05
总资产（亿元）	3,392.18	4,234.87	6,176.88	7,063.25
短期债务（亿元）	317.66	432.44	559.14	707.56
总债务（亿元）	1,033.98	1,213.90	1,430.25	1,557.23
营业收入(亿元)	759.38	882.78	976.72	257.98
净利润（亿元）	154.41	194.61	188.57	21.68
EBITDA（亿元）	243.73	313.31	324.61	--
经营活动净现金流（亿元）	-50.63	104.78	138.12	102.45
净资产收益率(%)	17.78	19.03	11.22	1.28*
净负债率(%)	59.93	49.63	29.78	36.85
资产负债率(%)	71.79	74.30	63.19	68.00
速动比率(X)	0.73	0.62	0.56	0.50
EBITDA/短期债务(X)	0.77	0.72	0.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	3.88	3.54	--

注：1、中诚信国际根据招商蛇口 2018~2019 年度审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表整理；2017 年、2018 年数据为 2018 年初、2019 年初重述数；
2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；
3、将 2018~2019 年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，2020 年三季度未经调整；
4、2020 年三季度带*数据经年化处理。

平安不动产	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	600.74	775.14	864.61	1,027.74
所有者权益合计（亿元）	230.29	266.96	372.41	411.99
总负债（亿元）	370.44	508.18	492.21	615.75
总债务（亿元）	326.47	432.47	349.68	--
营业总收入（亿元）	20.96	18.67	21.98	12.88
净利润（亿元）	13.38	33.98	68.25	10.55
EBIT（亿元）	29.09	55.46	90.24	--
EBITDA（亿元）	30.63	57.42	92.51	--
经营活动净现金流（亿元）	-9.19	26.32	19.23	1.59
营业毛利率(%)	81.72	85.92	90.07	94.97
总资产收益率(%)	5.21	8.06	11.01	--
资产负债率(%)	61.66	65.56	56.93	59.91
总资本化比率(%)	58.64	61.83	48.43	--
总债务/EBITDA(X)	10.66	7.53	3.78	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.38	3.08	4.76	--

注：1、中诚信国际根据平安不动产 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年半年度未经审计的财务报表整理。2017~2019 年财务数据采用审计报告期末数；
2、为计算有息债务，中诚信国际将其他流动负债的带息部分调入短期债务。

评级模型

评级方法和模型	中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型 C550600_2019_02
模型结果	优先 A1 级 AAA_{sf} 优先 A2 级 AAA_{sf}

性支持资金至专项计划账户，将会对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

■ **现金流预测风险。**本专项计划的现金流预测机构对基础资产现金流的预测基于以下主要假设：(1)基础资产所产生的现金流回款时间分布特征与原始权益人所预测的一致，且回款时间的预测基于原始权益人与银行和公积金中心沟通结果；(2)基础资产工程主体结构封顶能够按照工程进度计划执行。未来如项目建设进度不及预期导致封顶延迟，或贷款机构放款时间延长，可能将导致基础资产实际回款时间滞后，从而对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

■ **现金流截流风险。**根据北京市住房和城乡建设管理委员会发布的《北京市商品房预售资金监督管理办法》，项目预售过程中，房地产开发企业不得直接收取除定金外的其他商品房预售资金，购房款应直接存入专用账户，房地产开发企业收取的定金，应在完成商品房网上签约后五个工作日内存入专用账户。房地产开发企业需按按照地下结构完成、主体结构完成、竣工验收备案、初始登记完成四个环节设置资金使用节点向监管银行提出书面申请，监管银行收到房地产开发企业用款申请后，符合资金使用条件的，应在五个工作日内拨付资金。如因基础资产对应的项目公司涉及任何形式的账户监管条例或借款条款（包括但不限于初始资产出让方的现有债务合同所涉及的限制性条款，及/或当地房管局对于预售资金的监管要求等）而造成基础资产产生的现金流被截流或转出受限，亦或将对专项计划的分配产生不利影响。

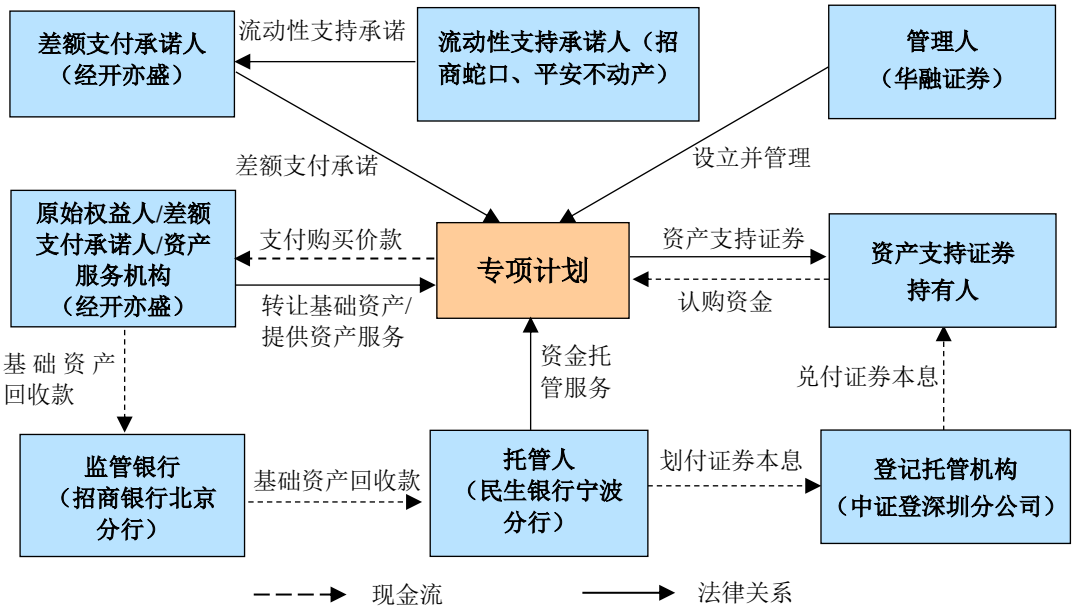
■ **基础资产灭失风险。**截至封包日，原始权益人提供的《基础资产清单》中共有 98 位购房人存在尚未将购房合同所约定的首付款全部支付完毕的情况。若购房人未能根据《付款承诺函》的约定按时足额支付首付款，将会导致基础资产灭失并影响银行及公积金中心的贷款审核，进而将会对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

交易结构分析

基本结构及主要参与方

本专项计划根据《中华人民共和国合同法》（以下简称“《合同法》”）、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》，中国证券监督管理委员会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》、《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》”），中国证券投资基金业协会颁布的《资产支持专项计划备案管理办法》（以下简称“《备案管理办法》”）、《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》，深圳证券交易所颁布的《资产支持证券挂牌条件确认业务指引》、《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》及配套规则等现行相关法律、法规以及规范性文件设立，本专项计划的基本交易结构如图 1 所示。

图 1：交易结构图



资料来源：华融证券提供，中诚信国际整理

在本专项计划中，华融证券作为管理人负责募集资金、设立和管理本专项计划。认购人通过与管理人签署《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划之资产支持证券认购协议》（以下简称“《认购协议》”）认购资产支持证券，成为资产支持证券持有人。管理人与原始权益人经开亦盛签署《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划资产买卖协议》（以下简称“《资产买卖协议》”），以专项计划募集资金向原始权益人购买基础资产。

经开亦盛作为资产服务机构，根据《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划服务协议》（以下简称“《服务协议》”）的约定，为本专项计划提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务；同时，经开亦盛作为差额支付承诺人，根据《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划优先级资产支持证券之差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”）的约定，不可撤销及无条件地向管理人（代表专项计划）承诺在专项计划账户内可供分配的资金不足以按照《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划之资产支持证券标准条款》（以下简称“《标准条款》”）约定的分配顺序支付优先级资产支持证券的当期预期收益和/或全部未偿本金时提供差额支付义务。

招商蛇口对差额支付承诺人经开亦盛出具了

《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划优先A1级资产支持证券之流动性支持承诺函》，其作为优先 A1 级资产支持证券流动性支持承诺人，无条件不可撤销承诺若截至差额支付划款日（T+2 日，即兑付日之前的第 8 个工作日）[1]12:00 前，经开亦盛未完全支付当期应付款项时，招商蛇口需于流动性支持资金划款日（T+3 日，即兑付日之前的第 7 个工作日）[2]中午 12:00 前将流动性支持资金划入监管账户。流动性支持资金[3]为截至差额支付核算日（T+2 日）[4]专项计划资金不足以支付专项计划当期应承担的税费的差额部分的 60%（如有）、以及优先 A1 资产支持证券当期应付未付的预期收益以及未偿本金余额。

平安不动产对差额支付承诺人经开亦盛出具了《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划优先A2级资产支持证券之流动性支持承诺函》，其作为优先 A2 级资产支持证券流动性支持承诺人，无条件不可撤销承诺若截至差额支付划款日（T+2 日）12:00 前，经开亦盛未完全支付当期应付款项时，平安不动产需于流动性支持资金划款日（T+3）中午 12:00 前将流动性支持资金划入监管账户。流动性支持资金[5]为截至差额支付核算日（T+2 日）专项

[1] 差额支付划款日（T+2 日）：系指在专项计划终止日之前，系指发生差额支付启动事件的情况下，差额支付承诺人将差额支付资金划转至专项计划账户当日，为分配基准日日后的第 2 个工作日（T+2 日）。特别地，专项计划终止后，差额支付划款日为差额支付通知日次一工作日（如有）。
分配基准日（T 日/R+6 日）：系指托管银行按照《托管协议》的约定，对专项计划账户资金进行核算并将核算结果提交管理人之日。特别的，第一个分配基准日为第一个回收款计算日（R 日）【2021】年【11】月【30】日所对应的分配基准日。
回收款计算日（R 日）：系指专项计划存续期间，每年【1】月、【4】月、【7】月、【10】月的最后一个工作日。特别的，第一个回收款计算日将为【2021】年【11】月【30】日。

[2] 流动性支持资金划款日（T+3 日）：在专项计划终止日之前，系指流动性支持承诺人根据《流动性支持通知书》将流动性支持资金划付入监管账户，并由资产服务机构转付至专项计划账户的当日，为分配基准日后的第【3】个工作日（T+3 日）。特别的，专项计划终止后，流动性支持资金划款日为流动性支持通知日的次一工作日（如有）。

[3] 优先 A1 级流动性支持资金具体计算公式为：
（1）对于任一兑付日（非为预期到期日）而言，①若当个差额支付核算日专项计划账户余额≤《标准条款》13.2 款第（1）至（3）项所述专项计划当期应支付款项（以下简称“专项计划当期税费”），则：优先 A1 级流动性支持资金=【专项计划当期税费-当个差额支付核算日专项计划账户余额】×60%+优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益；②若专项计划当期税费＜当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和，则：优先 A1 级流动性支持资金=优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费】×【优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益÷所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和×100%】；
（2）对于优先 A1 级资产支持证券预期到期日或专项计划终止日而言，①若当个差额支付核算日专项计划账户余额≤专项计划当期税费，则：优先 A1 级流动性支持资金=【专项计划当期税费（终止日而言为《标准条款》19.2.5 款第（1）至（3）项所述专项计划当期应支付款项，下同）-当个差额支付核算日专项计划账户余额】×60%+优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益+优先 A1 级资产支持证券的全部未偿本金；②若专项计划当期税费＜当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和，则：优先 A1 级流动性支持资金=优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费】×【优先 A1 级资产支持证券的当期预期收益÷所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和×100%】+优先 A1 级资产支持证券的全部未偿本金；③若专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和≤当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和+所有优先级资产支持证券的全部未偿本金之和，则：优先 A1 级流动性支持资金=优先 A1 级资产支持证券的全部未偿本金-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费-所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和】×60%。

[4] 差额支付核算日（T+2 日）：系指托管银行根据《托管协议》的约定，在发生差额支付启动事件的前提下，就差额支付承诺人划付差额支付资金的事项，对专项计划账户进行核算的日期。专项计划终止日之前，为分配基准日后的第 2 个工作日；专项计划终止日之后，为差额支付划款日当日（如有）。

[5] 优先 A2 级流动性支持资金具体计算公式为：
（1）对于任一兑付日（非为预期到期日）而言，①若当个差额支付核算日专项计划账户余额≤专项计划当期税费，则：优先 A2 级流动性支持资金=【专项计划当期税费-当个差额支付核算日专项计划账户余额】×40%+优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益；②若专项计划当期税费＜当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和，则：优先 A2 级流动性支持资金=优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费】×【优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益÷所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和×100%】；
（2）对于优先 A2 级资产支持证券预期到期日或专项计划终止日而言，①若当个差额支付核算日专项计划账户余额≤专项计划当期税费，则：优先 A2 级流动性支持资金=【专项计划当期税费-当个差额支付核算日专项计划账户余额】×40%+优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益+优先 A2 级资产支持证券的全部未偿本金；②若专项计划当期税费＜当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税

计划资金不足以支付专项计划当期付税费项的差额部分的 40%（如有）、以及优先 A2 资产支持证券当期应付未付的预期收益以及未偿本金余额。

民生银行宁波分行作为托管人，提供与本专项计划相关的资金托管服务；招商银行北京分行提供资金监管服务。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、转让过户和收益支付等。

产品结构和还本付息安排

本专项计划基于以上交易结构设立，资产支持证券分为优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券和次级资产支持证券。资产支持证券的预计到期日、目标募集规模如下表所示。

表 1：资产支持证券产品结构（亿元）

资产支持证券	目标募集规模	预计到期日
优先 A1 级	61,800.00	2022 年 5 月 23 日
优先 A2 级	41,200.00	2022 年 5 月 23 日
次级	5,500.00	2022 年 7 月 22 日

资料来源：华融证券提供，中诚信国际整理

本专项计划不设置循环购买，优先 A1 级资产支持证券和优先 A2 级资产支持证券目标募集规模分别为 61,800.00 万元和 41,200.00 万元，正常情况下于兑付日[6]过手摊还本金并付息。优先级资产支持证券本金及预期收益全部偿付完毕后，专项计划的全部剩余资产归次级资产支持证券持有人所有。

不合格基础资产[7]赎回

在专项计划存续期间内，如管理人或者资产服务机构发现《标准条款》约定的不合格基础资产，应立即书面通知原始权益人，或原始权益人发现不合格基础资产，向管理人主动提出赎回的书面申请并经管理人同意，则原始权益人应按照《标准条款》及《资产买卖协议》的约定，向管理人以现金形式对该等不合格基础资产予以赎回。

在任一基础资产归集期间内，如发现不合格基础资产，资产服务机构应于赎回起算日[8]将相关不合格基础资产赎回价格交由管理人书面确认，并在当期《资产服务机构报告》中加以说明。原始权益人应于当个归集期间对应的赎回款划付日将不合格基础资产的赎回价款支付至专项计划账户。

不合格基础资产赎回价格等于赎回起算日当日 24:00，以下两项数额之和：(i)该等基础资产在封包日的应收款余额；以及(ii)该等基础资产从封包日至相关赎回起算日的购房人全部应付未付的违约金和赔偿金（如有）。

账户设置及资金归集

本专项计划设置了预售资金监管账户、监管账

费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和，则：优先 A2 级流动性支持资金=优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费】×【优先 A2 级资产支持证券的当期预期收益÷所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和×100%】+优先 A2 级资产支持证券的全部未偿本金；③若专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和≤当个差额支付核算日专项计划账户余额＜专项计划当期税费＋所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和+所有优先级资产支持证券的全部未偿本金之和，则：优先 A2 级流动性支持资金=优先 A2 级资产支持证券的全部未偿本金-【当个差额支付核算日专项计划账户余额-专项计划当期税费-所有优先级资产支持证券的当期预期收益之和】×40%。

[6] 兑付日（T+10 日）：系指资产支持证券持有人取得预期收益和/或本金之日，即每个分配基准日后第 10 个工作日（T+10 日）。其中，第一个兑付日为【2021】年【12】月【22】日。

[7] 不合格基础资产：在无重复计算的情况下，系指(a)在封包日、专项计划设立日以及专项计划存续期间，不符合合格标准或资产保证的基础资产，(b)在专项计划存续期间，因基础资产对应的房地产开发项目涉及的银行开发贷款而致使基础资产回收款不足以覆盖专项计划项下本金和预期收益的一笔或数笔基础资产，以及(c)灭失基础资产。

灭失基础资产：系指(a)“臻林雅苑”项目在具备按揭银行及住房公积金中心要求的放贷条件（就本期专项计划而言，系指主体工程结构封顶）后 90 日或截至优先级资产支持证券预期到期日前一个回收款计算日（以先到期时间为准），基础资产所对应的购房合同的按揭银行仍未发放贷款或未按照购房人申请额度发放贷款，且该购房人亦未足额支付购房尾款；(b)因售房人/购房人违反基础资产对应的购房合同项下的相关约定，导致购房合同被解除的；(c)因房地产市场调控政策、情势变更、不可抗力等法定原因致使合同目的不能实现，导致该笔基础资产对应的购房合同解除；(d)基础资产对应的购房合同生效所依据的法律前提条件未能得以满足或失去合法依据；(e)基础资产对应的购房合同的购房人在支付全部购房款前死亡，且不存在合法的购房尾款偿付义务承继人；(f)因原始权益人记录发生差错或其它原因，该笔基础资产对应的应收款债权并不存在。

[8] 赎回起算日：系指原始权益人赎回相应不合格基础资产的当个回收归集期间的最后一个工作日。

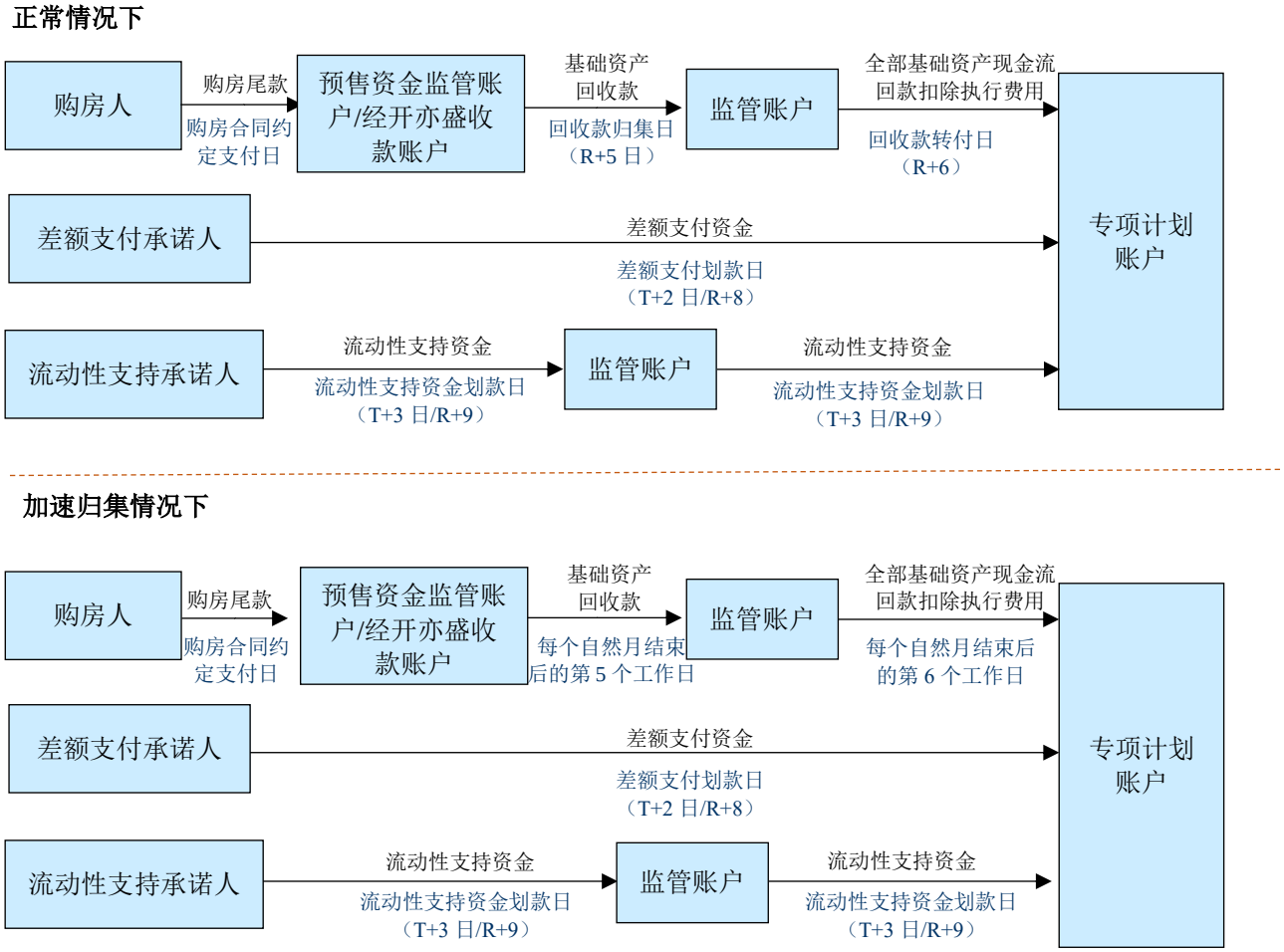
户、募集资金账户和专项计划账户/托管账户。

资金归集方面，正常情况下，在每一个**回收款归集日**（R+5 日，即回收款计算日后第 5 个工作日），资产服务机构将前一个回收款归集期间产生的所有基础资产回收款划付至监管账户；在每一个**回收款转付日**（R+6 日，即回收款计算日后第 6 个工作日）16：00 时前，资产服务机构应将所有基础资产回收款（包括该等回收款在监管账户内产生的利息）扣除执行费用后的余额从监管账户中划付至专项计划账户。当任一优先级资产支持证券级别低于 AAA 或任一流动性支持承诺人主体长期信用级别低于 AAA 时，回收款归集日为每个自然月结束后的第 5 个工作日，相关的归集和转付频率相应加快为按月进行。

同时，若发生差额支付启动事件，差额支付承诺人应于**差额支付划款日**（T+2 日，即分配基准日日后的第 2 个工作日）12:00 点前将差额支付资金[9]划转至专项计划账户。若发生流动性支持启动事件，流动性支持承诺人应于**流动性支持资金划款日**（T+3 日，即分配基准日日后的第 3 个工作日）中午 12:00 前将流动性支持资金划入监管账户，并由资产服务机构转付至专项计划账户。本专项计划资金归集流程如下表所示：

[9] 差额支付资金：系指《标准条款》13.2 款第（1）至（3）项所述专项计划当期应支付款项+优先级资产支持证券的当期预期收益-当个分配基准日专项计划账户余额

图 2：资金归集流程



收益分配机制

专项计划存续期间，专项计划资金按照如下顺序在相应的兑付日进行分配（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的未偿金额比例支付，且不足部分在下一期支付）：首先，支付专项计划应承担的税收及专项计划费用；其次，同顺序且按应付预期收益金额比例支付优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的预期收益；再次，同顺序且按认购资金比例支付优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的未偿本金，直至优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的未偿本金清偿完毕；支付次级资产支持证券的本金，直至次级资产支持证券的本金清偿完毕；剩余专项计划资产（包括但不限于剩余专项计划资金和基础资产）将按其当时原状分配给次级资产支持证券持有人，作为次级资产支持证券的收益。

为避免歧义，如发生流动性支持启动事件，优先 A1 级资产支持证券的预期收益及本金由招商蛇口支付的优先 A1 级流动性支持资金偿付；优先 A2 级资产支持证券的预期收益及本金由平安不动产支付的优先 A2 级流动性支持资金偿付。优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的清偿顺序相同，将按照各档证券在优先级资产支持证券总规模占比，即 60%、40%，同顺序获得本金偿付资金。

专项计划终止后，专项计划资产优先支付清算费用、税款和各项费用，后续分配顺序与存续期分配顺序一致。具体分配顺序详见本报告附二。

信用触发机制及相关安排

本专项计划设有加速归集事件、权利完善事件

和提前终止事件。相关事件具体定义详见本报告附一。

在发生**加速归集事件**后，基础资产回收款归集日和转付频率变更为按每个月，回收款归集和转付频率发生改变之后，即使优先级资产支持证券的信用等级重新提高或流动性支持承诺人的信用等级重新提高，回收款归集和转付频率也不再恢复。

发生任一**权利完善事件**后的 5 个工作日内，原始权益人应通知全部基础资产对应的购房人及其贷款机构、预售资金监管银行和与基础资产回收款相关的其他方（如有），告知原始权益人在相关购房合同项下的债权已根据专项计划文件于专项计划成立日转让给管理人，并要求其将基础资产回收款直接支付至专项计划账户；管理人应通知原始权益人、资产服务机构，要求其在收到权利完善通知后的 3 个工作日内将基础资产回收款直接划付至专项计划账户。

在发生提前终止事件后，回收款归集日为专项计划提前终止事件发生之日后第 3 个工作日，项目公司应当于该日将基础资产回收款划付至专项计划账户并启动清算程序。

信用支持

1、现金流超额覆盖

本专项计划入池应收购房尾款合计 119,358.00 万元，优先级资产支持证券预期发行规模 103,000.00 万元。根据专项计划费用和优先级资产支持证券本息兑付安排，预计正常景况下优先级预计存续期内基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及专项计划税费的整体覆盖倍数可达到 1.04 倍，可为优先级资产支持证券预期收益和本金的按期足额兑付提供一定信用支持。

2、流动性支持承诺机制

招商蛇口作为优先 A1 级资产支持证券流动性支持承诺人、平安不动产作为优先 A2 级资产支持证券流动性支持承诺人无条件不可撤销承诺为经开亦盛差额支付承诺进行流动性支持。招商蛇口具有丰富的社区和园区综合开发运营经验，充足的项目储备资源和较大规模的待结算资源，整体具备很强的综合实力，其提供的流动性支持承诺能够为优先 A1 级资产支持证券本息提供极强的信用支持。平安不动产获得股东有力支持、业务多元化以及业务协同效应明显等优势，其提供的流动性支持承诺能够为优先 A2 级资产支持证券本息提供较强的信用支持。

风险及缓释措施

1、资金混同风险

根据交易结构安排，原始权益人经开亦盛于每一个回收款归集日将基础资产回收款归集至经开亦盛开立的监管账户，并于次日划付至专项计划账户；同时，流动性支持承诺人将于流动性支持资金划款日将流动性支持资金划入经开亦盛开立的监管账户，并于当日划付至专项计划账户。基础资产现金流和流动性支持资金可能和资产服务机构其它资金混同；此外，若资产服务机构经开亦盛信用状况恶化或者丧失清偿能力，监管账户被查封、冻结等原因致使无法按时划付流动性支持资金至专项计划账户，将会对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

缓释措施：本专项计划设立专门用于接收基础资产回款的监管账户。同时，本专项计划对基础资产回收款的转付机制进行了相关安排，基础资产回收款的划转频率与招商蛇口、平安不动产的主体长期信用等级相关联，当评级机构给予招商蛇口的主体长期信用级别低于 AAA 或评级机构给予平安不动产的主体长期信用级别低于 AAA 时，将触发加速归集事件；如发生权利完善事件，则原始权益人应指示购房人将基础资产项下应属于专项计划资产的款项直接支付至专项计划账户。此外，流动性支持承诺人承诺，若监管账户被查封、冻结致使无法按时划付流动性支持资金，将以管理人认可的其他方式支付流动性支持资金，确保专项计划账户于流动性支持资金划款日 16:00 前收到流动性支持资金。上述资金流转机制可在一定程度上缓释项目公

司层面的资金混同风险。但我们亦会对项目公司运营及财务状况保持持续关注，一旦其出现财务状况恶化等情形，我们将对资金混同风险进行分析，以判断对优先级资产支持证券信用状况的影响。

2、基础资产灭失风险

在专项计划存续期内，如发生相应《购房合同》因任何原因的解除、终止、无效，或购房人因任何原因无法办理或未能足额办理按揭贷款，或购房人在《购房合同》下发生其他违约等情形，导致基础资产灭失，均可能导致基础资产回收款不足以支付优先级资产支持证券本息及在优先级资产支持证券本息支付前必须支付的各项税费。

缓释措施：针对上述基础资产可能出现的异常情形，本专项计划设置了不合格基础资产的赎回机制，在专项计划存续期间，如管理人或资产服务机构发现不合格基础资产，发现方应当以书面形式立即通知原始权益人，原始权益人应根据《资产买卖协议》的约定向管理人赎回不合格基础资产。该机制的设置可在一定程度上缓释上述风险。

3、现金流预测风险

本专项计划的现金流预测机构对基础资产现金流的预测基于以下主要假设：(1)基础资产所产生的现金流回款时间分布特征与原始权益人所预测的一致，且回款时间的预测基于原始权益人与银行和公积金中心沟通结果；(2)基础资产工程主体结构封顶能够按照工程进度计划执行。未来如项目建设进度不及预期导致封顶延迟，或贷款机构放款时间延长，可能将导致基础资产实际回款时间滞后，从而对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

缓释措施：首先，中诚信国际在压力测试中考虑了各楼栋封顶时间较预期推后半个月，现金流回款亦相应推后半个月的情况，该情况下基础资产预期现金流仍能覆盖优先级资产支持证券本息及专项计划费用；其次，本专项计划设计了不合格基础资产赎回机制，在具备按揭银行及住房公积金中心要求的放贷条件（就本期专项计划而言，系指主体工程结构封顶）后 90 日或截至优先级资产支持证券预期到期日前一个回收款计算日（以先到期时间为准）基础资产所对应的购房合同的按揭银行仍未发放贷款或未按照购房人申请额度发放贷款，且该购房人亦未足额支付购房尾款的基础资产均属于不合格基础资产，原始权益人需根据《资产买卖协议》的约定进行赎回；最后，本专项计划的流动性支持承诺机制亦能为优先级资产支持证券的按时足额偿付提供良好保障。

4、现金流截流风险

根据北京市住房和城乡建设管理委员会发布的《北京市商品房预售资金监督管理办法》，项目预售过程中，房地产开发企业不得直接收取除定金外的其他商品房预售资金，购房款应直接存入专用账户，房地产开发企业收取的定金，应在完成商品房网上签约后五个工作日内存入专用账户。房地产开发企业需按按照地下结构完成、主体结构完成、竣工验收备案、初始登记完成四个环节设置资金使用节点向监管银行提出书面申请，监管银行收到房地产开发企业用款申请后，符合资金使用条件的，应在五个工作日内拨付资金。如因基础资产对应的项目公司涉及任何形式的账户监管条例或借款条款（包括但不限于初始资产出让方的现有债务合同所涉及的限制性条款，及/或当地房管局对于预售资金的监管要求等）而造成基础资产产生的现金流被截流或转出受限，亦或将对专项计划的分配产生不利影响。

缓释措施：根据《资产买卖协议》的约定，在专项计划存续期间，经开亦盛每保证基础资产项下应收款所对应的现金流回收款不存在限制，同时作为资产服务机构按时足额转付基础资产所对应的现金流回款。此外，考虑到招商蛇口及平安不动产提供的流动性支持承诺，我们认为本专项计划面临的现金流截流风险可得到一定的缓解。

5、基础资产灭失风险

截至封包日，原始权益人提供的《基础资产清单》中共有 98 位购房人存在尚未将购房合同所约定的首付款全部支付完毕的情况。若购房人未能根据《付款承诺函》的约定按时足额支付首付款，将会导致基础资产灭失并影响银行及公积金中心的贷款审核，进而将会对优先级资产支持证券本息的按时足额偿付产生不利影响。

缓释措施：前述 98 笔购房人均已按照《付款承诺函》和原始权益人与其的补充约定，按时足额支付了相应时点的首付款，截至封包日，未发生经开亦盛因购房人逾期支付首付款而根据购房合同及《付款承诺函》的约定单方行使解除权的情况。同时，本专项计划设置了不合格基础资产的赎回，若“臻林雅苑”项目在具备按揭银行及住房公积金中心要求的放贷条件（就本期专项计划而言，系指主体工程结构封顶）后 90 日或截至优先级资产支持证券预期到期日前一个回收款计算日（以先到期时间为准），基础资产所对应的购房合同的按揭银行仍未发放贷款或未按照购房人申请额度发放贷款，且该购房人亦未足额支付购房尾款，则原始权益人应于当个归集期间对应的赎回款划付日将不合格基础资产的赎回价款支付至专项计划账户。此外，考虑到招商蛇口及平安不动产提供的流动性支持承诺，我们认为本专项计划面临的基础资产灭失风险可得到一定的缓解。

交易的法律情况

根据《北京大成律师事务所关于华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划法律意见书》，北京大成律师事务所认为：

(1)主要当事方资格：华融证券作为本专项计划的管理人/销售机构，具备担任专项计划管理人/销售机构的主体资格及资质；民生银行上海分行具备担任专项计划托管人的主体资格及资质；经开亦盛具备担任专项计划原始权益人、资产服务机构和差额支付承诺人的主体资格；招商蛇口和平安不动产具备担任专项计划流动性支持承诺人的主体资格，并已取得其内部决策机构的批准、授权；中诚信国际具备担任专项计划资信评级机构的主体资格；大信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“大信会所”）具备担任本期专项计划现金流预测机构的主体资格。

(2)专项计划法律文件的合法性：专项计划文件约定了合同当事人的权利、义务，符合《中华人民共和国民法通则》、《中华人民共和国民法总则》、《合同法》等法律法规以及《管理规定》、《备案管理办法》及配套规则的有关规定。

(3)基础资产的真实性、合法性、有效性、完整性、特定化、权利归属及其负担情况：在原始权益人业务系统有效运行的前提下，根据对抽样基础资产、首付尚未全部实缴完毕抽样基础资产的核查以及经开亦盛关于基础资产的说明，截至封包日：(1)基础资产界定清晰；(2)经开亦盛向购房人销售“臻林雅苑”商品房并签订购房合同的行为真实、合法，基础资产所对应的购房合同的交易对价符合北京市有关限竞房项目的相关要求，对价公允，且基础资产不存在《资产证券化基础资产负面清单指引》（以下简称“《负面清单》”）中负面清单所列举的情形；(3)基础资产所对应的购房合同已合法生效，经开亦盛已完成现阶段其在购房合同项下除投保“建设工程质量潜在缺陷保险”之外的其他约定义务，未发生购房人对购房合同行使解除权或主张减免购房价款的情况，基础资产所对应的购房人的贷款申请已被贷款机构予以受理；(4)基础资产所对应的购房合同已对购房尾款的金额和支付时间做出约定，在专项计划文件签署生效且原始权益人、资产服务机构、管理人据此确定、转让、管理基础资产的基础上，基础资产具备可特定化；(5)基础资产权属明确，不存在质押等第三方权利限制的情形。

(4)基础资产转让的合法性：在专项计划文件签署生效的基础上，基础资产可在专项计划设立日合法有效进行转让；转让价格公允；专项计划文件已设置权利完善机制，对权利完善通知程序做出约定；专项计划文件对基础资产转让登记安排做出了

约定。同时，在专项计划文件签署生效的基础上，专项计划文件关于购买基础资产的交割的约定不存在违反《合同法》等相关法律法规及规范性文件的情况，《资产买卖协议》经原始权益人与计划管理人合法有效地签署并生效后，原始权益人对基础资产的转让即于转让交割完成之日在原始权益人与计划管理人之间发生法律效力。

(5)风险隔离的有效性：原始权益人依据《资产买卖协议》转让的基础资产能够与原始权益人/资产服务机构自身资产相区别，在原始权益人破产的情形下，基础资产不应被视为原始权益人的破产财产。

(6)专项计划信用增级安排的合法性、有效性：专项计划的信用增级安排符合《合同法》等法律法规以及《管理规定》、《备案管理办法》及配套规则的有关规定。

中诚信国际对本专项计划法律状况的考虑基于上述法律、规章和律师法律意见。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，我们将对专项计划的法律状况保持关注。

基础资产概况

基本情况

本专项计划基础资产系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的，原始权益人因向购房人销售“臻林雅苑”商品房，从而基于购房合同自封包日（含该日）起对购房人享有的要求其支付购房尾款所对应的债权及其附属担保权益（如有）。上述债权包括购房尾款、违约金、赔偿金及其他依据购房合同应由购房人支付的款项。

合格标准

就任一笔基础资产而言，系指在封包日和专项计划设立日，需同时满足以下条件：

(a)原始权益人真实、合法、有效地拥有基础资产。

(b)基础资产上未设定抵押权、质权、其他担保物权或第三方权利负担，不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序，亦不存在被第三人主张抵销、代位权等权利瑕疵或被采取法律强制措施的情形。

(c)基础资产可进行合法有效的转让，购房合同中无禁止转让的条款，无需取得委托人或任何第三方的同意。

(d)原始权益人作为基础资产所对应的“臻林雅苑”的项目公司，具有相应的房地产开发资质，且已经取得了签署基础资产对应的购房合同所需的许可、批准和证照，包括但不限于国有土地使用证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证和商品房预售许可证。

(e)原始权益人作为基础资产所对应的“臻林雅苑”的项目公司，已按照购房合同约定的条件和方式开发建设“臻林雅苑”项目，原始权益人对基础资产对应的购房合同项下销售的“臻林雅苑”商品房享有合法的所有权，是销售“臻林雅苑”商品房的唯一合法所有权人。

(f)基础资产对应的购房合同中的购房人系符合《北京市人民政府办公厅关于贯彻落实国务院办公厅文件精神进一步加强北京市房地产市场调控工作的通知》（京政办发〔2011〕8 号）、《北京市人民政府办公厅贯彻落实<国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知>精神进一步做好北京市房地产市场调控工作的通知》（京政办发〔2013〕17 号）所规定的“北京市购房资格”的自然人，非地方政府或地方政府融资平台公司，且未被列入全国法院被执行人名单、全国法院失信被执行人名单、限制消费人员名单以及证券期货市场失信记录。

(g)基础资产对应的购房合同适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效，基础资产对应的购房合同构成相关购房人在合同项下合法、有效和有约束力的义务，原始权益人作为基础资产所对应的“臻林雅苑”的项目公司，可基于购房合同向购房人主张权利。

(h)就各笔基础资产而言，（I）基础资产对应的购房合同所约定的首付款项以及购房人已支付的购房款项符合“臻林雅苑”所在地北京市住房和建设主管部门、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、北京住房公积金管理中心等机构对于自然人购买商品住房的最低首付款项比例的政策要求；（II）基础资产对应的购房合同项下，符合“京建发(2014)382 号”文件所约定的普通住宅、非普通住宅的购房人已支付的购房款项分别累计不少于该购房合同项下购房款总额的 35%、40%。

(i)基础资产对应的购房合同已由原始权益人与购房人办理完成购房合同网签备案程序。

(j)基础资产对应的购房合同项下的首付款项不涉及“首付贷”。

(k)基础资产对应的购房合同中对购房尾款的还款方式做出了明确约定，且还款方式为购房人向按揭银行申请的贷款，或向按揭银行及住房公积金

管理中心申请的组合贷款，无分期付款等其他支付方式。

(l)基础资产对应的购房合同项下，申请商业贷款的购房人和通过代理机构申请公积金贷款的购房人已向贷款机构（包括按揭银行和住房公积金中心）提交贷款申请并已被受理。

(m)原始权益人作为基础资产所对应“臻林雅苑”的项目公司，已经遵守并履行了基础资产对应的购房合同项下其所应当履行的到期应尽义务；未发生购房人根据购房合同约定而有权解除合同的情况，亦未发生购房人因原始权益人违反基础资产对应的购房合同项下其所应当履行的到期应尽义务而要求退房、解除购房合同等抗辩权、解除权的情况。

(n)购房人在基础资产对应的购房合同项下不享有任何主张抵扣或减免应付款项的权利，为避免歧义，前述扣减或减免应付款的权利不包括购房人享有因建筑面积或套内建筑面积误差而享有对实际购房款扣减的权利。

(o)基础资产对应的购房合同项下的购房人与作为项目公司的原始权益人之间，不存在正在进行的或将要进行的诉讼、仲裁或其他纠纷。

(p)基础资产不属于《负面清单》所列范畴。

(q)单个购房人的购房尾款占资产池总额的比例不超过【0.34】%且单笔购房尾款金额不超过【411】万元，购房尾款金额前五名基础资产合计金额占资产池总额的比例不超过【1.68】%。

(r)计划管理人根据审慎管理原则认定的其他标准。

基础资产概况

在本专项计划中，基础资产来源于一个项目公司名下的一个楼盘项目，且专项计划不设置循环购买。基础资产池共涉及购房人签署的 590 笔购房合同。截至基准日 2020 年 12 月 1 日，本专项计划基础资产池的应收购房尾款金额合计为 119,358.00 万元，其相关统计信息如下表所示。

表 2：资产池概况

入池应收购房尾款合计（万元）	119,358.00
入池基础资产笔数（笔）	590
入池基础资产对应楼盘数量（个）	1
购房合同应收款单笔平均余额（万元）	202.30
单笔最大入池金额（万元）	411.00
入池基础资产已存续时间分布（天）	19~157
入池基础资产加权平均已存续时间（天）	103.78
入池基础资产加权平均首付比例	38.84 %

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

统计特征

城市、楼盘及业态分布

入池基础资产全部位于北京市经济技术开发区，且属于同一楼盘——臻林雅苑一期。入池基础资产对应业态均为住宅，且均为限竞房。

应收购房尾款金额分布

本专项计划中单笔购房尾款余额主要集中在 200~300 万元（不含）之间，金额占比达 68.31%。单笔购房尾款金额最高为 411.00 万元，占入池基础资产总额的比例为 0.34%，平均每笔购房尾款金额为 202.30 万元。

表 3：入池基础资产金额分布情况（万元、笔）

应收购房尾款	金额合计	金额占比	合同笔数
0~100 万元（不含）	3,177.00	2.66%	40
100~200 万元（不含）	30,181.00	25.29%	198
200~300 万元（不含）	81,528.00	68.31%	341
400~500 万元（不含）	4,472.00	3.75%	11
合计	**119,358.00**	**100.00%**	**590**

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

首付比例分布

本专项计划入池基础资产首付比例在 30%（含）~50%（不含）之间的金额占比达 96.67%。

表 4：入池基础资产首付比例分布（万元、笔）

首付比例	金额合计	金额占比	合同笔数
[30%,40%）	55,118.00	46.18%	288
[40%,50%）	59,414.00	49.78%	260
[50%,60%）	317.00	0.27%	3
[60%,70%）	3,440.00	2.88%	27
[70%,80%）	170.00	0.14%	2
[80%,90%）	899.00	0.75%	10
合计	**119,358.00**	**100.00%**	**590**

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

付款方式分布

入池基础资产对应付款方式主要为组合贷款、和银行按揭贷款。其中，以组合贷款作为付款方式的金额最高，金额占比达 73.86%。

表 5：入池基础资产对应付款方式分布情况（万元、笔）

付款方式	金额合计	金额占比	合同笔数
组合贷款	88,155.00	73.86%	427
银行按揭贷款	31,203.00	26.14%	163
合计	**119,358.00**	**100.00%**	**590**

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

合同已存续时间分布

入池基础资产对应合同已存续时间为 19~157 天，主要分布于 60（含）~180 天（含）范围内，金额占比合计为 86.61%。入池基础资产加权平均已存续时间为 103.78 天。具体分布情况如下表所示：

表 6：入池基础资产合同已存续时间分布（天、万元、笔）

合同已存续时间	金额合计	金额占比	合同笔数
[0,60）	14,578.00	12.21%	70
[60,120）	52,378.00	43.88%	259
[120,180]	52,402.00	43.90%	261
合计	**119,358.00**	**100.00%**	**590**

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

前十大债务人

本专项计划入池基础资产前十大购房人合计入池金额为 4,072.00 万元，占整体入池资产的 3.41%，共涉及 10 笔购房合同。其中单一购房人对应入池购房尾款金额最大为 411.00 万元，占基础资产总额的 0.34%。总体来看，本专项计划基础资产分散程度较好。

表 7：入池基础资产前十大购房人金额统计（万元、笔）

购房人姓名	金额合计	金额占比	合同笔数
A	411.00	0.34%	1
B	411.00	0.34%	1
C	408.00	0.34%	1
D	407.00	0.34%	1
E	407.00	0.34%	1
F	407.00	0.34%	1
G	406.00	0.34%	1
H	406.00	0.34%	1
I	405.00	0.34%	1
J	404.00	0.34%	1
合计	**4,072.00**	**3.41%**	**10**

数据来源：经开亦盛提供，中诚信国际整理

现金流分析及压力测试

评级方法概述

本专项计划基础资产为购房尾款，中诚信国际依据《中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型》对本产品进行信用分析。中诚信国际评级反映的是资产支持证券的预期损失程度及其利息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。

依据本专项计划基础资产和交易结构的特点，中诚信国际基于基础资产现金流情况及现金流分配机制的设计，计算在预定的每个本息兑付日，资产池现金流入与资产支持证券应付本息及其之前应付税费的覆盖倍数。然后，结合本专项计划的主要风险及缓释措施、流动性支持承诺人及重要参与方信用状况等因素，中诚信国际会综合分析该覆盖倍数是否可以为资产支持证券提供必要的信用支持，最终由信评委会评定受评产品的信用评级结果。

现金流分析及压力测试

中诚信国际对基础资产现金流的分析及压力测试是基于特定原始权益人经开亦盛提供的基础资产资料、大信会所出具的《华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划现金流预测审核报告》（以下简称“《现金流预测报告》”）及管理人提供的优先级资产支持证券预期收益率、专项计划的分配方案等。根据上述资料，我们对基础资产各期预期现金流入对优先级资产支持证券本息税费的覆盖情况进行正常景况和压力景况测算。

表 8：压力指标基准条件

压力指标	覆盖条件
入池应收购房尾款余额（万元）	119,358.00
基准日	2020 年 12 月 1 日
预计设立日	2020 年 12 月 20 日
优先 A1 级资产支持证券预期收益率[10]	4.50%
优先 A2 级资产支持证券预期收益率	4.50%

数据来源：中诚信国际整理

大信会所出具的基础资产现金流预测是基于预售合同、工程进度计划、月度工程进度统计等信息，预测商业贷款、组合贷款的放款时间概率分布，以此测算2020年12月1日~2022年6月30日期间的基础资产现金流。

根据北京市相关政策的规定，房屋按揭贷款需项目主体工程结构封顶后才可放款。因此，臻林雅苑项目的封顶时间将对购房尾款回款时间产生重大影响。根据经开亦盛、工程承包方、工程监理三方确认的臻林雅苑一期项目施工进度计划、《2020年10月监理月报》，以及11月16日工程实际进度盘点结果，R4 1、5-15号楼和R3 4-6号楼住宅楼预测主体结构封顶时间如下：

表 9：臻林雅苑一期住宅楼预测主体结构封顶时间

楼号	封顶时间
R4 1 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 5 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 6 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 7 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 8 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 9 号楼	2021 年 9 月 13 日
R4 10 号楼	2021 年 9 月 13 日
R4 11 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 12 号楼	2021 年 11 月 15 日
R4 13 号楼	2021 年 9 月 13 日
R4 14 号楼	2021 年 9 月 13 日
R4 15 号楼	2021 年 11 月 15 日
R3 4 号楼	2021 年 9 月 13 日
R3 5 号楼	2021 年 11 月 15 日
R3 6 号楼	2021 年 11 月 15 日

数据来源：经开亦盛、《现金流预测报告》

经经开亦盛与各按揭银行和公积金中心沟通，预计商业贷款和组合贷款在提交贷款手续和主体架构封顶证明材料后开始放款，预测放款时间概率分布如下：

表 10：臻林雅苑一期预测放款时间概率分布

序号	区间（天）	商业贷款放款比例	组合贷款放款比例
1	0-30	75.00%	40.00%
2	31-60	15.00%	35.00%
3	61-90	5.00%	15.00%
4	91-120	3.00%	5.00%
5	121-150	1.50%	3.00%
6	151-180	0.50%	1.50%
7	180-210	0.00%	0.50%

数据来源：经开亦盛、《现金流预测报告》

10 预期收益率仅用于本文的现金流及压力测试，并非实际发行利率和建议发行利率，下同。

大信会所假设贷款放款时间未出现延期（即经开亦盛工程进度、贷款放款时间均与预测一致），同时贷款资金未被截留的情况下，入池资产在2020年12月1日~2022年6月30日期间的现金流入情况如下表所示：

表 11：专项计划现金流入情况预测（万元）

专项计划存续时点	基础资产现金流入
2020 年 12 月	-
2021 年 1 月	-
2021 年 2 月	-
2021 年 3 月	-
2021 年 4 月	-
2021 年 5 月	-
2021 年 6 月	-
2021 年 7 月	-
2021 年 8 月	-
2021 年 9 月	-
2021 年 10 月	9,121.80
2021 年 11 月	4,634.25
2021 年 12 月	51,434.10
2022 年 1 月	31,619.16
2022 年 2 月	13,303.14
2022 年 3 月	4,814.30
2022 年 4 月	2,753.34
2022 年 5 月	1,289.18
2022 年 6 月	388.74

资料来源：大信会所提供，中诚信国际整理

正常景况下现金流分析

基于专项计划对于本息兑付的安排，根据上述测算，优先级资产支持证券存续期间，基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及专项计划税费的整体覆盖倍数可达到 1.04 倍，基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息的保障情况良好。

表 12：正常景况下各兑付日现金流覆盖倍数测算（倍）

预期兑付日	基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数
2021 年 12 月	1.00
2022 年 2 月	1.00
2022 年 5 月	1.28
优先级存续期整体	1.04

资料来源：中诚信国际整理

压力景况下现金流分析

在结合目标评级进行压力测试时，我们主要考虑两个因素，第一个是购房尾款的回款分布较基准情况后置的情况；第二个是优先级资产支持证券发行利率升高的情况。

压力景况 1：中诚信国际考虑各楼栋封顶时间较预期推后，现金流回款亦相应推后的情况。

当封顶时间较预期推后半个月，现金流回款亦相应推后半个月时，优先级资产支持证券存续期间，基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息税费的整体覆盖倍数为 1.04 倍，基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息的保障情况尚可。

表 13：压力景况 1 下各兑付日现金流覆盖倍数测算（倍）

预期兑付日	基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数
2021 年 12 月	1.00
2022 年 2 月	1.00
2022 年 5 月	1.09
优先级存续期整体	1.04

资料来源：中诚信国际整理

压力景况 2：在压力景况 1 中封顶时间较预期推后半个月的基础上，我们还考虑了优先级资产支持证券预期收益率上调，即优先级资产支持证券的预期收益率分别上升 50BP 的情况下的现金流匹配情况。

表 14：压力景况 2 下各兑付日现金流覆盖倍数测算（倍）

预期兑付日	基础资产预期现金流对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数
2021 年 12 月	1.00
2022 年 2 月	1.00
2022 年 5 月	1.05
优先级存续期整体	1.03

资料来源：中诚信国际整理

在压力景况 2 下，优先级资产支持证券存续期间，基础资产预期现金流入对优先级资产支持证券现金流出的整体覆盖倍数为 1.03 倍。此外，考虑到招商蛇口对优先 A1 级资产支持证券提供的流动性支持承诺，以及平安不动产对优先 A2 级资产支持证券提供的流动性支持承诺，我们认为本专项计划优先级资产支持证券本息的按时足额偿付仍具有极强的保障。

原始权益人/项目公司/资产服务机构/差额支付承诺人——经开亦盛

经开亦盛成立于 2019 年 12 月 2 日，由招商局地产（北京）有限公司（以下简称“招商局地产”）出资设立，初始注册资本为 1,000 万元。2020 年 7 月 20 日，深圳市创雾企业管理有限公司（以下简称“深圳创雾”）和北京招亦企业管理有限公司（以下简称“北京招亦”）分别对其进行增资 1,000 万元和 500 万元。截至 2020 年 7 月 20 日，经开亦盛注册资本和实收资本均为 2,500 万元，招商局地产、深圳创雾[11]和北京招亦[12]分别持有其 40%、40%和 20%的股权，招商局地产系其实际控制人。

法人治理结构方面，根据经开亦盛公司章程，经开亦盛设有股东会和董事会。其中股东会系其最高权力机构，决定公司经营方针及投资计划；董事会由股东会委派，其中招商局地产提名 3 名董事，北京招亦和深圳创雾各提名 1 名董事，董事任期三年，任期届满连选可连任。董事会对股东负责，设董事长一名，由董事会选举产生；同时，经开亦盛设总经理，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责并报告工作，主要负责主持公司的生产经营管理工作。组织结构方面，经开亦盛设置的职能部门包括项目部、运营管理部、营销管理部、设计管理部、成本管理部、综合管理部和财务管理部，以适应房地产项目开发的需要。

业务运营情况来看，经开亦盛主营业务为臻林雅苑一期项目的开发建设及销售。经开亦盛于 2019 年 12 月成功竞得“北京经济技术开发区路东区 E9R3 地块”和“北京经济技术开发区路东区 E9R4 地块”，于 2020 年 1 月 13 日取得北京经济技术开发区行政审批局的立项批复，于 2020 年 6 月 14 日取得 E9R4 地块商品房预售许可证，并于 2020 年 6 月 16 日开盘销售。臻林雅苑项目位于北京市经济技术开发区，总建筑面积为 239,595.19 平方米，其中住宅部分建筑面积 148,391.24 平方米，住宅共计 1,634 套，全部系限竞房，销售均价限价 52,695.00 元/平方米。截至 2020 年 6 月 30 日，臻林雅苑一期处于在建阶段，经开亦盛尚未产生销售收入。

盈利能力[13]方面，由于项目尚未竣工结算，因此经开亦盛 2019 年及 2020 年 1~6 月均未确认营业收入。2019 年经开亦盛支付财务费用 1,795.75 万元；由于臻林雅苑一期项目已于 2020 年 6 月开盘预售，因此 2020 年 1~6 月产生销售费用 864.07 万元。2019 年及 2020 年 1~6 月，经开亦盛净亏损分别为 1,346.82 万元和 9,961.51 万元。

资产结构方面，2019 年末及 2020 年 6 月末，经开亦盛总资产分别为 431,610.03 万元和 469,931.51 万元，主要由存货和货币资金构成。2019 年末及 2020 年 6 月末，经开亦盛存货分别为 428,150.00 万元和 451,302.64 万元，占比总资产的比例分别为 99.20%和 96.04%，主要系拟开发产品；同期末货币资金分别为 3,011.09 万元和 14,459.50 万元，占总资产比例分别为 0.70%和 3.08%。

负债结构方面，2019 年末及 2020 年 6 月末，经开亦盛总负债分别为 432,956.85 万元和 481,239.84 万元，均为流动负债，主要由其他应付款构成。同期末其他应付款分别为 432,956.85 万元和 471,243.77 万元，占总负债比例分别为 100.00%和 97.92%，主要系应付股东借款本金。另 2020 年 6 月末，经开亦盛合同负债为 8,894.75 万元，主要系预收售房款。

整体来看，经开亦盛资产构成以存货为主，负债构成以股东借款为主，收入尚待项目竣工交付逐步体现，符合开发建设阶段项目公司的特点。考虑到股东方强大的综合实力以及对公司的持续资金支持，中诚信国际认为经开亦盛具备持续经营能力，符合担任本专项计划原始权益人的要求。

11 平安不动产间接持有深圳创雾 49%的股权。
12 招商局地产直接持有北京招亦 51%的股权。

13以下列财务分析基于经开亦盛提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年度审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报表。2019 年财务数据为审计报告期末数。

流动性支持承诺人/信用增进机构信用质量分析

优先 A1 级流动性支持承诺人——招商蛇口

招商局蛇口前身为蛇口工业区建设指挥部，成立于 1979 年 4 月 1 日。1992 年 2 月 19 日，招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）全资设立招商局蛇口工业区有限公司，注册资本为人民币 2 亿元。1998 年 7 月，招商局蛇口工业区有限公司改组规范为有限责任公司，并增加招商局轮船股份有限公司（现更名为“招商局轮船有限公司”，以下简称“招商局轮船”）为股东，注册资本增加至人民币 3 亿元，招商局集团持股 95%，招商局轮船持股 5%。2002 年 8 月，招商局蛇口工业区有限公司注册资本增加至人民币 22.36 亿元。2015 年 6 月，招商局蛇口工业区有限公司整体改制为股份公司，并更名为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，其中招商局集团持有 95%的股权，招商局轮船持有余下 5%股权。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口吸收合并招商地产，并在深圳交易所挂牌上市，证券简称“招商蛇口”，证券代码 001979.SZ。经过多次增资及股权变更，截至 2020 年 9 月末，招商蛇口注册资本为 79.04 亿元，招商局集团和招商局轮船分别直接持有招商蛇口 58.14%和 5.17%股权，实际控制人为国务院国资委。

法人治理方面，股东大会为招商蛇口最高决策机构，股东大会负责根据上市规则及相关规定设立董事会、监事会和管理层的独立运行机制，并设置与生产经营相适应的组织职能机构，制定相应的岗位职责。董事会为招商蛇口日常管理及经营机构，董事会由 8 名董事组成，其中 3 名为独立董事、5 名为其他董事，董事会设董事长 1 名。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的权职范围内行使职权，决定重大事项，制定发展规划及经营方案。董事会下设专业委员会，包括战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。设监事会，可对董事会决议提出质询或者建议。

组织架构方面，总部职能部门下设立了综合管理部、战略发展部、运营管理部、财务管理部、产品管理部、安全生产监督管理部、监察部、风险管理部等内部管理部门以实现职能清晰、运行有效、风险隔离的经营目的。

业务运营

招商蛇口主要从事社区开发与运营、园区开发与运营以及邮轮产业建设。其中社区开发项目包括别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各品类住宅产品；园区开发与运营主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等产业载体开发以及园区物业管理运营、产业园区管理运营及园区物业销售等业务；邮轮产业建设与运营主要为邮轮运营、邮轮母港的建设与经营。其中，社区开发与运营业务始终是招商蛇口收入的主要来源，但近年来其占比有所下降；园区开发与运营收入占比逐年提升，对招商蛇口营业收入规模形成一定补充。

表 15：近年来招商蛇口营业收入构成情况（亿元、%）

业务类型	2017		2018		2019		2020.1~6	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
社区开发与运营	690.46	90.92	786.89	89.14	845.55	86.57	171.04	70.33
园区开发与运营	61.97	8.29	90.19	10.22	124.76	12.77	71.47	29.39
邮轮产业建设	5.95	0.78	5.70	0.65	6.42	0.66	0.68	0.28
合计	**754.55**	**100.00**	**882.78**	**100.00**	**976.72**	**100.00**	**243.20**	**100.00**

资料来源：招商蛇口报表，中诚信国际整理

经过四十余年建设运营深圳蛇口，招商蛇口累积了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验，具备了各项资源的综合整合能力，形成了很强的品牌竞争优势。从前期提供科学、前瞻性的规划与设计、土地的一级整理开发到工业厂房、研发楼、商业综合体及住宅的开发建设，从提供面向全球的招商服

务、物业管理服务到提供基础设施、配套设施建设、市政公用事业服务，招商蛇口形成了完整的城区和产业园区综合开发的体系和服务理念，同时培养了一定数量的既有专业业务能力又有丰富实践经验的管理团队。

招商蛇口社区开发与运营业务目前已布局国内外近 60 个城市及地区，开发项目逾 200 个，系招商蛇口收入贡献最大的业务板块。城市布局方面，招商蛇口项目主要分布在沿海经济发达城市和中西部高铁沿线城市集群，深耕发展准一线及二线城市，机会参与三、四线城市，并积极尝试海外业务。

项目开发方面，招商蛇口保持较快的开发节奏，近年来新开工面积稳步增长，同时新开工面积始终大于当期对应的竣工面积，不断扩充的在建项目为招商蛇口的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 16：2017~2020 年 6 月招商蛇口房地产业务开竣工情况（万平方米）

指标	2017	2018	2019	2020.6
新开工面积	901	1,082	1,306	531
竣工面积	453	499	904	233
期末在建面积	1,572	2,273	2,935	3,080

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来招商蛇口房地产开发规模持续扩大，销售业绩实现快速增长。2017~2019 年，招商蛇口签约销售面积持续增长，全口径签约销售金额年均复合增长率达 39.82%，2019 年招商蛇口实现全口径签约销售金额 2,204.74 亿元；销售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，近年来招商蛇口销售均价有所波动，整体处于较高水平。2020 年以来，受疫情影响，一季度招商蛇口销售金额同比有所下滑，二季度恢复增长。2020 年上半年，招商蛇口分别实现全口径签约销售金额 1,107.13 亿元，同比增加 9.41%，其中杭州、上海、苏南、南京 4 个城市公司销售额突破 100 亿元；其实现签约销售面积 497.30 万平方米，同比减少 3.48%，中诚信国际将持续关注疫情对招商蛇口销售情况的影响。

结算方面，得益于招商蛇口较好的开发节奏及销售增长态势，近年来招商蛇口房地产业务结算情况较好，结算金额不断增长，同时受结算区域和产品结构调整影响，招商蛇口结算均价有所波动。

表 17：2017~2020.6 招商蛇口房地产业务销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2017	2018	2019	2020.6
签约销售面积	570.01	827.35	1,169.44	497.30
签约销售金额	1,127.79	1,705.84	2,204.74	1,107.13
签约销售均价	19,785	20,618	18,853	22,263
结算面积	435.71	419.47	513.84	106.63
结算金额	688.87	808.15	894.36	186.08
结算均价	15,810	19,266	17,405	17,450

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

从项目销售的区域分布来看，近年来招商蛇口销售区域分布有所变化，目前招商蛇口销售收入贡献以华东区域、江南区域、深圳区域和华北区域主。其中，华东区域始终为招商蛇口销售金额占比最高的区域，深圳系其传统战略重心。具体来看，2019 年招商蛇口销售金额排名前五的城市或区域分别为深圳、南京（含合肥、镇江）、苏南（含苏州、上海（含南通、嘉兴、太仓）和杭州（含绍兴、台州、温州），占比分别为 13.25%、11.60%、11.22%、11.21%和 10.64%。2020 年上半年，招商蛇口销售金额排名前五的城市或区域分别为深圳、杭州（含绍兴、台州、温州）、上海（含嘉兴、太仓）、苏南（含苏州、常熟、常州、无锡）和南京（含镇江、徐州），占比分别为 15.16%、13.98%、10.60%、9.88%和 9.09%。

表 18：近年来招商蛇口房地产开发业务销售金额的区域分布情况

区域	2017	2018	区域	2019	区域	2020.6
华东	30%	43%	华东	25.21%	华东	32.44%
深圳	22%	19%	江南	22.81%	江南	21.08%
华中	17%	16%	深圳	13.88%	深圳	17.63%
华北	13%	12%	华北	12.29%	华北	7.92%
华南（除深圳）	17%	10%	华中	8.79%	华南	7.81%

其他	1%	0.50%	华南	7.92%	西南	7.44%
-			西南	7.89%	华中	4.33%
-			东南	0.92%	东南	1.12%
-			海外	0.29%	海外	0.24%
合计	**100%**	**100%**	**合计**	**100.00%**	**合计**	**100.00%**

注 1：其他包括香港、新西兰和园区事业部；
2：2017 年不含资产处置和股权转让收入。
资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

随着国内城镇化建设的不断深化，全国房地产城市能级日益分化，一、二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温；因此，近年招商蛇口在立足于原有目标城市的同时，进一步优化一、二线城市城区优质土地资源储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，招商蛇口也积极采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

表 19：近年来招商蛇口土地储备情况（个、万平方米、元/平方米、亿元）

指标	2017	2018	2019	2020.6
当年新拓展项目	55	80	79	40
当年新增土地储备建筑面积	797	1,357	1,423	660
当年新增土地平均成本	11,072	7,030	6,861	9,620
当年地价支出金额	882	954	976	635

注：上述数据均为全口径数据，地价支出金额含收并购项目支出金额。
资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

2017~2019 年招商蛇口加大土地获取力度，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，但城市能级有所下沉，土地平均成本有所降低。其中，2019 年全年招商蛇口新增项目 79 个，扩充项目资源 1,423 万平方米，权益面积 779 万平方米。招商蛇口新获取项目三四线城市居多，按规划计容建筑面积计算，一线城市占比 9.05%，二线城市占比 36.50%，三四线城市占比 53.76%，香港及海外地区占比 0.68%。具体来看，2019 年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于昆明、南通、西安、苏州和温州，占比分别为 19.71%、9.90%、6.17%、5.00%和 3.65%。2020 年上半年，招商蛇口新增项目 40 个，扩充项目资源 660 万平方米。此外，招商蛇口新增土地平均成本为 9,620 元/平方米，较 2019 年增幅较大。

截至 2019 年末，招商蛇口在 60 余个城市及地区拥有 346 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积[14]为 4,650.81 万平方米，同比增长 10.27%，其中权益口径项目储备总建筑面积为 2,652.22 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 15.51%，二线城市占比 45.40%，三四线城市占比 38.84%，香港及国外占比 0.26%。招商蛇口在核心一二线城市拥有大量优质项目资源，但占比同比有所下滑。具体来看，其中建筑面积前五大城市为昆明、深圳、重庆、南京和武汉，占比分别为 8.83%、7.23%、5.53%、5.19%和 5.15%。另截至 2020 年 6 月末，招商蛇口拥有 388 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积为 5,148.92 万平方米。总的来看，目前招商蛇口的项目开发规模体量较大，在对招商蛇口业绩形成强有力支撑的同时亦对招商蛇口的资金支出提出较高要求。

2019 年 12 月招商蛇口下属子公司与前海管理局下属子公司将相关资产并入两者合资公司共同开发。至此，招商蛇口前海土地整备事项已完成[15]，招商蛇口在前海区域的土地权益已明确。截至 2020 年 6 月末，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平米的项目储备（不含人才用房），拥有 392.81 万平米的项目储备未开工[16]。前海蛇口区域集深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和战略优势。随着前海自贸区规划逐渐落地，招商蛇口在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为招商蛇口未来的经营业绩形成较好保障。

[14] 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-竣工面积
[15] 为满足前期启动项目一期及前海深港文创小镇一期的实际开发建设需要，招商蛇口前期已置换获得土地面积为 7.20 万平方米的商业用地。
[16] 后续将基于前海管理局对于妈湾片区开发建设“六年分宗，十年建成”的总体要求，按照前快后稳、品质引领的原则，综合考虑市场需求、资金平衡、交通条件、产业发展等因素，推进前海土地的开发建设。

招商蛇口园区开发与运营业务主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营理业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。从业务模式来看，招商蛇口园区开发与运营业务涵盖园区土地获取、园区规划、土地开发、出租、各类产业载体开发、园区资产管理运营服务等业务环节或产品。受历史遗留因素及当地政策的影响，招商蛇口每个园区的开发模式及所处阶段不尽相同。2019 年招商蛇口园区开发与运营实现收入 124.76 亿元，同比大幅增长 38.33%，主要系深圳国际会展中心商业配套项目结转所致。2020 年 1~6 月，招商蛇口园区开发与运营实现收入 71.47 亿元，同比大幅增加 78.31%，主要系物业管理业务规模的扩大。

根据产业发展的不同阶段及规模，招商蛇口从产业创新孵化空间，特色产业园区以及产业新城/小镇三个维度布局园区业务。截至 2019 年末，招商蛇口持有或运营的意库系、网谷系和智慧城系特色园区面积达 384 万平方米；产业新城/小镇已经获取 8 个项目，占地面积约 175 平方公里。另截至 2020 年 6 月末，招商蛇口已获取的产业新城类项目 9 个，占地面积约 227 平方公里。

此外，2018 年招商蛇口与招商局集团及招商局集团（香港）有限公司签订股权转让协议，以 85.53 亿元现金收购招商局漳州开发区有限公司（以下简称“招商漳州”）[17]78%股权，丰富了招商蛇口园区资源储备。截至 2019 年末招商漳州及其控股子公司拥有产权的（包括土地使用权及海域使用权）规划平整土地面积 2,200.04 万平方米，累计平整土地面积 2,053.34 万平方米。

物业租赁方面，2017~2019 年末，招商蛇口拥有可出租的土地面积分别为 184 万平方米、202.81 万平方米和 153.85 万平方米，近年来招商蛇口土地出租率保持在 97%左右；2017~2019 年，招商蛇口土地出租收入分别为 1.50 亿元、1.26 亿元和 1.09 亿元，受出租单价波动和面积影响下降影响，土地出租收入近年来持续减少。另截至 2020 年 6 月末，招商蛇口拥有可出租土地面积 156.56 万平方米，出租率 99%；2020 年 1~6 月，其实现出租收入 0.42 亿元。

投资性物业方面，2017~2019 年末，招商蛇口拥有的可出租投资性物业面积分别为 269.83 万平方米、311.74 万平方米和 364.93 万平方米，涵盖公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2017~2019 年，招商蛇口分别实现出租收入 22.47 亿元、24.92 亿元和 28.25 亿元，总体出租率分别为 83%、86%和 84%。另截至 2020 年 6 月末，招商蛇口拥有的可出租投资性物业总可出租面积 389.17 万平米，总体出租率 79%，出租率有所下降主要系受整体经济环境波动及疫情影响所致；2020 年 1~6 月，其实现出租收入 13.71 亿元，同比增加 1.23%。

酒店运营方面，招商蛇口酒店运营趋于成熟，截至 2019 年末，招商蛇口在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2,438 套。2017~2019 年，招商蛇口分别实现酒店运营收入 5.94 亿元、7.50 亿元和 7.76 亿元。另截至 2020 年 6 月末，招商蛇口拥有酒店客房 2,344 套；2020 年 1~6 月，酒店入住率受疫情影响较大，其实现酒店收入 1.82 亿元，同比下降 47.79%。

物业管理方面，2019 年，招商蛇口以支付现金方式协议受让中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）持有的中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”，后更名为“招商积余”）22.35%股份，及以持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）100%股权认购中航善达非公开发行股份（以下简称“股权认购股份”），截至 2019 年末，招商蛇口合计持有招商积余 51.16%的股权，成为其控股股东[18]。截至 2019 年末，招商积

[17] 招商漳州成立于 1992 年，自成立起即负责漳州开发区的开发建设。招商漳州目前主要负责开发漳州双鱼岛项目，双鱼岛位于厦门湾南岸，作为中国第一例获批的经营性人工岛，漳州双鱼岛项目计划开发建成集休闲、娱乐、居住、养生于一体的全国旅游目的地。

[18] 2019 年 9 月 4 日，中航善达 22.35%股份已经过户至招商蛇口，后者成为中航善达第一大股东。2019 年 12 月 4 日，中航善达完成

余物业管理面积 1.53 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.76 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.77 亿平方米。2019 年招商积余实现营业收入 60.78 亿元，同比减少 8.68%。另截至 2020 年 6 月末，招商积余物业管理面积 1.72 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.86 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.86 亿平方米。2020 年 1~6 月，招商积余实现营业收入 38.68 亿元，同比增加 49.88%。

招商蛇口邮轮产业建设与运营业务包括深圳蛇口邮轮母港、厦门邮轮母港的邮轮运营、客运及港口出租等业务，主要由子公司深圳迅隆船务有限公司（以下简称"迅隆船务"）和深圳招商蛇口国际邮轮母港有限公司（以下简称"蛇口邮轮母港"）运营。招商蛇口已初步完成在深圳、厦门、上海、湛江的邮轮母港布局，并以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，在全国邮轮港口进行布局及商业模式复制，目前正积极拓展十余个沿海城市与长江沿岸母港项目，争取建立中国本土邮轮品牌。

迅隆船务成立于 1993 年 11 月 6 日，主要经营业务为邮轮中心物业出租、邮轮码头运营、高速客轮、蛇口客运码头运营等。目前迅隆船务主要经营深圳蛇口至香港港岛、深圳蛇口至香港国际机场、深圳蛇口至澳门外港/氹仔、深圳机场至澳门外港/氹仔等水上客运航线，是深圳西部前往香港、香港机场、澳门最重要的旅客通道之一。招商蛇口自有在营高速客轮 10 艘。2017~2019 年，迅隆船务实现经营收入 2.45 亿元、2.71 亿元和 2.96 亿元，收入稳步增长。2020 年上半年，受疫情影响，迅隆船务实现营业收入 0.30 亿元。

蛇口邮轮母港成立于 1993 年 4 月 13 日，主要经营客运码头及服务业务，为船公司船舶提供靠泊服务，并负责旅客客票销售、候船、入闸、出入境协助、登船服务，提供旅客行李服务，目前与迅隆船务已经合署办公。码头主要发送目的地包括香港机场、澳门、香港中环及珠海等地，2019 年蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮 96 艘次，同比增长 8%，邮轮客流 37.31 万人次，同比增长 2.33%。2019 年码头吞吐量合计 345.16 万人次，其中渡轮码头吞吐量 308.85 万人次，邮轮码头吞吐量 37.31 万人次。邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成，另外提供多余泊位岸线的对外租赁，船舶供水供电及客运楼内少量办公室和商铺的对外租赁及停车场对外经营业务。2017~2019 年蛇口邮轮母港实现经营收入 1.61 亿元、2.53 亿元和 3.42 亿元。受到全球新冠疫情影响，2020 年 1 月下旬，邮轮港口的邮轮全部停航，从蛇口邮轮母港出发的部分客轮航线相继停航，2020 年上半年蛇口邮轮母港实现营业收入 0.38 亿元。但随着国内疫情得到有效控制，客轮航线逐渐恢复，招商蛇口还积极拓展国内客轮新航线，新增"蛇口-横琴"、"蛇口-中山"航线，客流量逐步回升。总的来看，招商蛇口邮轮产业建设与运营收入较为稳定，对营业收入贡献仍较小，同时受近期疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力。

表 20：近年来招商蛇口邮轮产业建设与运营业务收入（万元）

业务分类	2017	2018	2019	2020.6
迅隆船务	24,477.17	27,131.57	29,577.39	2,983.79
蛇口邮轮母港	16,082.83	25,250.97	34,193.50	3,835.49
香港邮轮	11,122.61	4,569.37	386.20	0.00
合计	**51,682.61**	**56,951.91**	**64,157.09**	**6,819.28**

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析基于招商蛇口提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告、经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度财务报表。2017 年及 2018 年财务数据分别为 2018 年及 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为当期审计报告期末数。

盈利能力

受部分区域限价以及结转产品类型、结转体量

公司名称的工商变更登记手续，更名为"招商局积余产业运营服务股份有限公司"（简称"招商积余"）。2019 年 12 月 5 日，本次收购涉及的新增股份在深圳证券交易所上市，招商蛇口直接及间接合计持有招商积余 51.16%的股权，成为招商积余的控股股东。

变化的影响，2019 年招商蛇口社区开发与运营业务毛利率同比有所降低，带动其整体毛利率水平有所下滑，但各项业务毛利率仍处于较高水平。2020 年上半年，招商蛇口社区开发与运营毛利率进一步下降，主要受结转产品类型、地区结构以及限价政策等因素的影响；园区开发与运营业务毛利率的下降主要系毛利率较低的物业管理业务收入占比的上升以及疫情对园区租赁业务的影响所致；邮轮建设与运营业务方面，受疫情影响，港澳水上客运航线及邮轮业务暂停营运，邮轮业务毛利率降幅较大。得益于招商蛇口良好的销售业绩，截至 2019 年末，招商蛇口合同负债[19]及预收款项分别为 142.89 亿元和 834.86 亿元，合计占当年营业收入的比重为 100.10%。另截至 2020 年 9 月末，招商蛇口合同负债及预收款项分别为 1,535.13 亿元和 1.15 亿元，合计占当期营业收入的比重为 595.50%，对未来收入结转的保障能力很强。

表 21：近年来招商蛇口主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.6
社区开发与运营	38.38	39.28	33.55	23.52
园区开发与运营	34.50	41.60	42.25	25.41
邮轮建设与运营	4.12	34.91	32.35	-58.15
综合毛利率	**37.79**	**39.49**	**34.65**	**23.85**

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

近年来受招商蛇口人工费用增长的影响，管理费用快速增长；同时由于销售规模的提升，招商蛇口销售机构费用及佣金大幅增长，销售费用呈增长态势；此外随着债务规模持续上升致使财务费用提升较快，综合来看招商蛇口整体期间费用把控能力有所弱化，但仍处于较好水平。

受毛利率下降及期间费用升高的影响，2019 年招商蛇口经营性业务利润有所下降。近年来招商蛇口投资收益持续增长，其中 2017 年招商蛇口为引入商业地产品牌运营商出售深圳蛇口太子湾区域部分项目实现投资收益 24.18 亿元；2018 年因京沪三项资产相关股权转让确认收益 35.09 亿元以及根据权益法核算确认的投资收益 16.97 亿元；2019 年处置 Frontier Shekou Commercial Holdings Limited 股权收益 42.80 亿元，处置深圳市商启置业有限公司（以下简称“商启置业”）51%股权收益 12.35 亿元，同时商启置业按照公允价值重新计量剩余股权产生的利得 11.86 亿元。资产减值损失规模持续扩大，均为存货跌价损失，2019 年招商蛇口资产减值损失主要为厦门臻园、福州雍景园、珠海依云华府等项目计提存货跌价准备合计 20.92 亿元所致。

随着财务性利息支出的持续增加和利润总额的波动上升，EBITDA 呈现增长态势，EBITDA 利润率维持在较高水平；同时随着 2019 年所有者权益快速增长，招商蛇口净资产收益率大幅下降。

表 22：近年来招商蛇口盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
销售费用	14.87	15.54	22.07	4.78
管理费用	13.45	15.27	17.81	3.69
财务费用	8.72	24.48	27.73	7.39
期间费用率	4.88	6.26	6.92	6.15
经营性业务利润	183.63	210.94	179.81	28.96
资产减值损失	3.33	9.86	20.92	0.00
公允价值变动收益	-0.14	-0.63	1.14	-0.06
投资收益	29.10	65.48	102.31	2.41
营业外损益	-0.25	-0.12	-1.96	-0.01
利润总额	209.02	266.01	261.24	31.20
EBITDA	243.73	313.31	324.61	--
净利润	154.41	194.61	188.57	21.68
EBITDA 利润率	32.10	35.49	33.23	--
净资产收益率	17.78	19.03	11.22	1.28*

注：2020 年三季度带*数据经年化处理
资料来源：招商蛇口财务报表，中诚信国际整理

资本结构

招商蛇口资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产等构成，经营规模的扩大及前海土地整备完成带动其资产总额快速增加。具体来看，随着招商蛇口存货的快速增加，流动资产逐年提升；受招商蛇口长期股权投资的增加影响，非流动资产规模上升明显。其中货币资金较为充裕，近年来持续增长；其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而不断上升；招商蛇口存货主要由在建开发产品构成，其中 2019 年因前海土地整备，深圳前海湾土地开发

[19] 公司控股子公司招商局置地有限公司（以下简称“招商置地”，香港上市代码 0978.HK）在香港联合交易所上市，招商置地于 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将因转让商品收到的预收款在本项目列示。

成本账面价值增加 401.31 亿元。随着对合联营企业的新增投资增加，近年来长期股权投资余额持续增长。2019 年受益于前海土地整备及合资合作事项完成及其他持有型物业增加，招商蛇口投资性房地产账面价值大幅增长。

招商蛇口负债主要由应付账款、其他应付款和预收款项[20]和有息负债等构成，近年来招商蛇口负债总额亦呈扩张态势，其中应付账款呈增长态势，主要系随着业务规模扩大，建筑工程款增长所致；其他应付款有较大幅度提升，主要系合作公司往来增长所致；预收款项主要为预收购房款，受益于销售回款增加，预收款项逐年增长，为招商蛇口未来结转收入提供了支撑；此外，随着近年业务规模的快速扩张，招商蛇口对外融资需求亦不断提高，有息债务规模呈上升趋势。

招商蛇口所有者权益主要由未分配利润、其他权益工具和少数股东权益等构成。具体来看，得益于招商蛇口房地产开发业务很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；其他权益工具主要系招商蛇口发行的永续债；此外，近年来招商蛇口少数股东权益保持增长，主要系招商蛇口合作项目的增加和前海土地整备的完成所致[21]。

表 23：近年来招商蛇口主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
总资产	3,392.18	4,232.21	6,176.88	7,063.25
货币资金	460.42	673.81	753.24	724.47
其他应收款	625.55	646.33	720.53	915.25
存货	1,676.32	2,108.21	3,122.07	3,644.57
长期股权投资	89.49	173.11	265.93	318.81
投资性房地产	277.25	398.04	903.76	935.98
总负债	2,435.20	3,143.59	3,903.18	4,803.20
总债务	1,033.98	1,213.68	1,430.25	1,557.23
应付账款	221.49	260.13	354.03	350.02
其他应付款	467.04	680.94	736.86	829.06
预收款项	551.35	753.49	977.75	1,536.28
未分配利润	352.32	447.70	530.47	482.99
其他权益工具	40.00	70.00	190.00	162.00
所有者权益	956.97	1,088.63	2,273.70	2,260.05
少数股东权益	245.61	329.54	1,325.25	1,386.04
资产负债率(%)	71.79	74.28	63.19	68.00
净负债率(%)	59.93	49.63	29.78	36.85

注：2017~2019 年及 2020 年 9 月末合同负债已调至预收款项；由于 2020 年三季度财务报表无附注，故未将 2020 年 9 月末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务。
资料来源：招商蛇口财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升以及充裕的期末手持货币资金规模，其财务杆始终控制在较好水平。近年来资产负债率均低于 75%，净负债率控制在 60%以内。若将招商蛇口 2020 年 9 月末 162.00 亿元永续债调入长期债务，则 2020 年 6 月末招商蛇口资产负债率和净负债率分别为 70.30%和 44.02%，仍处于较好水平。

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来招商蛇口流动资产规模不断上升。招商蛇口流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 24：近年来招商蛇口主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
流动资产/总资产	85.86	83.75	77.26	78.82
存货/流动资产	57.56	59.48	65.42	65.46
货币资产/流动资产	15.81	19.01	15.78	13.01
其他应收款/流动资产	21.48	18.24	15.10	16.44
（存货+货币资金）/流动资产	73.36	78.49	81.20	78.47
已完工开发产品	249.27	221.02	387.74	--
已完工开发产品/存货	14.87	10.48	12.42	--
在建开发产品	1,129.24	1,672.20	1,988.25	--
在建开发产品/存货	67.36	79.32	63.68	--
拟开发产品	225.52	144.31	273.57	--
拟开发产品/存货	13.45	6.85	8.76	--
土地开发成本	71.80	70.16	471.81	--
土地开发成本/存货	4.28	3.33	15.11	--

资料来源：招商蛇口财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，招商蛇口存货主要由已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和土地开发成本等构成。2019 年土地开发成本同比大幅增加主要系当年土地整备增加深圳前海湾土地账面价值

[20] 鉴于 2018 年及 2019 年末合同负债科目中主要为预收购房款及预收物业管理费，为与 2017 年保持一致口径，将合同负债科目调至预收款项。

[21] 2019 年 12 月，招商蛇口子公司深圳市招商前海实业发展有限公司（以下简称“前海实业”）、深圳市前海开发投资控股有限公司（以下简称“前海投控”（与共同投资设立合资公司深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司（以下简称“前海自贸”（签署了《增资协议》，由前海自贸主导以增资扩股的方式向前海实业、前海投控分别收购其合法持有的深圳市招商前海驰迪实业有限公司（以下简称“招商驰迪”）100%股权及深圳市前海鸿昱实业投资有限公司（以下简称“前海鸿昱”）100%股权；同时，前海实业以部分现金向前海自贸增资。招商驰迪及前海鸿昱 100%股权于增资基准日 2019 年 9 月 30 日的作价金额分别为 644.08 亿元和 729.08 亿元，前海实业现金增资的金额为 85 亿元。上述交易于 2019 年 12 月 30 日完成，交易完成后前海实业和前海投控仍各自持有前海自贸 50%的股权，前海实业仍能够控制前海自贸。

401.31 亿元。2019 年招商蛇口计提存货跌价准备 20.92 亿元，主要系对厦门、福州、珠海及佛山等项目计提的存货跌价准备，需对招商蛇口未来项目去化情况加以关注。资产周转效率方面，近年来招商蛇口存货周转率和总资产周转率持续下滑，但整体资产周转效率尚可。

表 25：近年来招商蛇口周转率相关指标（次/年）

	2017	2018	2019	2020.9
存货周转率	0.33	0.28	0.24	0.08*
总资产周转率	0.26	0.23	0.19	0.05*

注：2020 年三季度带*数据经年化处理
资料来源：招商蛇口定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

招商蛇口经营活动净现金流不断向好，其中招商蛇口销售商品、提供劳务收到的现金亦呈逐年上升趋势，2019 年为 1,259.33 亿元。

随着招商蛇口新获取项目力度的加大以及在建项目的持续推进，招商蛇口近年来总债务规模呈增长态势，主要由银行融资和应付债券构成。其中 2019 年末短期债务在总债务中占比为 39.09%。2019 年招商蛇口综合资金成本 4.92%，同比上升 7 个 BP，仍处于同行业较低水平。

受益于很强的盈利能力，招商蛇口 EBITDA 对债务本息的保障能力近年来维持在较好水平；同时，招商蛇口手持货币资金充足，对短期债务的覆盖能力较强。由于招商蛇口业务规模的扩张，销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，其经营获现情况持续向好，但经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱。

表 26：近年来招商蛇口现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	-50.63	104.78	138.12	102.45
销售商品、提供劳务收到的现金	814.39	1,013.01	1,259.33	1,163.08
货币资金/短期债务	1.45	1.56	1.35	1.02
总债务	1,033.98	1,213.68	1,430.25	1,557.23
短期债务/总债务	30.72	35.61	39.09	45.44
总债务/EBITDA	4.24	3.87	4.41	--
经营活动净现金流/总债务	-0.05	0.09	0.10	0.09*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.27	1.20	1.14	1.00*
EBITDA 利息保障倍数	4.83	3.88	3.54	--
经营活动净现金/利息支出	-1.00	1.30	1.51	--

注：2020 年三季度带*数据经年化处理
资料来源：招商蛇口财务报表，中诚信国际整理

截至 2020 年 6 月末，招商蛇口获得各大银行等金融机构授信额度为 1,990.32 亿元，未使用授信额度为 1,107.88 亿元。此外，招商蛇口通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券等多种方式募集资金，招商蛇口融资渠道丰富且具有一定资金成本优势。

截至 2020 年 6 月末，招商蛇口受限资产合计为 626.79 亿元，其中受限货币资金 9.01 亿元，受限的存货 505.64 亿元，受限的投资性房地产 102.08 亿元，受限的固定资产 10.05 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 9.38%。

或有事项方面，截至 2020 年 6 月末，招商蛇口对外担保余额 29.39 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 1.32%，或有负债风险较小。此外，招商蛇口向银行提供商品房按揭贷款担保金额为 293.74 亿元。截至 2020 年 6 月末，招商蛇口无重大诉讼。

总体而言，招商蛇口近年来维持较大规模的新增土地储备需求，同时随着在建项目持续推进，招商蛇口未来或面临一定的资本支出压力。但考虑到招商蛇口持续有力的股东支持、充足且优质的项目储备、较大规模的待结算资源以及多样的融资渠道，招商蛇口提供的流动性支持承诺可为优先 A1 级资产支持证券的按时、足额偿付提供极强的保障。

优先 A2 级流动性支持承诺人——平安不动产

平安不动产（本节或简称“公司”）成立于 1995 年 1 月 6 日，前身为“深圳市平安物业投资管理有限公司”，初始注册资本为 2,000 万元，由中国平安保险公司（后更名为“中国平安保险（集团）股份有限公司”，以下简称“平安集团”）出资 1,800 万元、

深圳平安实业投资公司（后更名为“深圳市平安创新资本投资有限公司”）出资 200 万元组建，持股比例分别为 90%、10%。自成立之后，公司名称经历数次变更，曾用名包括“深圳平安物业设施管理有限公司”、“深圳平安物业投资管理有限公司”、“深圳平安不动产有限公司”，并于 2014 年 5 月变更为现名。此外，公司历经多次股权转让及增资。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本为 200 亿元，中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安寿险”）、中国平安财产保险股份有限公司（以下简称“平安产险”）和深圳平科信息咨询有限公司分别持股 49.50%、35.00%和 15.50%。公司的最终控股股东为平安集团。

平安集团是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为集保险、银行、投资等金融业务为一体的综合金融服务集团，是国内少数具备金融业全牌照的集团之一。平安集团为香港联合交易所主板及上海证券交易所两地上市公司，在 2019 年美国《财富》杂志“世界 500 强企业”名列第 29 位。截至 2019 年 12 月 31 日，平安集团总资产达 82,229.29 亿元，所有者权益达 8,523.70 亿元；2019 年平安集团实现营业总收入 11,688.67 亿元，实现净利润 1,643.65 亿元，综合实力雄厚。公司是平安集团管理架构中的一级子公司，是平安集团不动产领域投资与资产管理的主要渠道和载体，在平安集团体系内占据重要地位，可充分受益于平安集团强大的品牌效应、丰富的业务资源和综合金融优势。

截至 2019 年末，公司总资产为 864.61 亿元，所有者权益合计为 372.41 亿元，资产负债率为 56.93%；2019 年公司实现营业收入 21.98 亿元，净利润 68.25 亿元，经营活动净现金流 19.23 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司总资产为 1,027.74 亿元，所有者权益合计为 411.99 亿元，资产负债率为 59.91%；2020 年 1~6 月，公司实现营业总收入 12.88 亿元，净利润 10.55 亿元，经营活动净现金流入 1.59 亿元。

业务运营

平安不动产是平安集团旗下不动产领域投资与资产管理的主要渠道和载体，业务包括资产管理和不动产投资两大板块。资产管理业务是指公司接受平安集团子公司和外部第三方的委托提供不动产投资顾问服务和资产管理服务，主要包括不动产资产运营管理、工程管理、项目投资顾问、基金管理业务及财务顾问业务；不动产投资业务是指公司利用自有资金进行的不动产投资，主要包含基金投资、工业物流、养生养老、商业物业投资、海外投资五项业务。公司营业收入主要来自于项目投资顾问业务、财务顾问业务、不动产资产运营管理业务、工程管理业务、基金管理业务、租赁及物业管理业务等，2017~2019 年及 2020 年 1~6 月平安不动产分别实现营业收入 20.96 亿元、18.67 亿元、21.98 亿元和 12.88 亿元，2018 年有所下降主要因公司战略转型，主动控制财务顾问业务规模，导致财务顾问收入下降。此外，公司通过债权投资和股权投资的形式获得债权投资的利息收入和股权投资产生的股权溢价，计入当期的投资收益科目中，2017~2019 年及 2020 年 1~6 月平安不动产分别实现投资收益 25.11 亿元、56.12 亿元、84.95 亿元和 15.48 亿元，未在营业收入中体现，但在公司的利润来源中占据较大的比重。

表 27：近年来公司营业收入明细（亿元、%）

业务类型	收入类型	2017		2018		2019		2020.1~6	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
资产管理									
不动产资产运营管理	资产管理费收入	1.43	6.80	1.76	9.40	1.95	8.89	0.97	7.59
工程管理	工程管理收入	0.97	4.62	0.23	1.24	0.64	2.92	0.28	2.18
项目投资顾问	投资顾问费收入	9.68	46.17	9.75	52.23	12.53	56.99	7.26	56.38
基金管理	投资管理费收入	0.69	3.28	0.89	4.74	1.94	8.83	1.02	7.94
财务顾问	财务顾问费收入	3.37	16.06	1.71	9.17	1.50	6.80	1.23	9.55

保理业务	保理业务收入	-	-	0.06	0.32	0.76	3.47	1.37	10.62
不动产投资									
基金投资业务	-	-	-	-	-	-	-		
商业物业	租赁收入	1.36	6.47	0.34	1.79	0.64	2.90	0.38	2.93
	物管费收入	0.51	2.43	0.10	0.52	0.02	0.08	0.01	0.07
	酒店业务收入	0.73	3.49	0.77	4.15	0.72	3.27	0.20	1.56
工业物流	租赁收入	1.45	6.90	1.84	9.86	0.65	2.97	-	-
	物管费收入	0.57	2.71	0.77	4.10	0.28	1.28	-	-
养生养老	租赁及其他收入	0.04	0.20	0.25	1.32	0.35	1.59	0.15	1.18
其他	-	0.18	0.88	0.22	1.16	--	--	-	-
合计	-	20.96	100.00	18.67	100.00	21.98	100.00	12.88	100.00

注：1、公司 2017~2019 年审计报告中的租赁收入由上表商业物业租赁收入和工业物流租赁收入构成；同期物业管理收入由上表商业物业的物管费收入和工业物流的物管费收入构成；2、基金投资业务和海外投资业务产生的收入主要为债权投资的利息收入和股权投资产生的股权溢价，已计入当期的投资收益科目中，未在营业收入中体现；3、工业物流业务于 2018 年 7 月转让至平安寿险。

资料来源：平安不动产提供，中诚信国际整理

资产管理板块

不动产资产运营管理业务

公司不动产资产运营管理业务主要模式为接受客户的委托对已建成完工的不动产项目提供招商招租、物业升级改造、物业处置等运营服务，向委托人收取资产管理费。公司在提供服务期间，每年按资产原值的 0.25%-0.50%向委托人收取费用。公司不动产资产运营管理业务委托人主要为平安集团子公司，包括平安寿险、平安产险、平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）等。2017~2019 年，公司不动产资产运营管理业务分别实现营业收入 1.43 亿元、1.76 亿元和 1.95 亿元，稳定增长。截至 2019 年末，公司资产运营管理项目合计 43 个，主要管理的物业有写字楼、综合体、住宅、公寓、酒店等。目前，公司所管理的不动产项目均具有较好的区位条件，整体出租率较高，其中多数项目出租率达到 95%以上。公司所管理资产租客以平安寿险、平安产险和平安信托等平安集团内子公司为主。目前，公司所管理的资产出租率在 90%左右。总体来看，公司目前主要接受平安集团旗下公司的委托进行不动产资产运营管理，业务来源有保障，营业收入逐年稳定增长。

工程管理业务

公司工程管理业务主要模式为接受客户委托对在建的不动产项目提供专业的工程规划、建造等工程管理服务，具体内容包括：委托人与公司签署建设工程项目委托管理合同（或不动产管理咨询协议），将策划、设计、建造、验收等全过程委托给公司管理，公司通过招标等方式确定有资质的供应商负责项目具体实施。委托人与公司双方约定管理目标，如工程、成本、质量标准等，根据项目管理目标的达成情况收取管理费用。费用收取方面，工程的建安成本由委托人支付，公司以建安成本为基数，每季度按 1.50%的费率向委托人收取费用。

目前公司工程管理业务委托人主要为平安集团下属公司，此外，公司亦向集团外拓展客户，目前集团外客户主要为天津泰达集团有限公司。2017~2019 年，公司分别实现工程管理业务收入 0.97 亿元、0.23 亿元和 0.64 亿元，2018 年大幅下降的主要原因为部分项目逐步进入竣工及运营阶段。截至 2019 年末，公司提供工程管理服务的项目共 4 个，分别为北京丽泽商务区办公楼项目、产险大厦、八卦岭平安大厦和张江 3 号项目。

表 28：截至 2020 年 3 月末公司工程管理项目情况（万元）

项目名称	委托人	工程管理费收入			
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
上海中国平安金融中心	中国平安人寿保险股份有限公司	--	-41.42	--	--
杭州平江建设项目	杭州平江投资有限公司	1,662.42	--	--	--
深圳城市广场	深圳平安商用置业投资有限公司	77.95	--	--	--

北京丽泽商务区办公楼项目	北京金坤丽泽置业有限公司	6,450.64	1,097.77	731.85	--
香港 IFC	中国平安保险海外(控股)有限公司	249.06	--	--	--
产险大厦	中国平安财产保险股份有限公司	1,241.51	1,241.51	1,241.51	310.38
天津泰丰小白楼城市综合体项目	天津泰达	--	15.62	--	--
八卦岭平安大厦	中国平安保险（集团）股份有限公司	--	--	695.47	173.87
张江 3 号项目	中国平安人寿保险股份有限公司	--	--	3,740.56	498.74
合计		9,681.58	2,313.49	6,409.38	982.98

注：公司与杭州平江投资有限公司签订了合作协议，杭州平江建设项目的工程管理费率按照年化 4%收取。
上述合计数或与实际加总有所出入，主要系四舍五入所致。
资料来源：平安不动产提供，中诚信国际整理

总体来看，公司工程管理业务主要为对平安集团旗下在建物业进行管理。近年来受工程进度影响有所波动，且收入规模较小，对公司盈利贡献较为有限。

项目投资顾问业务

公司项目投资顾问业务主要业务模式为公司接受客户委托，提供不动产项目前期投资、开发及退出的顾问服务，具体内容包括：为客户寻找适合投资的优质不动产项目及购买土地使用权进行投资物业的建设提供投资建议服务，在达成一致后，最终促成客户购买此特定的不动产项目。在提供不动产项目咨询服务时，公司为客户提供基础性研究和项目储备、项目尽职调查和项目谈判、项目内部审批和交易文件的签署、交易文件执行和不动产接受等全流程服务；在提供购买土地项目咨询业务服务时，公司代客户与政府进行沟通谈判、投资分析、市场调研、工程规划、项目公司设立与管理等服务。

费用收取方面，公司在提供上述服务期间，购买土地按照地价的 1%一次性向委托人收取费用；投资优质不动产项目则按购买合同总交易额的 1%一次性向委托人收取费用。

目前公司项目投资顾问业务主要客户为平安集团下属企业，其中深圳联新、深圳安创投资管理有限公司（以下简称“深圳安创”）和桐乡市安豪投资管理有限公司（以下或简称“桐乡安豪”）为最主要客户，均为不动产领域的财务性投资公司，通过股权与债权结合的方式投资于房地产市场。其中，深圳联新为公司联营企业，公司直接持有深圳联新 49%股份；此外，公司间接持有深圳安创和桐乡安豪一定比例的股份。2017~2019 年公司分别实现投资顾问业务收入 9.68 亿元、9.78 亿元和 12.53 亿元，逐年增长。2019 年受益于公司新增 5 家委托人，公司投资顾问业务收入呈现较大增长。

总体来看，公司凭借其丰富的不动产投资经验为平安集团下属企业提供项目投资顾问服务，为公司带来较为可观的营业收入，但目前客户较少，收入集中度较高。

基金管理业务

公司基金管理业务系针对优质不动产项目，通过拥有私募股权基金牌照的下属全资子公司设立有限合伙企业，并通过有限合伙企业发行私募基金产品进行投资，公司拥有基金牌照的下属子公司担任基金的普通合伙人。公司拥有基金牌照的下属子公司为上海平安股权投资管理有限公司（以下简称“上海股权投资”）和横琴平安不动产股权投资管理有限公司（以下简称“横琴股权投资”），其发行的所有产品均在私募基金备案系统完成备案。

公司担任基金管理人的主要职责是履行基金的管理义务，包括基金募集、基金投资、基金存续期管理以及基金退出。费用收取方面，公司根据基金筹资规模向基金有限合伙人收取固定基金管理费（投资管理费）及超额利益分成。2017~2019 年，公司分别实现基金管理业务收入 0.69 亿元、0.89 亿元和 1.94 亿元，稳步增长。截至 2019 年末，公司公管理不动产投资基金 31 个，管理费率在 0.11%~1.8%之间。

总体来看，公司作为基金管理人，所承担的风险较小，并且能够得到较为稳定的管理费收入。

财务顾问业务

财务顾问业务系公司利用其在不动产投资及管理上的专业优势，以及平安集团的综合金融优势，为客户介绍宏观经济、产业发展的最新动态，为客户提供关于房地产融资等方面的咨询服务，为客户提供有关其或其关联方不动产项目股权转让的财务顾问服务，以及为客户提供约定的其他财务顾问服务。

费用收取方面，在为客户提供融资咨询服务期间，公司按照客户最终实际融资金额的一定费率（一般不低于 1%）向委托人收取费用；在为客户提供不动产项目股权转让的财务顾问服务期间，公司一般按照股权转让价款的 1%-2%，一次性向委托人收取费用；其他财务顾问服务的费用收取视项目具体情况而定。

2017~2019 年，公司分别实现财务顾问费收入 3.37 亿元、1.71 亿元和 1.50 亿元，其中 2017 年收入规模较大主要系财务顾问项目增多所致，而 2018 年以来收入出现较明显的回落主要系公司战略转型，主动控制财务顾问业务规模所致。

总体来看，近年来公司财务顾问业务发展较快，但 2018 年起，受公司战略调整的影响，财务顾问费收入有较大幅度的下滑。

不动产投资板块

基金投资业务

公司基金投资业务系公司针对优质不动产项目，利用自有资金及依法非公开募集的资金，通过基金（有限合伙企业）、专项资管计划等方式对标的项目进行股权投资或者债权投资，从而获得相应的债权投资利息收入和股权投资产生的股权溢价。

针对基金投资业务，公司已设立了较为完善的投资决策和风险管理体系。在投资评审及决策方面，公司制定了《新城开发投资指引》、《城市更新投资指引》、《产业园投资指引》、《投资审核制度（2017 版）》、《投资决策制度（2017 版）》、《投决会及预审会规范指引（2017 版）》等管理制度。项目审核决策关注市场情况、项目交易对手、位置、规划指标和现状、交易结构等要素。各项管理制度明确了项目筛选、初评、立项、签订框架协议、尽职调查、中台和专业部门审核、投资决策委员会（简称“投决会”）审批等环节，由总部对推荐项目进行管理，公司委派投资评审部对拟投资项目进行独立投资分析及风险判断，投决会负责项目投资决策。投决会会议通过的议案及表决结果，根据公司章程需要公司董事会批准的，公司应报公司董事会批准。此外，使用保险资金的项目投资由公司提供投资决策意见给平安集团投管会决策。

在项目筛选方面，公司基金投资业务的筛选标准包括：（1）项目所在城市不在公司准入城市的黑名单中；（2）位于一线、二线城市；非一二线城市的项目应位于有发展潜力的板块，知名开发商进入较少，交易对手在当地具有较强的竞争力和品牌号召力；（3）标的项目产权清晰，无法律瑕疵；（4）投资标的物业形态组合相对简单，项目产品在当地有较强的去化率，可预见有较好的销售回款现金流；（5）避免含有大量拆迁、市政配套不齐、高压线搬迁、环境污染等其他重大不利事项；（6）项目投资年限为 1~4 年，可分期结算利润的项目年限可延长，项目净利润率在 10%以上，公司所投资金（包括公司在项目公司中所有的出资额）的 IRR 不低于 15%，同时以公司权益指数（总资产/所有者权益）作为参考指数，应当控制在“1+10%×投资年限”左右。

在风险控制方面，公司基金投资业务具体风控措施如下：（1）委派董事；（2）资金监管措施以及委派财务经理；（3）股东贷款部分，项目公司提供土地质押担保或股权质押担保，项目公司母公司、母公司实际控制人不可撤销连带责任担保（可选）；（4）资金归集安排，例如到期前 1 个月末、20 日、10 日、到期日，分别归集不少于未还本息 10%、20%、60%、100%；（5）约定各项债权偿还顺序，例如优先于除银行贷款外的各其他贷款；（6）交叉违约条款，要求如果融资人对其他债权人违约则视同对公司债权也违约，公司有权提前结束债权，采取保全

措施。

投资项目的退出方面，对于债权投资部分，公司委托银行向项目公司发放委托贷款，到期项目公司通过偿付银行委托贷款本息的方式实现退出，或以股东往来款形式发放贷款并到期收取本息的方式实现退出；对于股权投资部分，公司通过增资或者股权收购的方式持有项目公司股权，到期由双方协定的方式实现退出。公司通常会在与交易对手签订的项目合作框架协议中约定股权回购的时间和价格确定方式，股权回购价格多为约定金额或按照第三方审计确认的项目公司净资产价格乘以公司持股比例（净资产价格含已售未结转存货部分）及由第三方按收益现值法评估项目公司未出售存货净收益乘以公司持股比例的总和。2017~2019 年，公司投资收益持续增长，分别为 25.11 亿元、56.12 亿元和 84.95 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司尚有 21 个未退出基金投资项目，投资余额合计 95.73 亿元，投资标的整体较为分散，其中投资余额较大的三个项目分别为南京新街口 G84 项目、天津美银项目和港铁黄竹坑项目，投资余额分别为 21.18 亿元、16.25 亿元和 10.24 亿元。从目前实现的投资收益来看，上述三个项目自投资以来均实现正收益，其余项目绝大多数亦实现正收益。

总体来看，在基金投资业务方面，公司设立了较为完善的项目筛选及风险控制体系，投资标的分散度较高，近年来该业务为公司带来较为可观的投资收益。但该业务整体易受房地产市场行情波动及项目进度的影响，目前投资余额较大，在当前宏观经济下滑、房地产市场调控趋严的背景下，需关注未来项目的收益实现及项目退出情况。

工业物流投资业务

公司于 2013 年开始从事工业物流投资业务，运营主体为全资子公司深圳平安不动产工业物流有限公司（以下简称“平安工业物流”）和平安不动产资本有限公司。工业物流投资业务主要为平安集团保险资金做好在物流地产领域的资产配置孵化。

工业物流投资业务的商业模式为“开发管理+长期持有”模式。公司利用自有资金，通过自主开发、第三方合作开发或并购等方式投资工业物流园项目。第三方合作开发方面，公司向合作方转让一定的股份，交由合作方共同进行开发，待项目建成后，公司将股份进行回购，对项目运营进行培育，项目运营较为成熟后，以合理的溢价转让给平安集团寿险资金为主的持有型基金长期持有，之后保险资金委托公司进行项目的运营管理。

公司将工业物流地产定位在核心物流节点城市，侧重于选择地处经济发达地区、交通便利，靠近高速公路出口，地块周围交通顺畅，周边马路能通行载重卡车，土地规整，以长方形地块为最佳的工业用地。公司土地收购方式有直接参与土地竞拍、收购项目公司和合作开发三种方式，其中以与第三方合作开发形式为主。根据工业物流拿地退出难的特点，公司可选择与有拿地能力但无法长期持有或退出的企业平台合作，共同开发项目。目前公司主要洽谈的合作伙伴有山东省商业集团、北京汽车工业集团总公司、中国兵器工业集团公司等；在特殊城市（北京、上海、广州、成都、武汉），土地资源较为稀缺，公司选择直接收购已经成熟的物流项目。由于公司主要通过第三方合作公司拿地后建立项目公司进行工业物流项目的开发，公司土地储备较少。

工业物流业务中，公司利用自有资金和外部融资完成项目的开发，项目投入使用后获得租赁收入和物管费收入或者以合理的溢价将物流园项目转让给平安寿险、平安产险等平安集团子公司，获得溢价收入。2017~2019 年，公司工业物流分别产生租赁收入 1.45 亿元、1.84 亿元和 0.65 亿元，分别产生物管费收入 0.57 亿元、0.77 亿元和 0.28 亿元，均呈波动下降趋势，主要系公司将部分项目转让给平安寿险所致。

表 29：2017~2019 年公司工业物流项目情况（万元）

项目名称	2017		2018		2019	
	租金收入	物管费收入	租金收入	物管费收入	租金收入	物管费收入
成都新地兴华	1,705.94	455.99	1,177.40	385.71	--	--
大连顺合	1,007.20	497.47	562.87	241.07	--	--
南京维禹	1,233.84	480.15	1,269.44	512.98	1,010.75	430.09
沈阳安洪	128.79	51.85	536.63	228.91	--	--
成都康平	1,664.02	696.77	1,336.83	563.28	--	--
青岛嘉丰	1,196.20	506.36	2,966.25	1,247.67	2,479.30	1,068.88
太仓图辉	2,191.49	974.77	2,214.09	976.62	1,909.57	846.84
嘉兴平嘉	1,131.03	247.86	558.94	160.50	--	--
广西安港	1,275.58	526.89	1,362.19	543.09	--	--
上海致中和健康食品有限公司	882.89	380.12	931.97	400.71	--	--
南昌安和物流有限公司	298.08	128.04	321.66	137.66	--	--
徐州安彭仓储有限公司	334.28	135.19	617.84	253.65	715.22	297.66
德安仓储（芜湖）有限公司	58.61	27.00	115.51	50.09	--	--
沈阳安和物流有限公司	1,009.49	420.22	1,362.04	567.23	--	--
扬州平鸿产业园开发管理有限公司	121.82	51.72	328.08	139.42	421.39	179.78
杭州安睿科技产业发展有限公司	200.01	84.12	2,029.26	840.07	--	--
廊坊市高迪数码电子技术有限公司	13.83	21.71	366.76	203.26	--	--
天津津顺安平物流有限公司	--	--	354.88	204.27	--	--
合计	**14,453.10**	**5,686.24**	**18,412.65**	**7,656.21**	**6,536.23**	**2,823.25**

注：上述合计数或与实际加总有所出入，主要系四舍五入所致。
资料来源：平安不动产提供，中诚信国际整理

养生养老业务

公司自 2012 年起涉足养生养老业务，该业务由子公司桐乡平安投资有限公司负责运营。

养生养老业务主要模式为选择国内核心城市周边的卫星城或具有稀缺资源的文化旅游型城市进行养生养老项目的建设、运营及转让。

盈利模式方面，基于养生养老行业的投资具有周期较长、投资回报稳定等特点，公司将面向国内外各大保险公司整体出让项目。另外，针对自持项目部分，则面向市场提供养老养生公寓租赁、医疗护理、康乐等日常养生养老服务。2017 年~2019 年，公司分别实现养生养老业务收入 0.04 亿元、0.25 亿元和 0.35 亿元，以租金收入和医疗业务收入为主。

截至 2020 年 3 月末，公司仅有 1 个养老养生项目，位于浙江省嘉兴桐乡。投资方式上，公司主要通过设立项目公司及发放委托贷款进行养生养老项目投资。目前该项目部分地块已完成竣工验收，并开始向客户交付。项目预计总投资 170 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资 50.05 亿元，尚需投资 119.95 亿元，未来或存在一定的资金投入压力。退出渠道方面，公司计划将项目转让给集团保险资金和第三方机构或者自身持有。

表 30：截至 2020 年 3 月末公司养生养老项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	尚需投资	未来相关运营计划
浙江桐乡养生养老度假项目	2012 年 12 月	2023 年 9 月	170.00	119.95	项目总建筑面积约为 160 万平方米，以“合悦生活”为核心理念，融合养老公寓、亲情社区、度假休闲三大产品线，是集生活、疗养、田园、休闲为一体的全龄化、全配套养生养老综合服务社区，未来将成为长三角首个新型养生养老综合服务社区，其服务辐射上海、杭州等一线城市，满足华东地区庞大的养生养老需求。

资料来源：平安不动产提供，中诚信国际整理

商业物业业务

商业物业业务系公司利用自筹资金进行商业物业项目的投资建设，在项目建设的中后期由平安集团其他成员企业运用保险资金或市场其他第三方受让项目，完成项目退出，同时公司继续受托对已转让产权的项目进行运营管理。此外，公司整体承租北京平安国际金融中心、武汉平安金融中心写字楼项目以及上海利园国际大酒店，并对外转租，同时提供物业管理服务。

收益实现方式来看，公司对保险公司或其他机构转让项目收取投资收益，同时对外提供写字楼租赁获取租赁收入，并负责物业管理获得物业管理费收入。截至 2020 年 3 月底，公司正在运营的商业物业项目为上海利园国际大酒店和杭州平安金融中心。2017~2019 年，公司商业物业分别产生租金收入 1.36 亿元、0.34 亿元和 0.64 亿元，2018 年下降主要系业务模式调整，统计口径变动所致；产生物业管理收入分别为 0.51 亿元、0.10 亿元和 0.02 亿元，持续下降主要系业务模式调整，统计口径变动所致；产生酒店业务收入分别为 0.73 亿元、0.77 亿元和 0.72 亿元。2020 年 1~3 月，公司商业物业租赁收入、物管费收入和酒店业务收入分别为 1,793.70 万元、45.62 万元和 769.06 万元。

截至 2020 年 3 月末，公司投资的商业物业项目主要位于一线及重点二线城市中的核心商业区，具备较好的区位条件。投资方面，除部分项目为公司代为建设管理的险资项目，公司不负责相应的资金筹措外，其余项目资金均需公司自筹。公司自筹部分的计划总投资额为 134.81 亿元，已投资额为 78.57 亿元（剔除险资部分对项目的投入），尚需投资额为 56.24 亿元，资金投入压力尚可。

表 31：截至 2020 年 3 月末公司主要商业物业投资项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	投资年份	当前状态	总建筑面积	可租售面积	项目总投资	资金来源	计划投资	已投资	尚需投资
杭州平安金融中心	2012 年	竣工	27.70	19.50	48.80	自有资金+险资	25.10	22.57	2.53
广州平安金融大厦	2013 年	在建	11.30	7.70	21.70	自有资金+借款	21.70	18.10	3.60
郑州平安金融大厦	2013 年	在建	4.20	3.20	3.30	自有资金+借款	3.30	2.45	0.85
天津平安泰达国际金融中心	2017 年	在建	30.70	23.20	38.50	自有资金+借款	38.50	17.04	21.46
广州飞晟科学城项目	2016 年	在建	11.70	9.09	6.02	自有资金	3.01	2.27	0.74
济南 CBD 项目	2017 年	在建	17.40	17.40	30.20	自有资金	30.20	9.10	21.10
长沙天心区项目	2017 年	在建	8.64	8.64	13.00	自有资金	13.00	7.04	5.96
合计	--	--	**111.64**	**88.73**	**161.52**	--	**134.81**	**78.57**	**56.24**

资料来源：平安不动产提供，中诚信国际整理

总体来看，公司投资建设的商业物业项目目前均处于建设阶段，整体承租后转租的商业物业近年来受统计口径调整的影响，租赁及物管费收入大幅减少。但公司投资建设的商业物业所处区位较好，且主要以平安集团下属企业回购的方式实现项目退出，整体风险较小。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年审计报告及未经审计的2020年半年度财务报表，财务数据均为合并口径。2017~2019年财务数据采用审计报告期末数。此外，为计算有息债务，中诚信国际将其他流动负债的带息部分调入短期债务中。

盈利能力

公司收入来源于投资顾问费收入、租赁收入、资产管理费收入、财务顾问费收入等。2017~2019 年公司分别实现营业收入 20.96 亿元、18.67 亿元和 21.98 亿元，2018 年有所下降主要因公司战略转型，主动控制财务顾问业务规模，导致财务顾问收入下降。从毛利水平看，近年来公司营业毛利率较高，且呈上升趋势。2017~2019 年公司营业毛利率分别为 81.72%、85.92%和 90.07%。2020 年 1~6 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，营业毛利率则提升至

94.97%。

从期间费用来看，公司期间费用由管理费用和财务费用构成。随着业务规模的扩大及债务规模的上升，公司管理费用和财务费用均逐年提升。2017~2019 年公司分别发生期间费用 22.72 亿元、29.80 亿元和 33.83 亿元，其中管理费用分别为 10.65 亿元、12.48 亿元和 15.55 亿元，财务费用分别为 12.07 亿元、17.32 亿元和 18.28 亿元，期间费用占比分别为 108.43%、159.62%和 153.89%。2020 年 1~6 月，公司期间费用合计 12.88 亿元，费用收入占比为 106.71%，仍处于较高水平。

表 32：近年来公司期间费用分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
销售费用	--	--	--	--
管理费用	10.65	12.48	15.55	5.01
财务费用	12.07	17.32	18.28	8.73
三费合计	22.72	29.80	33.83	13.74
营业总收入	20.96	18.67	21.98	12.88
三费收入占比	108.43	159.62	153.89	106.71

资料来源：公司定期财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2017~2019 年公司利润总额分别为 17.42 亿元、37.30 亿元和 71.48 亿元，近三年复合增长率达 102.55%。由于公司业务模式偏重于投资，因此公司利润主要由投资收益贡献。2017~2019 年公司分别实现投资收益 25.11 亿元、56.12 亿元和 84.95 亿元，年均复合增长率达 83.93%。2019 年公司投资收益来源于长期股权投资收益（62.54 亿元）和债权投资收益（19.41 亿元），长期股权投资收益主要来自对联营合营企业的股权投资及项目退出产生的股权溢价，债权投资收益主要来自债权投资产生的利息。考虑到公司不动产投资经验较为丰富，目前投资的未退出项目较多，且其提供的投资顾问服务可为联营、合营企业创造较为可观的盈利规模，投资收益具有较好的可持续性。得益于投资收益的快速增长，2017~2019 年公司分别实现净利润 13.38 亿元、33.98 亿元和 68.25 亿元，年均复合增长率达 125.85%。2020 年 1~6 月，公司实现利润总额 13.73 亿元，其中投资收益 15.48 亿元，公司最终实现净利润 10.55 亿元。

资本结构

随着业务规模的扩大，近年来公司资产规模保持增长态势，2017 年~2020 年 6 月末，公司总资产分别为 600.74 亿元、775.14 亿元、864.61 亿元、1,027.74 亿元。

公司资产主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产、债权投资、长期股权投资和投资性房地产等构成。具体来看，2017~2019 年末，公司货币资金分别为 74.30 亿元、102.16 亿元和 131.10 亿元，近三年复合增长率为 32.83%。同期末公司其他应收款（包含应收利息）分别为 36.15 亿元、31.44 亿元和 30.75 亿元，主要为应收关联公司往来款、物业开发代垫款及应付利息等。2017~2019 年末，公司其他流动资产分别为 0.98 亿元、236.23 亿元和 94.29 亿元，主要为一年内的债权投资。截至 2019 年末，公司债权投资（包含列示于其他流动资产和一年内到期的非流动资产部分）余额为 256.93 亿元，主要为 258.00 亿元应收关联方债权投资，截至 2019 年末公司债权投资计提减值准备 1.15 亿元。2017~2019 年末，公司长期股权投资分别为 81.00 亿元、103.42 亿元和 201.47 亿元，其中 2019 年末包括对联营企业投资 91.87 亿元和对合营企业投资 109.60 亿元，近年来呈上升趋势。2017~2019 年末，公司投资性房地产分别为 108.03 亿元、57.75 亿元和 50.55 亿元，其中 2019 年末投资性房地产由 9.91 亿元土地使用权、12.16 亿元房屋及建筑物和 28.48 亿元在建投资性房地产构成；公司投资性房地产按照成本进行初始计量，并采用成本模式对投资性房地产进行后续计量。

截至 2020 年 6 月末，公司货币资金、其他应收款、其他流动资产、债权投资、长期股权投资和投资性房地产余额分别为 86.25 亿元、63.11 亿元、211.08 亿元、172.49 亿元、210.46 亿元和 42.11 亿元。

负债构成方面，2017 年~2020 年 6 月末，公司负债总额分别为 370.44 亿元、508.18 亿元、492.21 亿元和 615.75 亿元。公司负债主要由其他应付款及

有息债务构成。具体来看，2017~2019 年末公司其他应付款（包含应付利息）余额分别为 28.35 亿元亿元、65.63 亿元和 105.92 亿元，主要由应付关联方款项和应付第三方经营往来款等构成，其中 2019 年末其他应付款增长较多主要系应付关联方款项大幅增加；截至 2020 年 3 月末，公司其他应付款余额下降至 78.55 亿元。

有息债务方面，近年来公司债务规模呈现波动，2017~2019 年末公司有息债务分别为 326.47 亿元、432.47 亿元和 376.31 亿元；其中短期债务分别为 111.38 亿元、240.66 亿元和 118.21 亿元，亦呈现波动。从债务期限结构来看，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.52 倍、1.25 倍和 0.46 倍，2019 年以来公司债务期限结构得到改善。另截至 2020 年 6 月末，由于短期应付债券和长期借款规模大幅增加，公司债务总额增长至 528.85 亿元，长短期债务比为 0.44 倍。

所有者权益构成方面，2017 年~2020 年 6 月末，公司所有者权益分别为 230.29 亿元、266.96 亿元、372.41 亿元和 411.99 亿元，年均复合增长率为 27.17%，主要得益于公司利润的不断积累和可续期债券发行。公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润及其他权益工具构成。其中，2017~2019 年末及 2020 年 6 月末，公司实收资本均为 200.00 亿元。同期末未分配利润分别为 21.84 亿元、52.74 亿元、115.05 亿元和 124.17 亿元，随着公司利润的不断积累，未分配利润呈较快上升的态势；得益于永续债的发行，2018~2019 年及 2020 年 6 月末公司其他权益工具分别为 4.96 亿元、36.19 亿元和 65.78 亿元。

杠杆水平方面，公司近年财务杠杆比率呈上升趋势，2017~2019 年末公司资产负债率分别为 61.66%、65.56%和 56.93%，总资本化比率分别为 58.64%、61.83%和 48.43%。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率为 59.91%。若将其他权益工具中的永续债纳入负债科目，2017~2020 年 6 月末公司调整后的资产负债率分别为 61.66%、66.20%、61.11%和 66.31%。

现金流及偿债能力

经营活动方面，2017~2019 年，公司经营活动净现金流分别为-9.19 亿元、26.32 亿元和 19.23 亿元，2018 年以来转为净流入状态，主要系营业收入增长和往来款增长导致公司经营活动现金流入持续增加，同期分别为 36.78 亿元、79.11 亿元和 87.14 亿元。2020 年 1~6 月，公司实现经营活动净现金流入为 1.59 亿元。

投资活动方面，2017~2019 年，公司投资活动净现金流分别为-28.75 亿元、-82.92 亿元和 43.10 亿元，2019 年以来转入净流入状态，主要系投资活动现金流出规模有所下降所致。同期，公司投资活动现金流入分别为 907.59 亿元、1,008.44 亿元和 696.55 亿元，主要为收回投资取得的现金；公司投资活动现金流出保持在较大流出规模，分别为 936.34 亿元、1,091.37 亿元和 653.45 亿元，主要系多数投资项目处在前期投资和建设期，其中 2019 年投资支出活动有所放缓。2020 年 1~6 月，公司投资活动净现金流为-220.53 亿元。

筹资活动方面，2017~2019 年，公司筹资活动净现金流分别为 44.65 亿元、87.96 亿元和-27.77 亿元，2019 年筹资活动现金流转为净流出状态，主要系偿还债务规模增加所致。2020 年 1~6 月，公司筹资活动净现金流为 173.11 亿元。

表 33：近年来公司现金流分析（亿元）

	2017	2018	2019	2020.6
经营活动产生现金流入	36.78	79.11	87.14	53.84
经营活动产生现金流出	45.97	52.78	67.91	52.25
经营活动净现金流	-9.19	26.32	19.23	1.59
投资活动产生现金流入	907.59	1,008.44	696.55	602.39
投资活动产生现金流出	936.34	1,091.37	653.45	822.92
投资活动净现金流	-28.75	-82.92	43.10	-220.53
筹资活动产生现金流入	303.27	310.91	228.10	344.02
其中：吸收投资所收到的现金	0.38	4.96	29.86	-
借款所收到的现金	212.54	144.82	70.87	165.79
筹资活动产生现金流出	258.62	222.95	255.88	170.91
其中：偿还债务所支付的现金	248.54	213.62	234.09	164.62
筹资活动净现金流	44.65	87.96	-27.77	173.11
现金及现金等价物净增加额	5.08	32.54	34.82	-44.96

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司债务规模增长较快，2017~2019 年末公司有息债务分别为 326.47 亿元、432.47 亿元和 376.31 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司有息债务余额为 528.85 亿元。

从偿债指标来看，2017~2019 年，EBITDA 分别为 30.63 亿元、57.42 亿元和 92.51 亿元；总债务/EBITDA 分别为 10.66 倍、7.53 倍和 3.78 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.38 倍、3.08 倍和 4.76 倍，均持续优化，且 EBITDA 可对利息形成较好覆盖。同期，公司经营活动现金流分别为-9.19 亿元、26.32 亿元和 19.23 亿元，经营活动现金流/总债务分别为-0.03 倍、0.06 倍和 0.05 倍，经营活动净现金流对债务的保障程度有待提升。

表 34：近年来公司偿债能力分析（亿元、%、X）

指标	2017	2018	2019	2020.6
短期债务	111.38	240.66	118.21	162.15
总债务	326.47	432.47	376.31	528.85
资产负债率	61.66	65.56	56.93	59.91
总资本化比率	58.64	61.83	50.26	56.21
EBITDA	29.42	57.42	92.51	-
经营活动净现金流	-9.19	26.32	19.23	1.59
经营活动净现金利息倍数	-0.79	1.41	0.99	-
经营净现金流/总债务	-0.03	0.06	0.05	0.01
EBITDA 利息倍数	2.52	3.08	4.76	-
总债务/EBITDA	11.10	7.53	4.07	-

资料来源：公司定期财务报告，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司与各大银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年 6 月末，公司合并口径授信总额为 1,214.90 亿元，未使用的授信额度为 829.41 亿元，备用流动性较为充裕。

或有负债方面，截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额为 34.10 亿元，占当期公司净资产的 8.28%。

总体而言，近年来公司业务保持较快发展，凭借丰富的不动产投资经验和较强的项目拓展能力，公司投资收益大幅增长，利润规模显著上升。公司作为平安集团不动产领域投资与资产管理的主要渠道和载体，可充分受益于平安集团强大的品牌效应、丰富的业务资源和综合金融优势，为其进一步发展提供了较好的保障。平安不动产提供的流动性支持承诺可为优先 A2 级资产支持证券的按时、足额偿付提供极强的保障。

重要参与方履约能力分析

管理人——华融证券

华融证券成立于 2007 年 7 月，系由中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“华融资管”）作为主要发起人，联合中国葛洲坝集团公司（以下简称“葛洲坝集团”），在承继了华融资管投资银行业务和收购德恒证券有限责任公司、恒信证券有限责任公司的证券类资产基础上设立的证券公司。2007 年 9 月，华融证券获得中国证监会批准开业，初始注册资本为 15.10 亿元。后经多次增资扩股，截至 2020 年 6 月末，华融证券注册资本增至 58.41 亿元，华融资管和葛洲坝集团分别持有其 99.50%和 0.50%的股份。

截至 2020 年 6 月末，华融证券共设立 18 家分公司、64 家营业部，旗下拥有华融期货有限责任公司、华融瑞泽投资管理有限公司，在雄安注册首家公募基金子公司华融基金管理有限公司。。

资产规模方面，截至 2019 年末，华融证券资产总额为 657.74 亿元，同比下降 17.39%；所有者权益合计 120.82 亿元，同比增加 1.66%；2019 年，华融证券全年实现营业收入 32.63 亿元，同比增加 103.48%；净利润 0.47 亿元，同比增加 105.29%。另 2020 年 6 月末，华融证券资产总额魏 727.90 亿元，所有者权益合计 123.34 亿元；2020 年 1~6 月，华融证券实现营业收入 10.25 亿元，净利润 2.20 亿元，营业收入及净利润较去年同期大幅上升主要系信用减值准备大幅下降所致。

华融证券依托华融资管在资产管理、银行、信托和金融租赁等方面的综合优势，为客户提供证券经纪、融资融券、证券承销与保荐、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券投资咨询、证券自营、证券资产管理、投资顾问等综合化的财富管理服务。

2020 年上半年，面对突如其来的新冠肺炎疫情和错综复杂的国内外经济形势，华融证券严格落实年初各项工作部署，抢抓资本市场机遇，以“权益+”、“固收+”为重点，推动业务转型和风险化解。截至 2020 年 6 月末，华融证券管理的资产管理产品共计 218 只、规模 1,229.3 亿份。其中集合资产管理计划 133 只、规模 404.5 亿份，单一资产管理计划 85 只、规模 824.8 亿份。华融证券主动管理的资产规模 937.16 亿元，在基金业协会公布的证券公司私募主动资产管理规模中排名第 11 位（11/98）

风险管理方面，华融证券实施全面风险管理工作以来，建立了一套符合监管要求、适应公司业务特点的全方位风险管理框架体系，积极采用信息化风险管理系统加强风险监测、管控，建立运行一套比较全面的风控指标体系，定期开展压力测试，严格执行并始终满足监管及公司战略要求。华融证券建立了由董事会、监事会、经营层、各部门、分支机构及子公司构成的多层次的风险管理组织体系，制订了由公司风险管理基本制度、各类风险管理办法、专项工作管理办法构成的多层次风险管理制度体系。为提高风险管理工作的及时性和精确度，提升风险管理效率，华融证券一直重视并不断加强风险管理系统的建设。目前，华融证券上线使用的共有两套风险管理系统，其中金仕达风险监控平台主要对公司以净资本为核心的风险控制指标进行计算和监控，以确保各项风控指标持续满足监管要求，同时能够实现对股票、债券等投资类业务规模、集中度、盈亏、债券组合杠杆等指标的每日监控；衡泰风险管理系统主要实现对风险量化指标（VaR、久期等）的计算和内部评级等功能

综上所述，华融证券经营状况正常，资产管理经验丰富，风险控制体系不断完善，符合本专项计划对于管理人的要求。

托管人——民生银行宁波分行

本专项计划托管人为民生银行宁波分行。中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）成立于 1996 年，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行。2000 年 12 月，民生银行 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市。2005 年 10 月，民生银行成功完成股权分置改革，成为

国内首家完成股权分置改革的商业银行。2009 年 11 月，民生银行在香港联交所主板上市并挂牌交易。截至 2020 年 6 月末，民生银行股本总额为 437.82 亿元，前十大股东（不包括香港中央结算（代理人）有限公司）合计持股比例为 44.95%，其中单一持股第一大股东安邦人寿保险股份有限公司—保守型投资组合持股比例为 10.30%。民生银行无控股股东和实际控制人。

近年来，民生银行不断完善营销网络，扩大业务范围，实现了对中国内地所有省份的布局。截至 2020 年 6 月末，民生银行在全国 41 个城市设立了 42 家一级分行、41 家分行营业部（不含香港）以及二级分行营业部、异地支行、小微支行等共计 2,427 个分支机构；共设立 29 家村镇银行，继续拓展民营、小微金融战略。此外，民生银行先后成立了民生金融租赁股份有限公司从事融资租赁业务，民生加银基金管理有限公司从事基金募集与发行业务，民生商银国际控股有限公司从事海外投资银行业务等。

截至 2019 年末，民生银行资产总计 66,818.41 亿元，净资产合计 5,308.29 亿元，吸收存款总额为 36,370.34 亿元，发放贷款和垫款总额为 34,304.27 亿元，不良贷款率为 1.56%，拨备覆盖率为 155.50%，资本充足率为 13.27%，核心一级资本充足率为 8.89%；2019 年全年民生银行实现营业收入 1,804.41 亿元，取得净利润 549.24 亿元。截至 2020 年 6 月末，民生银行总资产 71,426.41 亿元，净资产 5,388.77 亿元，吸收存款总额 39,363.14 亿元，发放贷款和垫款总额 37,302.14 亿元，不良贷款率为 1.69%，拨备覆盖率为 152.25%，资本充足率为 12.72%，核心一级资本充足率为 8.24%。2020 年 1~6 月民生银行实现营业收入 981.08 亿元，取得净利润 287.80 亿元。

风险管理方面，民生银行秉承“风险管理创造价值”的理念，坚持创新与实践，坚持质量、效益、规模协调发展，提升风险管理的能力。民生银行持续完善全面风险管理长效机制，构建内控合规、风险审批、纪检监察、法律事务、审计联动防御网，全面从严治行；优化业务结构，设立资产保全部，创新不良资产处置方式，稳步改善资产质量。此外，民生银行董事会下设风险管理委员会，在风险管理委员会的统筹下，民生银行以控制风险、支持战略业务转型为目标，形成了以风险政策、组合管理、风险量化工具支持为平台，覆盖贷前调查、贷中审查、贷后管理、资产清收与资产保全的风险全流程管理，以及表内、表外、非授信业务全口径的信用风险管控机制。

2004 年 10 月，经中国证监会和中国银监会核准，民生银行获得证券投资基金托管业务资格。2010 年 12 月，民生银行成功获得 QFII 托管业务资格，同时成为国内少数几家拥有全业务资格牌照的托管银行之一。目前，民生银行托管业务涵盖证券投资基金托管、信托公司管理资产、券商集合及定向资产、股权投资资金托管、QDII、QFII、全国社会保障基金托管、保险资金托管、企业年金基金托管等多项业务品种。截至 2020 年 6 月末，民生银行资产托管规模（含各类资金监管业务）10.55 万亿元，实现托管业务综合创利 31.34 亿元。

系统方面，作为负责民生银行全行各类托管业务运作和管理的部门，民生银行资产托管部采用专业先进的资产托管业务处理系统，实现了与核心系统、管理人系统等的无缝衔接，极大地提高了民生银行对托管资产进行清算、核算和监控的业务处理能力。

综合来看，民生银行拥有雄厚的财务实力，资产托管经验丰富，符合本专项计划对托管人的要求。

结论

中诚信国际基于亦盛经开提供的基础资产数据和信息，结合专项计划基础资产合格标准，同时，我们还考虑了交易结构的设置，如初始入池资产应收款余额对优先级资产支持证券预期收益和本金的超额覆盖、招商蛇口及平安不动产的流动性支持承诺机制等因素对信用支持水平的影响，在此基础上，对优先级资产支持证券本息的偿还进行现金流测试。参照中诚信国际资产证券化评级标准，我们授予本专项计划优先 A1 级资产支持证券的信用等级为 **AAA_{sf}**、优先 A2 级资产支持证券的信用等级为 **AAA_{sf}**。

中诚信国际关于华融睿鑫-臻林雅苑一期资产支持专项计划资产支持证券的跟踪评级安排

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，如发生可能影响本次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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 12 月 11 日

附一：重要定义

账户名称	定义
预售资金监管账户	系指经开亦盛在中国农业银行北京崇文支行分别开立的，专门用于存放“京房售证字(2020)开 4 号”预售许可证（拟预售面积为 99053.3200 平方米）和“京房售证字(2020)开 6 号”预售许可证（拟预售面积为 49195.70 平方米）项下的“臻林雅苑”项目的全部预售资金，并由该银行对重点额度予以监管的专用账户。
监管账户	系指资产服务机构根据《监管协议》在监管银行处开立的，专门用于接收基础资产回收款、流动性支持资金，并按照专项计划相关约定向专项计划账户划转上述款项的人民币资金账户。
募集资金账户	系指计划管理人开立的专用于接收、存放发行期间投资者交付的或通过管理人指定的销售机构转付的认购资金的人民币资金账户。
专项计划账户/托管账户	系指计划管理人以专项计划的名义在托管银行处开立的人民币资金账户，专项计划的一切货币收支活动，包括但不限于自募集资金账户接收专项计划募集资金、支付基础资产购买价款、接收基础资产回收款、存放专项计划资产中的现金部分、进行合格投资，支付专项计划利益及专项计划费用、接收差额支付资金、接收流动性支持资金等，均必须通过专项计划账户进行。

事件名称	定义
加速归集事件	系指以下任一事件： (a)优先 A1 级资产支持证券的信用等级低于 AAA_{sf}级；或 (b)优先 A2 级资产支持证券的信用等级低于 AAA_{sf}级；或 (c)招商蛇口的主体信用等级低于 AAA 级；或 (d)平安不动产的主体信用等级低于 AAA 级。
差额支付启动事件事件	(a)在专项计划终止日前，系指以下任一事件： (i)截至任何一个兑付日（非为预期到期日）的前一个分配基准日，专项计划账户内可供分配的资金不足以按照本标准条款第十三条约定的分配顺序支付优先级资产支持证券的当期预期收益； (ii)截至专项计划预期到期日的前一个分配基准日，专项计划账户内可供分配的资金不足以按照本标准条款第十三条约定的分配顺序偿付完毕优先级资产支持证券的当期预期收益和/或未偿本金余额； (b)在专项计划终止日之后，根据经有控制权的资产支持证券持有人大会审议通过的清算方案，专项计划账户内可供分配的资金不足以按照本标准条款第十九条约定的分配顺序支付所有优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。
流动性支持启动事件	系指以下任一事件： (a)在专项计划终止日前，系指以下任一事件： (i)截至任何一个兑付日（非为预期到期日）的前一个差额支付核算日，专项计划账户内可供分配的资金，按照本标准条款第十三条的分配顺序，不足以支付优先 Ai 级资产支持证券的当期预期收益； (ii)截至优先 Ai 级资产支持证券预期到期日的前一个差额支付核算日，专项计划账户内可供分配的资金，按照本标准条款第十三条的分配顺序，不足以偿付完毕该优先 Ai 级资产支持证券的当期预期收益和/或未偿本金余额； (b)在专项计划终止日之后，根据经有控制权的资产支持证券持有人大会审议通过的清算方案，专项计划账户内可供分配的资金在差额支付核算日，按照本标准条款第十九条的分配顺序，仍不足以支付优先 Ai 级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。 为避免歧义，对于招商蛇口而言，i=1；对于平安不动产而言，i=2。
权利完善事件	(a)发生资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任； (b)发生与原始权益人有关的丧失清偿能力事件、发生重大不利变化或重大不利影响； (c)发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件、发生重大不利变化或重大不利影响； (d)发生与流动性支持承诺人有关的丧失清偿能力事件、发生重大不利变化或重大不利影响； (e)原始权益人预售资金监管账户、监管账户或与基础资产回收相关的其他银行账户（如有）发生司法查封、冻结或因其他情形而不能按专项计划文件约定方式进行使用的。
计划管理人解任事件	(a)计划管理人被依法取消了办理证券公司客户资产管理业务的资格； (b)发生与计划管理人有关的丧失清偿能力事件； (c)计划管理人违反专项计划文件的约定处分专项计划资产或者管理、处分专项计划资产有重大过失的，违背其在专项计划文件项下的职责，资产支持证券持有人会议决定解任计划管理人的； (d)在由于计划管理人违反法律、行政法规或相关约定，并由此导致资产支持证券持有人不能获得本金和预期收益分配时，资产支持证券持有人会议决定解任计划管理人的； (e)在专项计划存续期间内，如果出现计划管理人实质性地违反其在《资产买卖协议》中所作出的陈述、保证和承诺，资产支持证券持有人会议决定解任计划管理人的。
资产服务机构解任事件	(a)资产服务机构未能根据《服务协议》之约定履行回收款以及流动性支持资金的转付义务（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而使该付款到期日顺延），且经计划管理人书面通知后超过 3 个工作日仍未改正的； (b)资产服务机构停止经营或计划停止经营其全部或主要的业务； (c)发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件； (d)资产服务机构未能保持履行《服务协议》项下实质性义务所需的资格（特别是从事与基础资产有关的应收账款业

	务的资格）、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销； (e)资产服务机构未能根据本标准条款的规定按时交付相关报告期间的《资产服务机构报告》（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使资产服务机构提供《资产服务机构报告》的日期延后），且经计划管理人书面通知要求提交报告后超过 3 个工作日内仍未提交； (f)资产服务机构严重违反：（i）除回收款转付义务和提供报告义务以外的其它义务；（ii）资产服务机构在专项计划文件中所做的任何陈述和保证，且在资产服务机构实际得知（不管是否收到计划管理人的通知）该等违约行为后，该行为仍持续超过 15 个工作日，以致对基础资产的回收产生重大不利影响； (g)有控制权的资产支持证券持有人会议合理认为已经发生与资产服务机构有关的重大不利变化； (h)资产服务机构未能落实《服务协议》的规定，在专项计划设立日后 90 个自然日内，未能按照《服务协议》的约定，对《服务协议》指明的所有基础资产文件原件进行保管。
托管银行解任事件	(a)托管银行总行被依法取消了办理客户交易结算资金法人存管业务或证券投资基金托管业务的资格或授权； (b)托管银行没有根据《托管协议》的规定，按照计划管理人的指令划付专项计划账户中的资金，且经计划管理人书面通知后 5 个工作日内，仍未纠正的； (c)托管银行未能于托管银行报告日当日或之前交付《期间托管报告》或未能按照专项计划文件约定的时间提供《年度托管报告》（除非由于托管银行不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使托管银行提供《期间托管报告》或《年度托管报告》的日期延后），且在管理人发出通知后 5 个工作日内仍未提交； (d)托管银行实质性地违反了其在《托管协议》项下除资金拨付之外的任何其他义务，且该等违约行为自发生之日起持续超过 15 个工作日； (e)托管银行在《托管协议》或其提交的其他文件中所作的任何陈述、证明或保证，被证明在做出时在任何重要方面是虚假、错误或重大遗漏的； (f)管理人根据《托管协议》解任托管银行或有控制权的资产支持证券持有人大会决议解任托管银行； (g)托管银行总行的公开主体信用评级低于 AA 级（含 AA 级）； (h)发生与托管银行有关的丧失清偿能力事件。
监管银行解任事件	(a)监管银行被依法取消了资金监管业务的资格或计划终止该项业务或授权； (b)监管银行违反了其在《监管协议》项下任何主要义务，且该等违约行为自发生之日起持续超过 5 个工作日； (c)管理人根据《监管协议》解任监管银行或有控制权的资产支持证券持有人大会决议解任监管银行； (d)监管银行在《监管协议》或其提交的其他文件中所作的任何陈述、证明或保证，被证明在做出时在任何重要方面是虚假或错误的； (e)监管银行总行的公开主体信用评级低于 AA 级（含 AA 级）； (f)发生与监管银行有关的丧失清偿能力事件。
丧失清偿能力事件	就原始权益人、计划管理人、资产服务机构、后备资产服务机构、托管银行总行、监管银行总行及流动性支持承诺人而言，系指以下任一事件： (a)经相关监管机构同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或相关监管机构向人民法院提出上述机构进行重整或破产清算的申请； (b)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； (c)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； (d)相关监管机构根据有关法律法规规定责令上述机构解散； (e)相关监管机构公告将上述机构接管； (f)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； (g)上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。
专项计划提前终止事件	(a)专项计划设立日后未按照《资产买卖协议》的规定完成基础资产的交割转让； (b)专项计划目的无法实现； (c)原始权益人成为唯一的资产支持证券持有人，且管理人决定提前终止专项计划的； (d)专项计划向优先级资产支持证券持有人支付了《认购协议》和《标准条款》项下应向其支付的全部款项； (e)专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被裁决终止； (f)专项计划已累计启动两次流动性支持且发生第三次流动性支持启动事件，并经有控制权的资产支持证券持有人会议决定终止； (g)发生流动性支持启动事件后任一流动性支持承诺人未按照《流动性支持承诺函》的约定履行流动性支持义务，或因监管账户被查封、冻结致使流动性支持承诺人无法按照《流动性支持承诺函》的约定按时划付流动性支持资金； (h)由于法律或法规的修改或变更导致继续进行专项计划将被认定为不合法； (i)经有控制权的资产支持证券持有人会议决定终止。 (j)发生不可抗力事件导致专项计划不能存续； (k)法律、行政法规或者中国证监会规定的其他情形。

注：华融证券提供，中诚信国际整理

附二：现金流支付机制安排

分配顺序	正常情况	清算
1	支付专项计划应承担的税收；	支付清算费用；
2	支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记费、资金划付费、账户管理费等银行相关费用，包含计划管理人垫付的其他费用支出；	交纳专项计划所欠税款（如有）；
3	同顺序按应付比例支付：托管银行的托管费、监管银行的监管费（如有）、资产服务机构的服务费（如有）、跟踪审计费、其他专项计划费用；	清偿未受偿的专项计划费用；
4	同顺序且按应付预期收益金额比例支付优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的预期收益。 为避免歧义，如发生流动性支持启动事件，优先 A1 级资产支持证券的预期收益由招商蛇口支付的优先 A1 级流动性支持资金偿付；优先 A2 级资产支持证券的预期收益由平安不动产支付的优先 A2 级流动性支持资金偿付。	支付优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券持有人未受偿的本金（同顺序且按认购资金比例）和应付未付的预期收益（同顺序且按应付预期收益金额比例）； 为免歧义，如发生流动性支持启动事件，优先 A1 级资产支持证券的全部未偿本金和应付未付预期收益由招商蛇口支付的优先 A1 级流动性支持资金偿付；优先 A2 级资产支持证券的全部未偿本金和应付未付预期收益由平安不动产支付的优先 A2 级流动性支持资金偿付；
5	同顺序且按认购资金比例支付优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的未偿本金，直至优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的未偿本金清偿完毕。为避免歧义，优先 A1 级资产支持证券、优先 A2 级资产支持证券的清偿顺序相同，将按照各档证券在优先级资产支持证券总规模占比，即 60%、40%，同顺序获得本金偿付资金。如发生流动性支持启动事件，优先 A1 级资产支持证券的全部应付未付本金由招商蛇口支付的优先 A1 级流动性支持资金偿付；优先 A2 级资产支持证券的全部应付未付本金由平安不动产支付的优先 A2 级流动性支持资金偿付。	剩余专项计划资产将按其当时原状分配给次级资产支持证券持有人。
6	优先级资产支持证券的本金全部清偿完毕后，支付次级资产支持证券的本金，直至次级资产支持证券的本金清偿完毕。	--
7	剩余专项计划资产（包括但不限于剩余专项计划资金和基础资产）将按其当时原状分配给次级资产支持证券持有人，作为次级资产支持证券的收益。	--

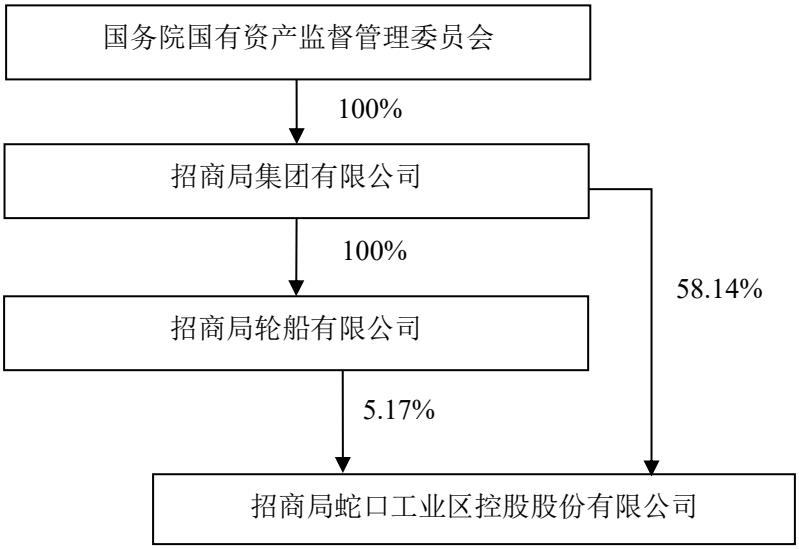
分配流程

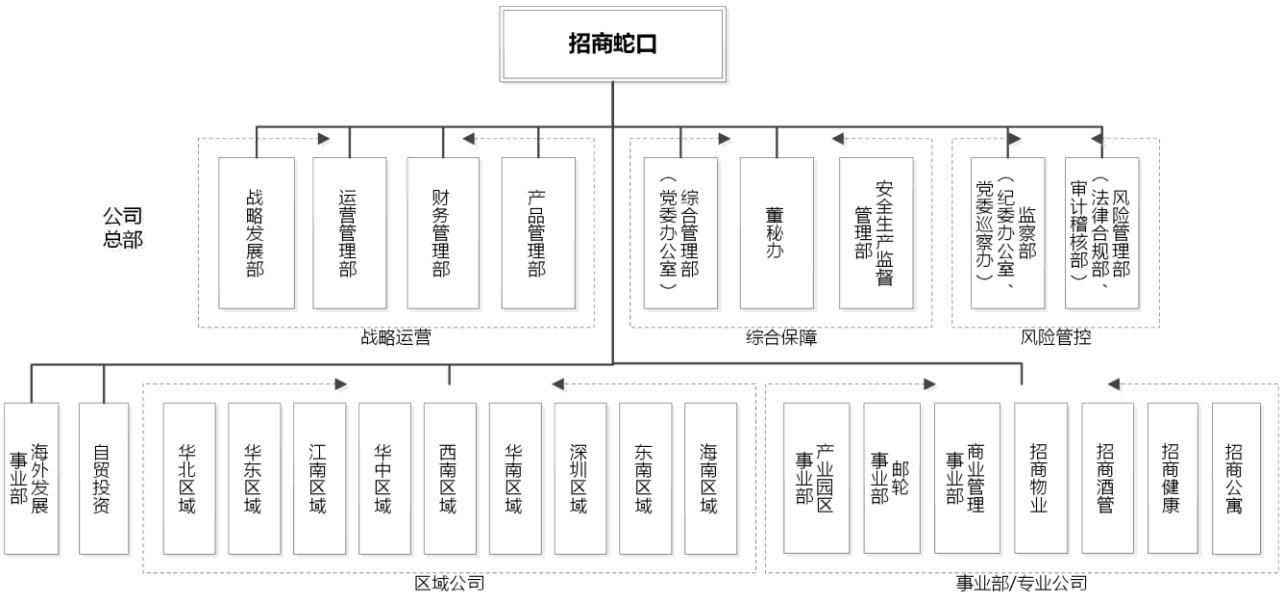
日期	分配流程
回收款归集日(R+5)16:00 时前	资产服务机构将当个回收款归集期间产生的基础资产回收款归集至监管账户；
资产服务机构报告日(R+6)	资产服务机构于资产服务机构报告日向管理人和评级机构出具《期间资产服务机构报告》，管理人与资产服务机构核实当个回收款归集期间内的回收款金额；
回收款转付日(R+6)16:00 时前	资产服务机构应根据《服务协议》及《监管协议》的相关约定将当个回收款归集期间的所有回收款扣除执行费用后的余额从监管账户转入专项计划账户；
分配基准日(T/R+6)15:00 时前	托管银行应根据《托管协议》的相关约定，对专项计划账户资金余额进行核算，并将核算结果提交管理人；
差额支付通知日(T+1)	如果发生差额支付启动事件，则计划管理人于差额支付通知日通知差额支付承诺人依照《差额支付承诺函》的约定承担差额支付义务；
差额支付划款日(T+2)12:00 前	差额支付承诺人应于差额支付划款日 12:00 前将差额支付资金款项足额汇付至专项计划账户，并在资金汇付时载明资金用途；
差额支付核算日(T+2)	托管银行根据《托管协议》的约定，在差额支付核算日，就差额支付承诺人划付差额支付资金的事项，对专项计划账户进行核算；
流动性支持通知日(T+2)	如果发生流动性支持启动事件，则计划管理人于流动性支持通知日通知流动性支持承诺人依照《流动性支持承诺函》的约定承担流动性支持义务；

流动性支持资金划款日(T+3)12:00 前	流动性支持承诺人应于流动性支持资金划款日 12:00 前将流动性支持资金款项足额汇付至监管账户，并在资金汇付时载明资金性质；且资产服务机构应根据《服务协议》及《监管协议》的相关约定于流动性支持资金划款日当日 16:00 前将前述流动性支持资金从监管账户全部转付至专项计划账户，并在资金汇付时载明资金性质；
托管银行报告日(T+4)	托管银行于托管银行报告日，向管理人出具《期间托管报告》，其中包括就流动性支持承诺人支付流动性支持资金事项对专项计划账户进行核算的情况；
管理人报告日(T+5)	计划管理人于管理人报告日，将《收益分配报告》向资产支持证券持有人披露，同时出具给托管银行；
管理人分配日(T+6)	计划管理人于管理人分配日向托管银行传真划款指令；
托管银行划款日(T+7)16:00 时前	托管银行在核实《收益分配报告》及划款指令后，于托管银行划款日 16:00 时前按划款指令将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和/或本金划入登记托管机构指定账户；
兑付日(T+10)	登记托管机构应将相应款项划拨至各证券公司结算备付金账户，各证券公司根据登记托管机构结算数据中的预期支付额的明细数据将相应款项划拨至资产支持证券持有人资金账户。

资料来源：华融证券提供，中诚信国际整理

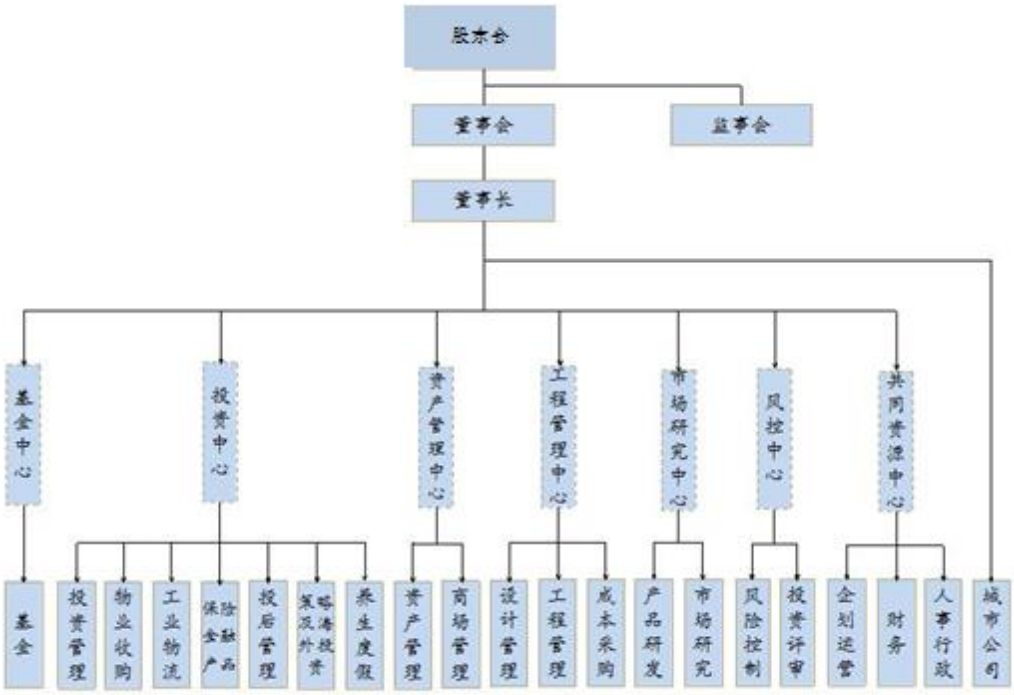
附三：招商局蛇口工业区控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年9月末）





资料来源：招商蛇口提供

附四：平安不动产有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：平安不动产提供

附五：招商局蛇口工业区控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	4,604,219.94	6,738,127.65	7,532,385.28	7,244,687.49
其他应收款	6,255,509.70	6,463,296.82	7,205,265.82	9,152,479.74
存货净额	16,763,231.31	21,082,096.35	31,220,673.35	36,445,729.75
长期投资	928,532.39	1,775,835.77	2,740,199.31	3,284,123.56
固定资产	301,120.01	340,092.33	460,755.12	461,162.34
在建工程	43,105.74	92,796.27	81,894.49	97,553.90
无形资产	49,951.67	54,147.71	61,225.10	65,136.43
投资性房地产	2,772,546.70	3,980,398.90	9,037,608.76	9,359,800.93
总资产	33,921,766.56	42,348,708.47	61,768,808.83	70,632,533.44
预收款项	5,513,453.40	7,534,883.97	9,777,464.84	15,362,814.04
其他应付款	4,670,416.11	6,809,415.29	7,368,639.46	8,290,639.02
短期债务	3,176,626.40	4,324,397.55	5,591,442.13	7,075,563.33
长期债务	7,163,153.15	7,814,557.83	8,711,088.50	8,496,763.21
总债务	10,339,779.55	12,138,955.38	14,302,530.63	15,572,326.54
净债务	5,735,559.60	5,400,827.74	6,770,145.34	8,327,639.05
总负债	24,352,043.04	31,465,580.92	39,031,762.11	48,032,041.07
费用化利息支出	249,812.42	360,537.46	502,168.27	--
资本化利息支出	254,851.13	447,432.67	413,839.61	--
所有者权益（含少数股东权益）	9,569,723.51	10,883,127.55	22,737,046.72	22,600,492.36
营业总收入	7,593,793.88	8,827,785.47	9,767,218.12	2,579,818.15
经营性业务利润	1,836,334.00	2,109,378.50	1,798,052.22	289,631.37
投资收益	291,001.75	654,767.21	1,023,135.46	24,136.13
净利润	1,544,083.67	1,946,078.06	1,885,688.22	216,822.51
EBIT	2,339,997.76	3,020,632.59	3,114,539.42	--
EBITDA	2,437,323.88	3,133,136.74	3,246,117.74	--
销售商品、提供劳务收到的现金	8,143,891.54	10,130,094.85	12,593,288.49	11,630,791.14
经营活动产生现金净流量	-506,261.62	1,047,813.76	1,381,206.86	1,024,498.75
投资活动产生现金净流量	-3,159,690.30	295,523.40	295,523.40	-444,449.16
筹资活动产生现金净流量	3,286,328.84	85,094.70	85,094.70	-809,807.66
财务指标	**2017**	**2018**	**2019**	**2020.6**
营业毛利率（%）	37.79	39.49	34.65	24.77
期间费用率（%）	4.88	6.26	6.92	6.15
EBITDA 利润率（%）	32.10	35.49	33.23	--
净利润率（%）	20.33	22.04	19.31	8.40
净资产收益率（%）	17.78	19.03	11.22	1.28*
存货周转率（X）	0.33	0.28	0.24	0.08*
资产负债率（%）	71.79	74.30	63.19	68.00
总资本化比率（%）	51.93	52.73	38.61	40.79
净负债率（%）	59.93	49.63	29.78	36.85
短期债务/总债务（%）	30.72	35.62	39.09	45.44
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.09	0.10	0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.16	0.24	0.25	0.19*
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.00	1.30	1.51	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.27	1.20	1.14	1.00*
总债务/EBITDA（X）	4.24	3.87	4.41	--
EBITDA/短期债务（X）	0.77	0.72	0.58	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.83	3.88	3.54	--
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.14	4.29	3.85	--

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、2017~2019 年及 2020 年 9 月末合同负债已调至预收款项；3、2018~2019 年末末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，2020 年 9 月末未经调整；4、2020 年三季度带*数据经年化处理。

附六：平安不动产有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	743,001.05	1,021,614.38	1,311,023.81	862,460.61
应收账款净额	1,171,458.23	69,199.26	224,743.46	498,501.08
其他应收款	361,528.78	314,388.30	307,493.88	631,131.83
存货净额	95,029.26	196.77	20,684.53	27,892.95
长期投资	816,671.47	1,104,698.32	2,447,362.15	3,900,539.41
固定资产	2,564.78	14,184.20	13,551.65	13,140.87
在建工程	2,286.93	0.00	0.00	0.00
无形资产	971.37	5,262.19	17,055.45	6,723.28
总资产	6,007,357.82	7,751,398.74	8,646,122.29	10,277,431.06
其他应付款	257,128.75	656,256.92	1,059,185.73	785,462.12
短期债务	1,113,831.55	2,406,593.10	915,806.32	1,621,488.91
长期债务	2,150,854.44	1,918,121.66	2,581,011.65	3,666,962.71
总债务	3,264,685.99	4,324,714.76	3,496,817.97	5,288,451.62
净债务	2,521,684.94	3,303,100.37	2,185,794.16	4,425,991.00
总负债	3,704,429.27	5,081,833.66	4,922,060.99	6,157,504.48
费用化利息支出	116,682.07	181,580.79	187,608.76	-
资本化利息支出	12,059.00	5,006.80	6,569.28	-
所有者权益合计	2,302,928.55	2,669,565.08	3,724,061.30	4,119,926.58
营业总收入	209,558.83	186,683.01	219,812.36	128,778.52
经营性业务利润	-61,711.66	-144,392.50	-137,347.34	-16,890.49
投资收益	251,104.17	561,169.39	849,465.59	154,830.79
净利润	133,805.58	339,838.75	682,512.28	105,471.42
EBIT	290,914.61	554,605.32	902,417.82	-
EBITDA	306,288.58	574,153.53	925,051.16	-
经营活动产生现金净流量	-91,948.70	263,245.64	192,277.00	15,852.23
投资活动产生现金净流量	-287,534.63	-829,216.90	431,007.33	-2,205,305.39
筹资活动产生现金净流量	446,512.29	879,550.07	-277,715.66	1,731,149.98
资本支出	179,030.62	97,640.36	97,266.05	4,737.37
财务指标	**2017**	**2018**	**2019**	**2020.6**
营业毛利率（%）	81.72	85.92	90.07	94.97
三费收入比（%）	108.43	159.62	153.89	106.71
EBITDA/营业总收入（%）	140.40	307.56	420.84	-
总资产收益率（%）	4.99	7.15	11.01	-
流动比率（X）	6.01	12.73	21.35	5.38
速动比率（X）	2.46	1.70	2.26	2.10
存货周转率(X）	2.40	1.70	2.25	2.09
应收账款周转率（X）	0.27	133.55	2.09	0.53
资产负债率（%）	0.17	2.70	1.50	0.71
总资本化比率（%）	61.66	65.56	56.93	59.91
短期债务/总债务（%）	58.64	61.83	50.26	56.21
经营活动净现金流/总债务（X）	34.12	55.65	31.41	30.66*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.03	0.06	0.05	0.01*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.08	0.11	0.16	0.02
总债务/EBITDA（X）	-0.79	1.41	0.99	-
EBITDA/短期债务（X）	-5.91	3.93	-0.39	-
EBITDA 利息倍数（X）	11.10	7.53	4.07	-

注：1、上述各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2020 年半年度财务报表报表未经审计；3、带“*”指标经年化处理；4、为计算有息债务，中诚信国际将其他流动负债的带息部分调入短期债务中。

附七：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入—营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附八：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失极低。
AA_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失很低。
A_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失较低。
BBB_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失一般。
BB_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失较高。
B_{sf}	结构化产品持有人获得利息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，产品的预期损失很高。
CCC_{sf}	结构化产品持有人获得利息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度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC_{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C_{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除AAA_{sf}级，CCC_{sf}级及以下等级外，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。