

信用评级公告

联合〔2020〕5251号

联合资信评估股份有限公司通过对“光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划”的信用状况进行综合分析和评估，确定“光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：孙建

二〇二〇年十二月二十五日



光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先级	14,200.00	94.67	AA ⁺ _{sf}
次级	800.00	5.33	NR
合计	15,000.00	—	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于2020年12月25日前获得的评级资料所评定。若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. NR—未予评级

交易概览

原始权益人/资产服务机构：深圳前海联捷商业保理有限公司

债务人：如《标准条款》附件一所列示的，依据基础合同和应收账款转让合同，对原始权益人负有清偿应收账款义务的主体，且为厦门中骏和/或厦门中骏的下属/项目公司，具体以《标准条款》附件一债务人清单为准

共同债务人：厦门中骏集团有限公司

基础资产：基础资产清单所列的由原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的原始权益人对债务人享有的应收账款债权（不包括工程类应收账款项下的工程质量保证金）及其附属权益

计划管理人：上海光大证券资产管理有限公司

托管银行：平安银行股份有限公司上海分行

期限及本息偿付方式：到期一次还本付息

专项计划设立日：2020年12月25日

预期到期日：2021年12月24日

法定到期日：专项计划设立日起36个月届满之日

评级时间

2020年12月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对证券进行了现金流分析。

本专项计划涉及的基础资产为供应商与厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”）及其下属/项目公司在日常经营活动中形成的应收账款，应收账款的共同债务人均均为厦门中骏。厦门中骏作为共同债务人需无条件履行付款义务，并将应收账款未偿价款余额补足。厦门中骏作为港股上市公司中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）境内最主要的房地产业务运营实体，偿债能力很强，联合资信评定其主体级别为AA⁺。因此，厦门中骏的主体信用水平对优先级资产支持证券的偿付起到了主要信用支撑作用。

综合考虑上述因素，联合资信评定“光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AA⁺_{sf}；上述优先级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势：

1. 本专项计划基础资产合格标准较为严格。本专项计划制定了严格的基础资产入池标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何主张扣减或减免的权利（法定抵销权除外）。

2. 厦门中骏偿债能力很强。共同债务人厦

厦门中骏集团有限公司（合并口径）				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 6月
资产总额（亿元）	525.20	804.70	1,143.89	1,161.05
所有者权益（亿元）	141.52	194.24	273.63	291.44
长期债务（亿元）	60.58	110.54	61.67	58.19
全部债务（亿元）	128.07	172.82	171.19	165.27
营业收入（亿元）	133.09	171.76	198.16	135.28
利润总额（亿元）	39.19	25.73	40.35	26.78
EBITDA（亿元）	50.59	36.72	54.34	--
经营性净现金流（亿元）	43.71	46.75	-64.04	2.20
营业利润率（%）	27.86	25.81	23.83	22.37
净资产收益率（%）	20.93	10.04	10.16	--
资产负债率（%）	73.05	75.86	76.08	74.90
全部债务资本化比率（%）	47.51	47.08	38.48	36.19
流动比率（%）	125.86	124.76	114.14	112.54
经营现金流动负债比（%）	13.89	9.59	-8.05	0.28
现金短期债务比（倍）	1.11	2.58	1.81	1.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	1.87	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.53	4.71	3.15	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 厦门中骏2020年1-6月财务数据未经审计，相关指标未年化

分析师：

孙文秀 郭燕

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

厦门中骏作为港股上市公司中骏集团境内最主要的房地产业务运营实体，开发经验丰富，具有一定的区域品牌知名度，资产质量较高，盈利能力较强，偿债能力很强。

关注：

1. **厦门中骏经营发展或受政策影响。**厦门中骏土地储备以二线城市为主；近年来，全国楼市调控长期化，一、二线城市调控尤为严格，楼市调控政策对厦门中骏未来核心区域项目销售存在较大影响。

2. **厦门中骏有一定的资金支出压力。**近年来厦门中骏发展速度快，在建和拟建项目的后续开发均需要较大规模的资金投入；近年来，厦门中骏加大了拿地力度和开发力度，未来将面临一定的资本支出压力，融资需求或将进一步提升，需对厦门中骏未来杠杆水平变化情况予以关注。

3. **厦门中骏资产受限比例较高，对外担保规模较大。**厦门中骏资产受限比例较高，所有者权益稳定性弱；此外，厦门中骏存在对外担保，具有一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由委托方/发行人提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托方/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方/发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方/发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

分析师：

孙文秀

张静

联合资信评估股份有限公司



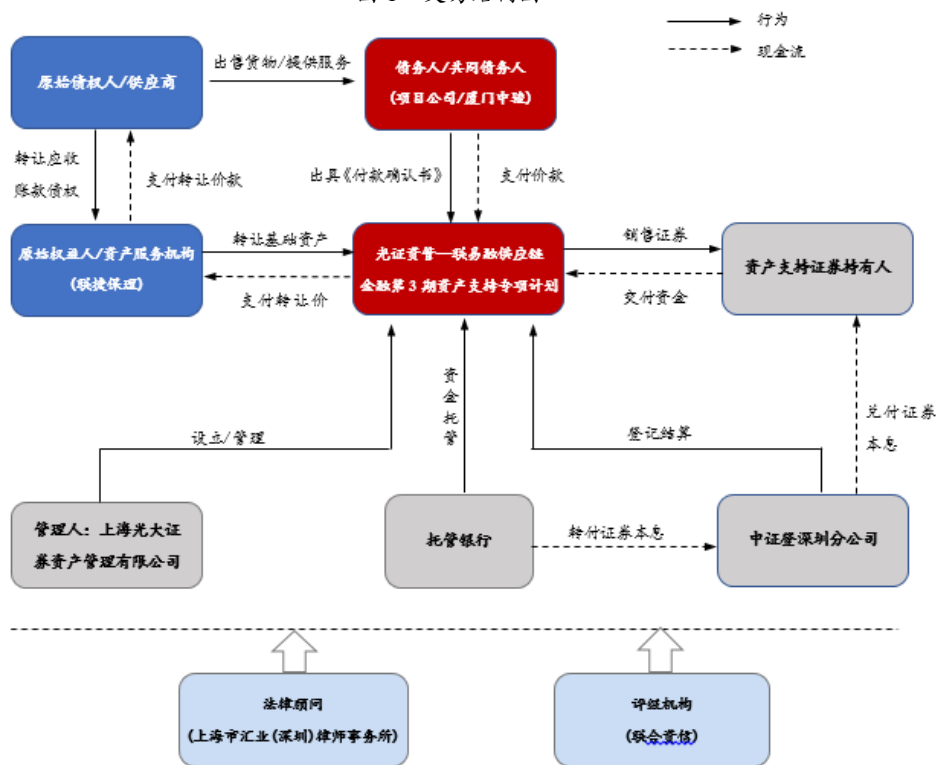
一、交易概况

1. 交易概况

光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划资产支持证券（以下简称“本期资产支持证券”）由上海光大证券资产管理有限公司（以下简称“光证资管”“计划管理人”或“管理人”）发行，所募资金用于向原始权益人，即

深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）购买基础资产，即基础资产清单所列的由原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的原始权益人对债务人享有的应收账款债权（不包括工程类应收账款项下的工程质量保证金）及其附属权益¹（如有）。本专项计划交易结构图如下所示：

图 1 交易结构图



资料来源：管理人提供

在本专项计划中，管理人设立并管理专项计划，认购人取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人。管理人根据与原始权益人签订的《基础资产买卖协议》的约定，将专项计划资金用于向原始权益人购买基础资产。共同债务人厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”）出具

《付款确认书》，承诺基础资产项下应收账款债权到期时无条件履行付款义务并于应收账款到期日²向专项计划账户足额支付应收账款的未偿

¹ 附属权益：系指与应收账款债权有关的、为联捷保理的利益而设定的任何合法有效且可转让的担保或其他权益，包括但不限于基于付款确认书而对厦门中骏享有的要求其清偿应收账款转让合同项下债务人未偿还的应收账款债权的权利及基于应收账款债权产生的赔偿金以及其他收益。

² 应收账款到期日：系指债务人和/或共同债务人根据应收账款转让合同、付款确认书及买方确认函应履行应收账款项下还款义务，向专项计划账户足额支付应收账款的未偿价款余额的最晚日期。

价款余额³。

本专项计划是以基础资产所产生的现金流作为还款来源，以共同债务人厦门中骏对基础资产所涉应收账款的到期偿付承担共同付款义务等提供综合信用提升的固定收益产品。

本期资产支持证券总募集规模为 15,000.00 万元，分为优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“次级证券”），其中优先级证券发行规模为 14,200.00 万元，占比 94.67%，次级证券发行规模为 800.00 万元，占比 5.33%。优先级证券采用固定利率，到期还本付息。在优先级证券本金和预期收益偿付完毕之后，次级证券获得剩余资金。本专项计划法定到期日为专项计划设立日起 36 个月届满之日。

表 1 资产支持证券概要（单位：万元、%、天）

资产支持证券	募集规模	证券占比	存续期限	还本付息方式
优先级	14,200.00	94.67	365	到期一次性还本付息
次级	800.00	5.33	365	到期享受剩余专项计划资金
证券合计	15,000.00	100.00	--	--

资料来源：计划管理人提供

2. 基础资产

本专项计划制定了较为明确、严格的基础资产合格标准，并设置不合格基础资产赎回机制。

本专项计划的基础资产系指基础资产清单所列的由原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的原始权益人对债务人享有的应收账款债权（不包括工程类应收账款项下的工程质量保证金）及其附属权益。

根据本期交易约定，在封包日和专项计划设

立日，入池基础资产需符合以下合格标准：

a) 基础资产对应的全部应收账款转让合同、付款确认书、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；并且，债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；

b) 基础合同项下融资人具有订立基础合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；

c) 同一应收账款转让合同项下原始权益人应支付的应收账款转让价款均已全部支付予原始债权人且支付价格公允；

d) 同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；

e) 基础资产项下共同债务人的付款承诺不会因基础资产转让而被全部或部分免除；

f) 共同债务人已向计划管理人出具《付款确认书》，且该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效；

g) 原始债权人、债务人、共同债务人如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续；

h) 基础资产项下的债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；

i) 基础资产池至少包括 10 个相互之间不存在关联关系⁴的债权人；

j) 单一原始债权人入池资产金额占比不超过 30%，单一原始债权人及其关联方入池资产金额合计占比不超过 40%；

k) 与共同债务人存在关联关系的原始债权人入池资产金额占比不超过 10%；

l) 原始债权人、债务人、共同债务人在原始权益人处均不存在逾期、违约等不良记录；

³ 未偿价款余额：就某一日期相对于每一笔基础资产而言，系指 A - B；A 指其封包日应偿还的所有价款余额；B 指自封包日之后起至该某一日期之前，有关该笔基础资产的所有已经偿还的价款。

⁴ 关联关系：除非另有其他特殊说明，就任何主体而言，与其有关联关系的一方指任何在股权关系上直接或间接控制该主体、被该主体在股权关系上直接或间接控制或与该主体在股权关系上直接或间接地被共同控制的任何公司、合伙或其他实体。为避免歧义，此处不存在“关联关系”的界定除需遵守《标准条款》第（45）项“关联关系”的定义以外，还需兼顾满足原始债权人不属于共同债务人最近一期经审计合并报表范围内子公司，最近一期经审计合并报表范围内子公司根据截至封包日厦门中骏已出具的最近一期审计报告确定；如原始债权人不在上述范围内，则其与债务人、共同债务人均不具有关联关系。

m) 原始权益人已经履行并遵守了基础资产所对应的任一份应收账款转让合同,并已在中登网办理应收账款转让登记;

n) 基础资产涉及的应收账款可以特定化,且应收账款金额、到期付款时间明确;

o) 基础资产可以进行合法有效的转让,转让价格公允,且无需取得原始债权人、债务人、共同债务人或其他主体的同意;

p) 基础资产对应的基础合同具备真实、合法、有效的交易关系;

q) 基础资产对应债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利(法定抵销权除外)(为避免疑义,前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利);

r) 基础资产对应的任一笔应收账款债权的到期日早于专项计划预期到期日,但晚于专项计划设立日;

s) 原始权益人已就原始债权人将应收账款转让予原始权益人的事宜向债务人、共同债务人发出书面通知,并已取得债务人、共同债务人出具的《买方确认函》及《付款确认书》;

t) 原始债权人已经完全、适当地履行了基础合同项下的合同义务,合同约定的付款条件除债务人的债务尚未届至清偿期外,其他均已满足,不存在属于预付款的情形,且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务,并且不享有商业纠纷抗辩权;

u) 在应收账款转让至原始权益人时,原始债权人合法拥有应收账款,应收账款权属明确,且该笔应收账款债权未被列入《负面清单》;

v) 应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利,亦无其他权利负担。但保理商因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外;

w) 原始权益人合法拥有基础资产,基础资产权属明确;

x) 基础资产不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序,未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施,以至于对专项计划受让、持有基础资产及基础资产的可回收性产生重大不利影响。

根据交易安排,如管理人或资产服务机构发现不合格基础资产⁵应由资产服务机构立即书面通知原始权益人,原始权益人按照《基础资产买卖协议》的约定对不合格基础资产予以赎回,赎回价格为赎回起算日⁶(含该日)24:00时,该等不合格基础资产的未偿价款余额。

3. 专项计划现金流

本专项计划现金流主要来自于专项计划存续期内债务人偿付的应收账款,交易文件明确约定了账户管理条款,同时对现金流的归集和划付做出了明确的安排。

本专项计划现金流主要来自于在计划存续期内应收账款回收款。

(1) 账户设置

本专项计划设有专项计划账户。专项计划账户系指管理人以专项计划的名义在托管人开立的人民币资金账户,专项计划的相关货币收支活动,包括但不限于接收专项计划募集资金、接收基础资产的回收款及其他应属专项计划的款项、支付基础资产购买价款、支付专项计划利益及专项计划费用,均必须通过该账户进行。

(2) 折价购买

根据交易安排,本专项计划基础资产采取折价购买的方式,每一笔基础资产购买价款=该笔应收账款届时的未偿价款余额×折价率。其中,折价率系由管理人确定的,并经管理人及原始权

⁵ 不合格基础资产:系指在专项计划存续期间发现的,不符合于封包日、专项计划设立日做出的资产保证的基础资产。

⁶ 赎回起算日:系指管理人提出赎回或者管理人同意原始权益人就《基础资产买卖协议》约定的不合格基础资产的赎回而言,赎回起

算日系指管理人提出或管理人同意原始权益人提出的赎回相应不合格基础资产要求之日后第2个工作日。

益人认可的，基础资产出售于专项计划的折价比例，以届时《基础资产买卖协议》附件一所载的基础资产清单列明的折价率为准。本期专项计划基础资产折价率确定为 94.20%。

(3) 现金流收付

根据交易安排，资产服务机构在应收账款到期日前 30 个、10 个、5 个工作日分别向债务人、共同债务人提示付款，通知债务人、共同债务人应于回收款划付日⁷17:00 前向专项计划账户划付基础资产未偿价款余额以及其他应收款，如届时债务人、共同债务人仍未支付相关款项的，应根据管理人的授权及指示向债务人、共同债务人进行追偿，并将前述追偿款项转付至专项计划账户。在收到划款的下一个工作日 10:00 之前，托管人将收款确认凭证以传真或发电子邮件的方式发送给管理人。在核算日（T-7 日），托管人按照《托管协议》的约定对专项计划账户进行核算并按照相关格式要求向管理人提交核算报告。管理人按照标准条款约定的分配顺序拟定当期收入分配方案（如涉及），制作收益分配报告，并于管理人报告日（T-4 日）将收益分配报告向资产支持证券持有人披露，同时以传真或发电子邮件的方式发送给托管人。管理人于管理人分配日（T-3 日）通过传真或电子邮件的方式向托管人发送划款指令。托管人在复核收益分配报告及划款指令后，于托管人划款日（T-2 日）11:00 前，按划款指令支付相关税费（如涉及）和专项计划

费用，并将本专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入登记托管机构指定账户

(4) 分配资金划付

于兑付日，管理人应按照如下顺序分配或运用专项计划资产（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付）：

- a) 以现金形式支付专项计划的应缴税金；
- b) 以现金形式支付登记托管机构的资产支持证券登记、资金划付等相关费用；
- c) 管理人合理支出的与专项计划相关的所有税收、费用和其他支出，包括但不限于因其管理和处分专项计划资产而承担的税收和政府收费（但管理人就其营业活动或收入而应承担的税收除外）、托管人的托管费、登记托管机构的登记托管服务费、专项计划审计费、评级机构的跟踪评级费（如有）、兑付兑息费、资金汇划费、执行费用、信息披露费、清算费用、权利完善费用、召开有控制权的资产支持证券持有人大会的会务费以及管理人须承担的且根据专项计划文件有权得到补偿的其他费用支出；
- d) 当期应分配的优先级资产支持证券的预期收益；
- e) 当期应分配的优先级资产支持证券本金；
- f) 在到期分配时，本专项计划资金在满足 a) ~e) 项分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金（无论货币形式或其他）全部分配给次级资产支持证券持有人。

二、交易结构分析

1. 信用支持

本专项计划中，**优先/次级偿付结构为本专项计划提供了有利的信用支持；厦门中骏整体偿债能力很强，其作为基础资产共同债务人对优先级证券本息的偿付起到很强的信用支撑作用。**

(1) 优先级/次级偿付结构

本专项计划采用优先级/次级偿付结构，具体划分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照《标准条款》约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的证券为优先受偿的证券提供信用损

⁷ 回收款划付日系指回收款自厦门中骏向专项计划账户划付的最晚日期，即应收账款债权到期日，同时不晚于兑付日前的第 8 个工作日（T-8 日）。应收账款债权到期日系指应收账款到期日或触发提前清偿事件时管理人通知的回收款划付日。

失保护。具体而言，本期交易中，优先级资产支持证券获得由次级资产支持证券提供的信用支持为 5.33%。

(2) 共同债务人

本专项计划以厦门中骏及其下属/项目公司为债务人的应收账款债权为基础资产，在入池标准中明确约定所有入池资产所涉债务人已确认其到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权，债务人不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）。并且，本次交易中厦门中骏通过签具付款确认书，承担共同付款义务，承诺对厦门中骏及其下属/项目公司尚未偿还的应付账款的差额部分承担补足付款义务。

鉴于本次基础资产入池标准清晰、明确，且考虑到厦门中骏开发经验丰富，具有一定的区域品牌知名度，资产质量较高，盈利能力较强，经联合资信评定其主体评级为 AA⁺，其偿债能力很强，对优先级证券的偿付起到了很强的信用支撑作用。

2. 交易结构风险分析

本专项计划面临的交易风险包括资金混同风险、抵销风险、发行利率风险、流动性风险以及合格投资风险。各项风险在本专项计划中或可得到缓释处理或已有充分考量，均处于可控状态。

(1) 资金混同风险

若资产服务机构信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，入池基础资产的回收款可能和资产服务机构其他资金混同，从而给本专项计划资产造成损失。

本次交易中，债务人、共同债务人应于回收款划付日 17:00 前向专项计划账户划付基础资产未偿价款余额以及其他应收款，专项计划回收款不通过资产服务机构账户，因此本次本专项计划因为资产服务机构自身原因出现资金混同风险的可能性极低。

(2) 抵销风险

抵销风险是指底层资产的债务人行使可抵销债务权利，从而使应收账款回收出现风险。本期专项计划设定了严格的合格标准，基础资产对应债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利（法定抵销权除外）（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利），且共同债务人厦门中骏已确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。

因此，本期专项计划因债务人实施抵销债务权利产生抵销风险进而影响优先级证券本息的兑付的可能性极低。

(3) 发行利率风险

根据测算，在优先级证券预期收益率不高于 5.50%、考虑专项计划应支付的各项税费的情况下，本专项计划基础资产回收款对优先级证券预期支出的保障程度均在 1.06 倍以上。由于本专项计划优先级证券的偿付受发行利率的影响较大，联合资信会对未来优先级证券的发行利率持续关注。

(4) 合格投资风险

在本专项计划的各个偿付期内，专项计划账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使专项计划财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本期交易制定了较为严格的合格投资标准，合格投资仅限于银行存款、同业存款、大额存单、期限在一年以下（含一年）的商业银行理财计划、货币市场基金、质押回购（包括协议式质押回购）以及保本型理财产品。托管银行根据管理人的划拨指令调拨资金，合格投资中相当于当期分配所需的部分应于核算日之前到期或变现，且不必就提前提取支付任何罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

3. 法律风险分析

根据上海市汇业（深圳）律师事务所出具的法律意见书，本专项计划的设立符合各项法律法规，各参与方均具有相应法律资格，抽样基础资产真实、合法，并且基础资产的转让合法。

根据上海市汇业（深圳）律师事务所（以下简称“汇业律所”）出具的法律意见书，本专项计划是根据《证券法》《证券投资基金法》《合同法》《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》《资产证券化业务基础资产负面清单指引》等有关法律、行政法规、规章、规范性文件和中国证券监督管理委员会的有关规定而设立的。

法律意见书显示，抽样基础资产的债权人和原始权益人具有法定必备的主体资格、资质、许可；抽样基础资产符合适用法律所规定的条件，且满足《标准条款》约定的入池标准；抽样基础资产转让行为合法；鉴于基础资产已由资产服务机构进行前期筛选，且基于汇业律所律师对基础资产的抽样核查，基础资产真实合法、未设置权利负担、转让行为合法，符合适用法律所规定的条件，且满足《标准条款》约定的入池标准中的相关要求，但囿于抽样方法的局限性并受限于对非抽样基础资产的审查深度，不能排除有个别非抽样基础资产存在不满足入池标准的情形；在满足专项计划文件约定的设立前提后，本专项计划可依法、有效设立。

三、参与机构服务能力分析

1. 原始权益人/资产服务机构

联捷保理成立时间较短，业务规模较小，但有较为完善的风险管理制度，能够较好地履行作为本专项计划的原始权益人和资产服务机构的职责。

本专项计划原始权益人及资产服务机构均为联捷保理。

联捷保理成立于2016年11月，由深圳前海环融联易商业保理有限公司全资设立，初始注册资本5,000.00万元人民币，经过多次增资扩股，截至2020年9月底，联捷保理注册资本为55,000.00万元，实缴55,000.00万元。其中，深圳前海环融联易商业保理有限公司是深圳前海联易融数字科技集团有限公司（以下简称“联易融数科”）的全资子公司。

联捷保理与联易融数科的供应链金融业务类型、业务流程、业务系统保持一致，并与联易融数科使用同一套业务系统。截止2020年9月底，联易融数科在职员工549人，其中470人服务于联易融数科旗下的供应链金融业务。

联捷保理针对提供保理或代理转让服务的应收账款为核心企业及供应商提供供应链金融

服务，主要包括基础资产的组织及筛选、基础资产文件保管、基础资产池监控、基础资产债权清收、基础资产回收资金归集等综合性服务。联捷保理IT团队自主开发搭建了全方位多维度的供应链资产支持系统，全面覆盖供应链项目参与方，可实现资产快速收集、线上审核、短期内完成基础资产筛选，同时，系统拥有产品排期，到期管理催收等精细化内部运营管理模块，可支持实现多个项目同步作业。

风控方面，联捷保理通过“事前-事中-事后”全流程风险管理，严格控制项目准入风险，操作及投后风险。底层资产经过专业风控团队审核，支持底层资产逐笔清晰可见。由于联捷保理的主营业务是基于核心企业信用的供应链上游应收账款融资业务，其主要风险体现在核心企业的信用风险以及业务本身的操作风险。信用风险方面，联捷保理主要通过规范企业准入筛选标准、进行合规检查及实地调查、建立项目审批制度和审查委员会、贷后管理来防范。应对操作风险方面，联捷保理将操作风险进行分类和分等级，对应不同类别、等级的风险来制定操作细则，规范操作流程。

截至2020年9月底，联易融数科合作核心企

业共148家，累计资产交易规模合计2,252.23亿元，累计服务供应商数量约18,000家。截至2020年9月底，不良率为零。其中，联捷保理合作核心企业共52家，累计资产交易规模合计1,540.97亿元。

截至2019年底，联捷保理资产总额为48.11亿元，较上年底增长106.78%；负债总额为42.55亿元，较上年底增长142.94%；2019年，联捷保理实现营业收入5.73亿元，实现利润总额-0.30亿元，由盈转亏，主要系ABS保理业务竞争逐渐激烈、发行的产品平均收益率有所下降，以及业务快速增长致使各项成本增加所致。

截至2020年9月底，联捷保理资产总额为50.99亿元，较上年底增长5.98%；负债总额为44.85亿元，较上年底增长5.41%。2020年1—9月，联捷保理实现营业收入5.61亿元，利润总额0.75亿元。

2. 计划管理人

光证资管具有丰富的资产管理经验，可为本专项计划提供很好的资产管理服务。

本专项计划的计划管理人为光证资管。

光证资管于2012年5月9日成立，其前身为原光大证券股份有限公司资产管理总部，是国内上市券商旗下首家资产管理公司。光证资管承继了光大证券股份有限公司的客户资产管理业务与资格，在行业中率先取得了券商创新试点、从事境外证券投资管理业务（QDII）、受托管理保险资金等资格。

截至2019年底，光证资管合并口径资产总额26.82亿元，负债总额6.06亿元，所有者权益总额20.76亿元。2019年，光证资管实现营业收入12.69亿元，实现利润总额7.21亿元，实现净利润5.41亿元。

截至2019年底，光证资管受托管理总规模2,438.88亿元，其中集合资产管理计划规模758.41亿，较上年末增长1.77%。

风险管理方面，针对经营风险，光证资管

不断提升主动管理能力，灵活运用不同类型金融工具，满足客户综合金融服务的需求。针对市场风险，光证资管建立了投资分级授权和风险限额管理机制，通过风险价值（VaR）、压力测试、敏感度分析、敞口分析、损益分析等多种方法，实现对投资组合市场风险的计量和评估。对于产品层面的信用风险管理，一是根据行业、区域、评级等多维度设立集中度限额，并动态调整集中度限额；二是创建了内部信用评级体系，根据信用债不同属性建立差异化的信用评级模型；三是建立证券池投资池管理制度，设立信用债入池的内部评级标准，不同层级的投资池对应不同的审批权限、投资规则及跟踪频率；四是建立债券交易对手白名单制并对逆回购业务实行限额管理，以最大程度降低信用风险。光证资管依托净资本监控系统，对净资本及流动性等风险控制指标进行动态监控，并定期进行流动性应急演练，以防范流动性风险。同时，光证资管不断完善各业务条线的制度和流程，提升业务自动化水平，减少操作风险隐患。

3. 托管银行

平安银行资产规模稳步增长，业务不断拓展，盈利能力保持在较好水平，托管经验丰富，作为本专项计划的托管银行，履职能力很强。

本专项计划的托管银行为平安银行股份有限公司上海分行。平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）是一家总部设在深圳的全国性股份制商业银行（于深交所上市，证券代码000001），2019年1月，平安银行公开发行260亿元可转换公司债券，中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”）与中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安寿险”）全额参与本次发行的原股东优先配售。2019年8月，平安银行对可转换公司债券行使有条件赎回权，本次赎回完成后，平安银行总股本由17,170,411,366股增加至19,405,918,198股。截至2020年9月末，中国平安及其控股子公司平安寿险合计持有平安银

行 57.94% 的股份，为平安银行控股股东。

截至 2019 年末，平安银行资产总额 39,390.70 亿元，较上年末增长 15.22%；吸收存款余额 24,369.35 亿元，较上年末增长 14.49%；发放贷款和垫款总额（含贴现）23,232.05 亿元，较上年末增长 16.30%。2019 年，平安银行实现营业收入 1,379.58 亿元，同比增长 18.20%；其中利息净收入 899.61 亿元，同比增长 20.36%；净利润 281.95 亿元，同比增长 13.61%；2019 年 1—12 月净息差为 2.62%、净利差为 2.53%、存贷差为 4.12%，环比稳步提升；非利息净收入占比 34.79%，同比增长 14.36%，盈利能力保持稳定。截至 2019 年末，平安银行核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为 9.11%、10.45% 及 13.22%，均满足监管达标要求，较上年末分别提高 0.57、1.15 和 1.72 个百分点。

截至 2020 年 9 月末，平安银行资产总额 43,469.21 亿元，吸收存款余额 25,498.45 亿元，发放贷款和垫款总额（含贴现）25,850.04 亿元。2020 年 1—9 月，平安银行实现营业收入 1,165.64 亿元，净利润 223.98 亿元。截至 2020 年 9 月末，平安银行核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为 8.94%、11.29% 及 13.86%。

托管业务方面，平安银行于 2008 年 1 月 4 日经深圳市银监局核准，获得运营信托保管业务资格；2008 年 8 月 6 日经中国证监会和中国银监会核准，获得证券投资基金托管资格；2010 年 1 月 2 日经中国银监会核准获得全国社会保障基金托管资格。平安银行已形成较为完整的

托管业务系列，可托管产品类型包括公募基金、基金子公司资管、券商理财、券商资管计划、银行理财、股权投资基金、社保基金、保险资金、商业银行客户资金托管等十大类二十余种产品。

平安银行托管业务产品类型已涉及基金公司专项资产管理计划、券商集合资产管理计划、券商定向资产管理计划、私募股权基金、信托计划、交易类资金托管、银行理财产品等。截至 2019 年末，平安银行全年实现托管手续费收入 21.81 亿元，同比减少 23.63%。

内部风控方面，平安银行资产托管业务实行统一管理，授权经营体制。办理专项资产托管业务由总行统一管理，一级分行开办专项资产托管业务需经总行审批，未经总行授权的分行不得从事专项资产托管业务。从组织架构上，平安银行托管中心设置了独立的内控部门和内控岗位，从托管营运流程上实现有效的稽核监督，同时有专人负责资产托管业务的投资监督工作，在管理人的授权范围内独立行使对所托管产品投资行为的监督职责。平安银行将监督资产的投资对象和范围、投资限制、管理人报酬的计提比例、收益分配以及其他有关投资运作的事项，并对管理人的投资行为进行监督检查。资产托管部内设合规与投资监督中心，该中心作为内部控制的监督、评价中心，组织督促各相关中心建立健全内控机制，并对各项业务及其操作提出内部控制建议。中心配备专职内控稽核人员，依照有关法律、法规和规章制度，对内部控制独立行使稽核监察职权。

四、共同债务人信用风险分析

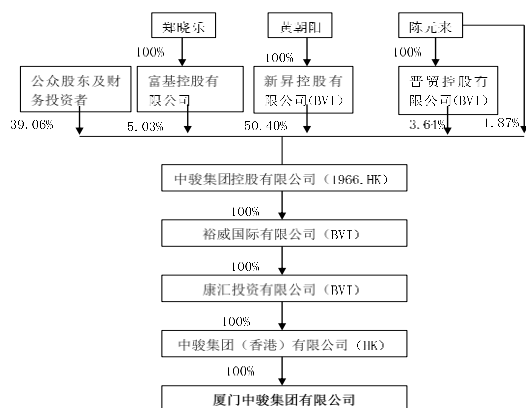
1. 主体概况

厦门中骏前身系 2003 年 1 月成立的厦门中骏实业有限公司，初始注册资本为 15,000 万元港币，由注册地在香港的中骏集团（香港）有限公司（以下简称“中骏香港”）认缴全部注册

资本，出资比例 100%。2007 年，中骏香港先后两次对厦门中骏增加注册资本，合计 76,500 万元港币，增资后厦门中骏注册资本为 91,500 万元港币。2008 年 1 月，厦门中骏名称由“厦门中骏实业有限公司”更名为现名。2010 年 3

月，中骏香港对厦门中骏增加注册资本金 75,500 万元港币，增资后厦门中骏注册资本达到 167,000 万元港币。截至 2020 年 6 月底，厦门中骏注册资本和实收资本均为 16.70 亿元港币，控股股东为中骏香港（直接控股股东），最终母公司为新昇控股有限公司，实际控制人为黄朝阳先生，其通过控股香港联交所上市公司中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”，股票代码：1966.HK）进而间接控制厦门中骏，具体情况如下图所示：

图2 截至2020年6月底厦门中骏股权结构情况



资料来源：厦门中骏提供

厦门中骏作为港股上市公司中骏集团境内最主要的运营实体，以房地产开发销售为主业，业务体系涵盖商业地产、文化旅游地产、产业地产、住宅及长租公寓等领域。厦门中骏控股股东中骏集团成立于1987年，总部设于上海，于2010年2月在香港联交所主板上市，是一家专注于房地产开发及相关产业的综合性城市运营服务商，业务体系涵盖商业地产、文化旅游地产、产业地产、住宅地产、物业管理以及长租公寓、教育等业务板块。经过30余年发展，中骏集团已进入超过30个城市，项目遍布上海、北京、深圳、重庆、天津、杭州、南京、厦门等城市。依托中骏集团多年来在房地产开发领域的经营管理经验、品牌知名度以及资金等方面支持，厦门中骏近年来房地产业务规模持续增长，开发足迹遍布上海、北京、天津等超30个城市。

厦门中骏经营范围：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；建材批发；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；汽车零配件批发；五金产品批发；企业管理咨询；提供企业营销策划服务；园林景观和绿化工程设计；建设工程勘察、设计。（以上商品不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）

截至2020年6月底，厦门中骏下设总裁办公室、行政人力资源部、财务管理部、资金管理部等共12个职能部门。截至2020年6月底，厦门中骏合并范围内子公司共206家，在职员工总数为8,238人。

截至2019年底，厦门中骏合并资产总额1,143.89亿元，负债合计870.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计273.63亿元，其中归属于母公司所有者权益合计145.71亿元。2019年，厦门中骏实现营业收入198.16亿元，实现利润总额40.35亿元，实现净利润（含少数股东损益）27.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.47亿元；经营活动现金流量净额-64.04亿元，现金及现金等价物净增加额36.81亿元。

截至2020年6月底，厦门中骏合并资产总额1,161.05亿元，负债合计869.61亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计291.44亿元，其中归属于母公司所有者权益合计160.58亿元。2020年1—6月，厦门中骏实现营业收入135.28亿元，实现利润总额26.78亿元，实现净利润（含少数股东损益）20.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.58亿元；经营活动现金流量净额2.20亿元，现金及现金等价物净减少额37.19亿元。

厦门中骏注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区高崎南五路208号912室；法定代表人：郑晓乐。

2. 行业分析

厦门中骏主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

(1) 行业概况

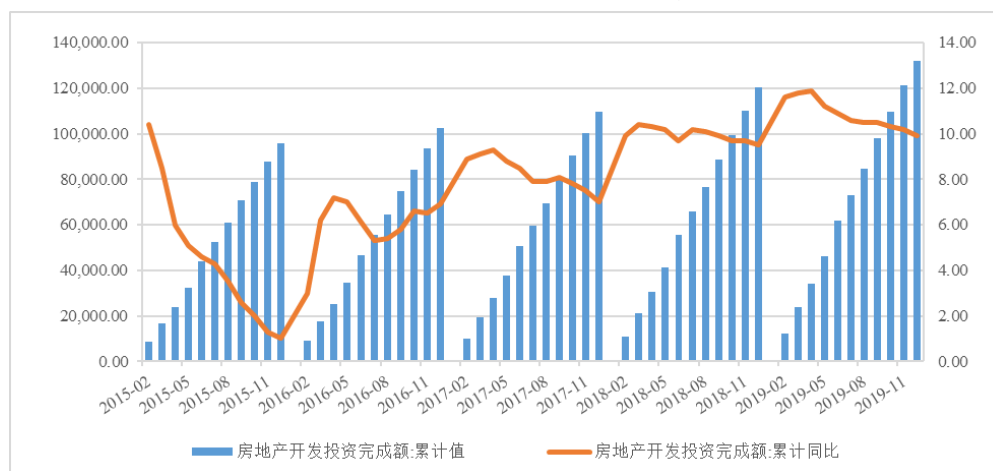
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受益于

宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.88 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图 3 2015 - 2019 年全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

(2) 市场供需

土地供应状况

2017 年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批

等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方

米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分

类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28% 和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表 2 2017 - 2019 年全国 300 个城市土地交易情况 (单位: 万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源: CREIS 中指数据, 联合资信整理

开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国

内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监

管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

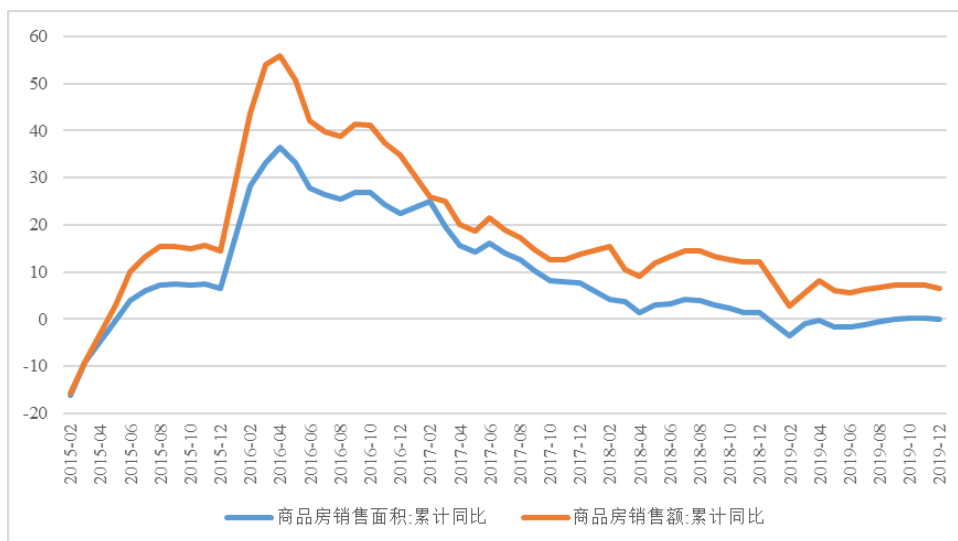
市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策

密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一、二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况(单位: %)

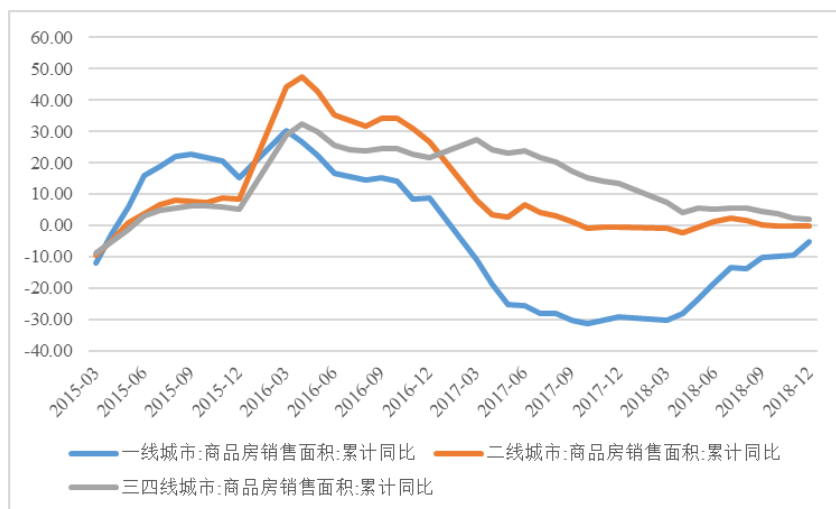


资料来源: Wind, 联合资信整理

2018年,在调控政策持续深化背景下,商品房销售增速继续下滑,房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年,全国房地产销售面积171,654.36万平方米,同比增长1.30%,增速较上年下滑6.40个百分点;全国房地产销售金额149,972.74亿元,同比增长12.20%,增速较上年下滑1.50个百分点。2018年,房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米,同比增长5.20%;房屋竣工面积93,550.11万平方米,同比减少7.80%;商品房待售面积52,414万平方米,较2017年底

减少11.05%。分城市来看,一线城市商品房销售成交维持低位,但一季度之后,销售增速企稳回升;重点二线城市调控因城施策,销售增速低位徘徊,2018年底增速为-0.01%;三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳,维持2%左右增速,主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策,以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策,以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支,预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比(单位: %)



注:二线城市数据用Wind40大中城市数据中的二线城市模拟代替,三四线城市数据用全国数据扣减40大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源: Wind, 联合资信搜集整理

2019年,全国房地产销售面积171,557.87万平方米,同比下降0.1%,较上年下降1.4个百分点,2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈微幅负增长;全国房地产销售金额159,725.12亿元,同比增长6.50%,增速较上年同期回落5.70个百分点,销售额在售价逐渐走高的基础上,仍保持一定增长。2019年,房地产开发企业房屋施工面积893,820.89万平方米,同比增长8.70%,增速较上年增长3.50个百分点,主要系房企为加快资金回笼,加快施工进度所致;房屋竣工面积95,941.53万平方米,同比增长2.60%。总体看,2019年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

销售价格情况

2017年和2018年,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019年,一线城市价格增速触底回升,二、三线城市价格增速继续下探,总体百城价格指数2019年虽有上涨但增速逐步回落。

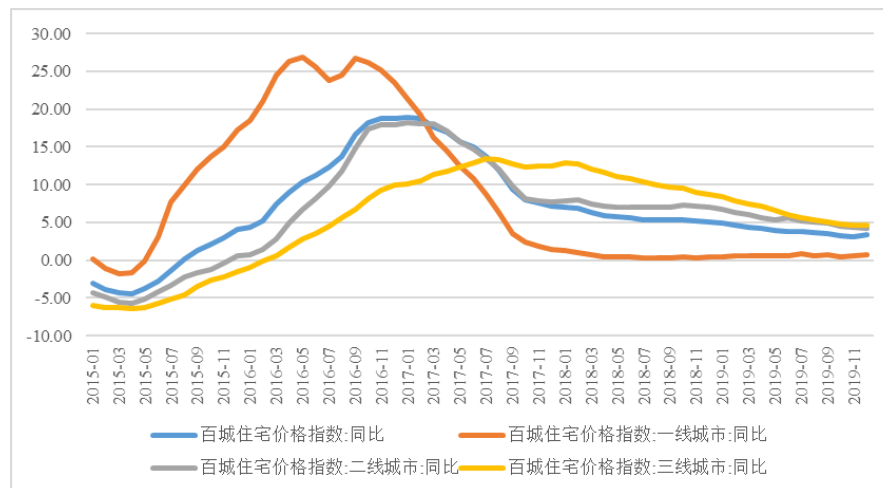
2017年,一线城市和二线城市百城住宅价

格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年底的1.43%,二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年底的7.70%,一二线城市房地产市场明显降温;三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳,达到12%左右水平。

2018年底,百城住宅价格指数中一线城市同比增长0.40%、二线城市同比增长7.08%、三线城市同比增长8.71%,一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019年,百城住宅价格指数上涨3.34%,涨幅较上年同期收窄1.75个百分点,百城住宅价格指数同比增速自2017年3月以来继续收窄。其中,一线城市住宅价格指数增速自2018年底触底回升,2019年底价格上涨0.71%,较上年同期扩大0.31个百分点;二、三线城市住宅价格指数增速继续下探,二线城市2019年底价格指数同比收窄2.84个百分点,三四线代表城市2019年底价格指数同比收窄4.11个百分点。

图6 2015-2019年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况(单位:%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

(3) 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017年,房地产市场集中度继续提高,前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别

为24.16%和32.46%,分别较上年提高5.44和7.23个百分点;前10名和前20名房地产开发企业销售面积分别为15.38%和20.03%,分别较上年提高2.84和3.82个百分点,从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018年,前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.89%和38.32%;前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别

为19.08%和25.74%，集中度继续提升。2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表3 2017-2019年前10名与前20名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况(单位: %)

项目	2017年	2018年	2019年
前10大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前20大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前10大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前20大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合资信整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势, 资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中, 龙头企业在竞争中占据明显优势。据CRIC统计的2019年房地产开发企业销售额情况, 碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入5,000亿元, 其中碧桂园销售额超过7,000亿元; 保利发展、绿地控股、中海地产迈入3,000亿元门槛; 新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入2,000亿元阵营, 另有19家房地产开发企业销售额过千亿, 再次呈现强者恒强局面。

表4 2020年中国房地产开发企业测评前10强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源: 中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

表5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来, 全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策, 此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》, 从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策, “稳定房地产市场, 坚持政策连续性稳定性, 加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则(试行)〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁, 保护租赁利益相关方合法权益, 支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划, 加大公租房保障力度, 将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围; 继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 继续实行差别化调

(4) 行业政策

2017年, 政府强调稳定房地产市场, 政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费, 提出加快建立长效机制, 实行差别化调控, 加快房产税落地。2018年, “房住不炒”总基调未变, 但开始体现“因城施策”调控思路; 2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路, 继续推进房地产长效调控机制, 确保房地产市场平稳发展。2020年一季度, 国家坚持“房住不炒”定位, 地方因城施策较灵活。

2016年下半年, 全国房地产市场继续升温, 为调控思路的转变和升级设了铺垫, 北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面, 预售证监管、土地供应调控以及限售等政策, 在供给端限制供应的增加, 另一方面政府又通过需求端调控(主要是因城施策和货币周期淡化等)防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定, 为长效机制的加速落实提供窗口期, 最终达到房地产长期稳定, “房住不炒”的效果。

	控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年

资料来源：联合资信搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上

涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更

好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（5）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大。

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关监管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出。

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险。

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化。

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调

控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升。

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放。

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益。

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

3. 经营分析

(1) 经营概况

2017—2019年，受房地产项目销售情况良好

以及结转项目持续增加的影响，厦门中骏收入规模逐年增长态势，但因厦门中骏业务规模扩张，销售收入增长缓于成本费用增长，毛利率水平有所下降。

厦门中骏主营业务为房地产项目的开发与销售。2017—2019年，厦门中骏分别实现营业收入133.09亿元、171.76亿元和198.16亿元，年均复合增长22.02%，呈逐年增长态势，主要系厦门中骏前期房地产项目销售情况良好以及结转收入逐年增加所致；同期，厦门中骏分别实现净利润29.62亿元、19.50亿元和27.80亿元，年均复合下降3.12%。

从营业收入的构成来看，2017—2019年，房地产销售是厦门中骏主要收入来源，占营业收入的比例均在85.00%以上，厦门中骏主营业务十分突出。2017—2019年，厦门中骏分别实现房地产销售业务收入129.66亿元（占比97.42%）、152.21亿元（占比88.61%）和190.72亿元（占比96.25%），呈逐年增长态势，主要系厦门中骏前期房地产项目销售情况良好以及结转收入逐年增加所致；同期，厦门中骏物业租赁收入及物业管理费收入规模和占比均很小。2019年，厦门中骏其他业务收入和其他业务成本较去年同期分别下降72.49%和82.24%，主要原因为上海中骏创富房地产有限公司（以下简称“中骏创富”）在2018年向其同一最终控制方的其他公司转让经营性物业，确认的其他业务收入和其他业务成本金额较高；2019年，厦门中骏将中骏创富纳入合并范围，中骏创富由厦门中骏的同一最终控制方的其他公司变为厦门中骏的子公司，导致厦门中骏2018年经重述的其他业务收入和其他业务成本金额较高。

毛利率方面，2017—2019年，厦门中骏毛利率分别为33.38%、32.13%和26.98%，主营业务毛利率分别为32.92%、35.23%和26.67%，呈波动下降态势，主要系厦门中骏业务规模扩张，销售收入增长缓于成本费用增长所致。

表 6 2017—2020 年 6 月厦门中骏营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产	129.66	32.57	152.21	34.89	190.72	26.33	129.77	23.32
物业租赁	0.84	81.56	0.81	64.02	1.77	49.03	0.83	73.95
物业管理费	0.47	43.37	0.74	73.85	0.71	60.24	0.29	53.72
主营业务小计	130.97	32.92	153.75	35.23	193.20	26.67	130.89	23.71
其他业务	2.12	61.55	18.01	5.69	4.95	39.12	4.39	42.95
合计	133.09	33.38	171.76	32.13	198.16	26.98	135.28	24.34

资料来源：厦门中骏审计报告，联合资信整理

（2）土地储备情况

厦门中骏土地储备充足、分布相对较广，主要集中在二线城市及强三线城市，可满足厦门中骏未来 2 年左右的销售需求；土地获取成本较为合理，对未来项目开发盈利空间有较高保证。

为持续深化“区域聚焦、多业态发展”的战略规划，近年来，厦门中骏土地储备策略为侧重在一线城市、核心二线城市，以及部分强三线城市获得价格合理的土地资源。厦门中骏会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等方面进行综合分析及判断，决定是否进入。厦门中骏已形成了长三角、环渤海、海峡西岸、珠三角以及中部区域的战略布局。

从土地获取方式来看，2017 年以前，厦门中骏主要通过“收购”“招拍挂”的方式获取土地；自 2017 年以来，厦门中骏以合作开发的方式获取土地的比例增加，截至 2019 年底，厦门中骏拿地方式以“招拍挂”为主。厦门中骏所取得土地以独立开发，独立操盘为主；对于合作项目公司，以获取控股权为先导，合作项目的后续收益按双方所占权益分配。

从土地获取情况看，2017—2019 年，厦门中

骏取得的土地储备建筑面积分别为 607.06 万平方米、822.95 万平方米和 894.07 万平方米，逐年快速增长；厦门中骏土地获取成本波动下降，楼面均价分别为 5,009.00 元/平方米、4,176.00 元/平方米和 4,857.00 元/平方米，主要系厦门中骏拿地区域分布更为广泛（二、三线城市拿地项目增多）所致；受上述因素综合影响，厦门中骏新增土地储备投资金额逐年增长，分别为 304.06 亿元、343.66 亿元和 434.21 亿元。从权益角度看，2017—2019 年，厦门中骏新增权益土地储备建筑面积分别为 308.01 万平方米、412.35 万平方米和 592.17 万平方米；受近年来厦门中骏合作开发项目中权益占比上升影响，权益占比波动上升，分别为 50.74%、50.11%和 66.23%；新增权益土地储备投资金额分别为 109.47 亿元、145.42 亿元和 270.58 亿元。

2020 年 1—6 月，厦门中骏新增土地储备建筑面积 271.85 万平方米，楼面均价为 3,200.00 元/平方米，新增土地储备投资金额为 87.01 亿元，新增权益土地储备建筑面积及新增权益土地储备投资金额分别为 244.81 万平方米和 82.47 亿元，新增土地储备建筑面积权益占比上升至 90.05%。总体看厦门中骏拿地规模及投资金额较上年有所放缓，但权益占比大幅上升。具体情况如下表所示：

表 7 2017 年—2020 年 6 月厦门中骏获取土地情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
项目数量（个）	33	41	41	7
新增土地储备建筑面积（万平方米）	607.06	822.95	894.07	271.85
新增土地楼面均价（元/平方米）	5,009.00	4,176.00	4,857.00	3,200.00

新增土地储备投资金额（亿元）	304.06	343.66	434.21	87.01
新增权益土地储备建筑面积（万平方米）	308.01	412.35	592.17	244.81
新增权益土地储备投资金额（亿元）	109.47	145.42	270.58	82.47
权益占比（%）	50.74	50.11	66.23	90.05

注：上表统计口径为全口径
资料来源：厦门中骏提供

2020年1—6月，厦门中骏主要在三、四线城市增加了拿地规模，同时，厦门中骏拿地范围也进一步扩大。2020年1—6月，厦门中骏获取的土地分布于6个城市，其中主要分布于福州、湘潭、许昌等二、三线城市。从楼面均价来看，

2020年1—6月，厦门中骏二线城市及三、四线城市获取土地储备的楼面均价分别约为1.38万元/平方米和0.18万元/平方米，合计楼面均价为0.32万元/平方米，拿地成本相对合理。

表8 2020年1—6月厦门中骏获取土地储备情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

城市类型	城市名称	土地储备建筑面积	土地储备权益建筑面积	权益后土地总成本	权益后楼面均价
二线城市	福州	33.01	32.59	45.03	1.38
小计		33.01	32.59	45.03	1.38
三、四线城市	张家港	32.48	29.24	6.74	0.23
	揭阳	50.19	26.80	3.68	0.14
	韶关	45.76	45.76	9.00	0.20
	湘潭	74.18	74.18	13.21	0.18
	许昌	36.24	36.24	4.81	0.13
小计		238.85	212.22	37.44	0.18
合计		271.85	244.81	82.47	0.32

注：一线城市主要指北京、上海、广州、深圳；
二线城市主要指杭州、南京、济南、重庆、天津、泉州、青岛、苏州、佛山、厦门、南昌等城市；
三、四线城市主要指除一、二线城市以外的其他城市；
上表统计口径为全口径（持股比例按100%计算）
资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

截至2020年6月底，厦门中骏持有土地储备的规划建筑面积为2,573.87万平方米，权益建筑面积为1,444.96万平方米。其中一线城市土地储备权益建筑面积为89.08万平方米（占比3.46%），二线城市权益建筑面积为1,311.04万平方米（占比50.94%），三、四线城市权益建筑

面积为1,173.74万平方米（占比45.60%）。楼面均价方面，厦门中骏一线城市、二线城市及三、四线城市土地储备的楼面均价分别约为1.33万元/平方米、0.55万元/平方米和0.23万元/平方米，成本相对合理，具体情况如下表所示：

表9 截至2020年6月底厦门中骏土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

城市类型	一线城市	二线城市	三、四线城市	总计
土地储备规划建筑面积	89.08	1,311.04	1,173.74	2,573.87
占比	3.46	50.94	45.60	100.00
土地储备权益规划建筑面积	60.75	639.23	744.99	1,444.96
权益占比	68.19	48.76	63.47	56.14
楼面均价	13,258.55	5,501.65	2,264.58	4,293.94

注：1. 厦门中骏土地储备规划建筑面积的统计口径为剩余尚未确认出售的建筑面积（不包括停车位），即包含已竣工未售建筑面积、在建项目未售建筑面积和拟建项目建筑面积

2. 上表统计口径为全口径

资料来源：厦门中骏提供

从货值分布情况看，截至2020年6月底，厦门中骏合计可售货值为1,257.30亿元，其中一线城市、二线城市及三、四线城市可售货值分别为147.04亿元、653.58亿元和456.68亿元；整体看，厦门中骏土地储备及可售货源均主要分布于二线城市及三、四线城市。

(3) 项目运营情况

厦门中骏房地产开发业务集中于住宅业务和商业地产业务，在建及拟建项目较多、规模较大，未来厦门中骏将面临一定的资本支出压力。

从开发建设情况看，2017—2019年，厦门中骏新开工面积分别为217.43万平方米、999.74万

平方米和727.69万平方米⁸，年均复合增长82.94%，2019年新开工面积较上年有所下降；竣工面积分别为117.78万平方米、187.83万平方米和306.24万平方米，年均复合增长61.25%，竣工面积逐年增长主要系厦门中骏在保证工程质量前提下适当缩短开发周期所致；受上述因素影响，厦门中骏期末在建面积逐年快速增长，分别为436.00万平方米、1,247.91万平方米和1,669.36万平方米，年均复合增长95.67%。2020年1—6月，厦门中骏新开工面积292.11万平方米，竣工面积307.26万平方米，截至2020年6月底，厦门中骏期末在建面积为1,654.21万平方米。

表10 2017—2020年6月厦门中骏主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
新开工面积	217.43	999.74	727.69	292.11
竣工面积	117.78	187.83	306.24	307.26
期末在建面积	436.00	1,247.91	1,669.36	1,654.21

资料来源：厦门中骏提供

从在建及拟建权益项目投资情况看，截至2020年6月底，厦门中骏在建及拟建项目合计权益建筑面积为1,923.70万平方米，合计权益总投资额1,555.96亿元，其中大部分为在建项目；合计已完成投资682.93亿元，完成比例为

43.89%；尚需完成投资873.03亿元。从城市分布情况看，以二线城市为主，其权益建筑面积、权益总投资额占比分别为51.70%和57.35%。整体看，未来厦门中骏在建及拟建项目开发尚需投资的规模较大，分布以二线及三、四线城市为主。

表11 截至2020年6月底厦门中骏在建及拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

城市类型	权益建筑面积	权益总投资额	权益已完成投资额	尚需权益投资额
一线城市	76.31	129.02	72.75	56.28
二线城市	994.51	892.30	415.44	476.86
三、四线城市	852.88	534.63	194.74	339.89
合计	1,923.70	1,555.96	682.93	873.03

资料来源：厦门中骏提供

(4) 房产销售情况

2017—2020年6月，厦门中骏销售区域分布较广，签约销售额和销售面积均快速增长，为未来收入结转提供有力支撑；但厦门中骏项目多位于二线政策调控城市，销售价格受政策影响较大。近年来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策尤其是限价政策对厦门中骏未来核心区域项目销售存在较大影响。

受益于房地产市场回暖，2017—2019年，厦门中骏签约销售面积分别为165.85万平方米、

371.82万平方米和588.73万平方米，年均复合增长88.41%；签约销售均价分别为1.84万元/平方米、1.25万元/平方米和1.27万元/平方米，年均复合下降17.02%，主要系2018年厦门中骏销售区域向二、三线城市聚焦，二、三线城市销售占比上升所致；受上述因素的影响，厦门中骏签约销售金额分别为305.30亿元、464.28亿元和745.99亿元，年均复合增长56.32%。2017—2019年，厦门中骏销售回款率分别为85.20%、81.20%和92.00%，回款效率有所提升；结转收入金额

⁸ 厦门中骏开发建设数据不包括联营企业。

分别为129.66亿元、151.86亿元和190.72亿元。2020年1—6月，厦门中骏签约销售面积为263.64万平方米，签约销售金额为384.65亿元，

签约销售均价为1.46万元/平方米，较上年有所上升，销售回款率为81.76%，结转收入为129.77亿元。具体情况如下表所示：

表12 2017—2020年6月厦门中骏房地产销售及结转情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
签约销售面积（万平方米）	165.85	371.82	588.73	263.64
签约销售金额（亿元）	305.30	464.28	745.99	384.65
签约销售均价（万元/平方米）	1.84	1.25	1.27	1.46
销售回款率（%）	85.20	81.20	92.00	81.76
结转收入面积（万平方米）	111.88	108.80	174.31	180.57
结转收入（亿元）	129.66	151.86	190.72	129.77

注：以上数据均为并表项目且假设股权比例均为100%

资料来源：厦门中骏提供

从房产项目签约销售金额的分布情况来看，2017—2019年，厦门中骏签约销售金额来源以二线城市为主，分别占签约销售金额总额的43.35%、60.39%和63.89%，占比提高反映出厦门中骏区域聚焦战略效果显著。其中，一线城市以北京、上海为主；二线城市以重庆、厦门、泉州等城市为主；三四线城市则逐渐向嘉兴、徐州、

南通等强三线城市聚焦；2019年，厦门中骏签约销售金额来源进一步拓展，新增昆明、宁波、成都等二线城市和上饶、连云港、莆田等强三线城市，一线城市占比继续下滑。2020年1—6月，厦门中骏签约销售金额来源仍主要以二线城市为主。具体情况如下表所示：

表13 2017年—2020年6月厦门中骏房产项目签约销售金额分布情况（单位：亿元）

城市类型	城市	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
		签约金额	签约金额	签约金额	签约金额
一线城市	北京	65.60	36.85	62.87	25.51
	上海	70.80	34.94	22.51	1.33
小计		136.40	71.79	85.38	26.84
二线城市	厦门	4.90	0.51	76.12	67.16
	重庆	--	47.61	107.54	24.34
	昆明	--	--	13.00	23.97
	南京	--	44.52	37.89	22.25
	苏州	0.10	10.60	28.89	21.31
	泉州	56.90	83.77	60.83	21.25
	天津	42.40	45.07	42.26	15.38
	杭州	8.20	9.15	23.63	13.25
	无锡	--	0.84	21.01	12.10
	宁波	--	--	11.08	10.97
	佛山	3.80	11.50	13.73	8.37
	济南	3.40	22.60	36.24	8.34
	成都	--	--	1.86	3.80
	青岛	--	--	--	2.10
南昌	12.70	4.16	2.53	1.35	
小计		132.40	280.33	476.61	255.94
三四线城市	徐州	--	7.39	31.47	17.88
	台州	--	--	--	14.15
	丽水	--	--	--	12.95

嘉兴	--	16.11	47.24	11.33
洛阳	--	1.13	13.09	7.80
上饶	--	--	5.45	7.40
漳州	22.90	29.14	14.79	4.68
商丘	6.50	9.94	8.69	4.67
镇江	1.10	2.05	2.91	2.83
南通	--	8.54	15.53	2.79
宿迁	--	--	--	2.67
眉山	--	--	1.07	2.62
义乌	--	--	--	2.17
河源	--	--	--	1.62
莆田	--	--	1.85	1.61
唐山	--	0.87	2.27	1.51
德州	--	12.13	8.24	1.48
九江	--	0.40	4.23	1.11
连云港	--	--	2.69	0.42
惠州	--	13.82	15.33	0.11
燕郊	0.60	0.26	0.19	0.04
临汾	5.10	6.26	4.82	0.01
扬州	--	3.89	3.79	0.01
龙岩	0.40	0.22	0.36	--
小计	36.60	112.15	184.01	101.86
合计	305.40	464.27	745.99	384.65

注：以上统计口径为全口径
资料来源：厦门中骏提供

从厦门中骏在售项目情况来看，截至2020年6月底，厦门中骏主要在售项目共计108个，剩余可售项目面积约1,473.39万平方米，依据2019年厦门中骏签约销售面积588.73万平方米的情况看，大约可支持厦门中骏2~3年左右的销售；从可售项目的区域分布情况来看，仍以二线城市为主，可售面积占比65.72%。从在售项目整体去化情况来看，厦门中骏一线城市去化周期10个月，二线城市7个月，三线城市7个月，整体去化情况良好。

(5) 自持物业情况

由于厦门中骏自持物业板块体量较小，尚未对厦门中骏收入及利润形成有效补充；但随着厦门中骏拟自持物业的招租和运营，未来租金收入有望进一步增长。

2017—2019年，厦门中骏自持物业产生的租金收入分别为0.84亿元、0.81亿元和1.77亿元，规

模很小。

截至2019年底，厦门中骏产生实质性租金收入的自持物业项目包括厦门中骏大厦、上海中骏·天悦广场、上海中骏广场、泉州石狮中骏商城、泉州南安世界城商场、泉州蓝湾半岛商铺、泉州国际金融中心及世界城商铺、泉州中骏广场1号楼及泉州泰城商业商铺，主要分布于二线城市泉州。出租率方面，截至2019年底，泉州世界城出租率为89%；厦门中骏大厦写字楼出租率为76%；南安世界城出租率99%；但部分项目出租率较低，石狮中骏商城出租率为42%，泉州国际金融中心出租率14%，泉州中骏广场出租率32%。除上述已进入自营阶段的项目外，厦门中骏近年来还在上海、北京等城市增加了住宅、酒店式公寓、办公楼、SOHO、商铺等多种类型的自持物业储备项目。

2020年1—6月，厦门中骏自持物业产生的租金收入0.83亿元。

(6) 经营效率

厦门中骏各项经营效率尚可。

2017—2019年，厦门中骏存货周转率分别为0.36次、0.40次、0.35次，呈波动下降趋势，但变化较小；厦门中骏流动资产周转率分别为0.36次、0.31次和0.25次；总资产周转率分别为0.29

次、0.26次和0.20次，流动资产周转率与总资产周转率均有所下降。与同行业上市公司相比，2019年厦门中骏存货周转率处于行业较高水平，流动资产周转率与总资产周转率处于行业平均水平，经营效率指标尚可。

表14 厦门中骏与房地产开发类上市公司2019年经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
荣安地产	0.18	0.22	0.21
世茂股份	0.27	0.30	0.18
招商蛇口	0.24	0.23	0.19
新城控股	0.31	0.27	0.22
均值	0.25	0.26	0.20
厦门中骏	0.35	0.25	0.20

资料来源：Wind

(7) 关联交易

厦门中骏关联方交易主要为资金往来款，规模较大，厦门中骏对关联方资金支持的依赖度较高。

厦门中骏关联方主要包括母子公司、联合营企业以及其他关联方。2019年，厦门中骏关联交易包括关联方提供服务和购买商品、关联方担保、资金拆借和资金往来，其中以关联方资金往来为主。

截至2019年底，厦门中骏向关联方提供的应收账款、预付账款、其他应收款及其他流动资产账面余额分别为1.08亿元、0.87亿元、73.39亿元和30.52亿元，规模较大；截至2019年底，厦门中骏与关联方形成应付账款和其他应付款账面余额分别为9.05亿元和145.75亿元，规模较大。

总体看，厦门中骏关联方交易主要为资金往来款，规模较大，厦门中骏对关联方资金支持的依赖度较高。

颁布了修订的《企业会计准则第21号——租赁》（简称“新租赁准则”），新租赁准则采用与现行融资租赁会计处理类似的单一模型，要求承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。厦门中骏自2019年1月1日开始按照新修订的租赁准则进行会计处理，并根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日新租赁准则与现行租赁准则的差异追溯调整2019年年初留存收益。从合并范围变化来看，2017年，厦门中骏通过新设新增子公司35家，通过收购新增非业务性质的子公司14家，通过注销减少子公司4家；2018年，厦门中骏通过新设新增子公司30家，通过收购新增非业务性质的子公司13家，通过处置减少子公司2家；2019年，厦门中骏通过新设新增子公司50家，通过收购新增非业务性质的子公司4家，注销子公司1家，通过处置减少子公司6家。整体看，厦门中骏合并范围变化较大，但其新增或减少子公司规模不大，且主营业务未发生变化，财务数据可比性仍属较强。

4. 财务分析

(1) 财务概况

厦门中骏提供的2017—2019年财务报表已经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计，安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)出具了标准无保留意见的审计报告，厦门中骏所提供的2020年6月财务报表未经审计。2018年，财政部

(2) 资产质量

随着业务规模持续扩大，厦门中骏资产规模逐年快速增长，资产结构以流动资产为主，货币资金较为充足，但资产受限程度较高，流动性相对较弱。厦门中骏存货以二线城市为主，整体质量较好；但近年来全国楼市调控长期化，且一、

二线城市尤为严格,需关注楼市调控对厦门中骏未来核心区域项目销售的影响。

2017—2019年,厦门中骏资产总额逐年增长,年均复合增长47.58%,主要系厦门中骏业务快速发展,在销售增长的同时大幅加大对房地产项目的获取和投资所致。截至2019年底,厦门中骏资产总额1,143.89亿元,较年初增长42.15%,其中,流动资产占比79.37%,非流动资产占比20.63%,资产结构以流动资产为主,符合房地产开发企业的行业特征。

流动资产

2017—2019年,厦门中骏流动资产逐年增长,年均复合增长51.42%,主要系货币资金、其他应收款及存货增长所致。截至2019年底,厦门中骏流动资产为907.96亿元,较年初增长49.22%;从构成看,以货币资金(占比21.69%)、其他应收款(占比12.79%)和存货(占比57.59%)为主。

2017—2019年,厦门中骏货币资金逐年增长,年均复合增长61.95%。截至2019年底,厦门中骏货币资金为196.93亿元,较年初增长

21.69%,主要系当期厦门中骏合约销售额增加以及回款情况良好所致。从构成看,厦门中骏货币资金均为银行存款。截至2019年底,厦门中骏使用权受到限制的货币资金为42.94亿元,其中房地产预售款受限资金31.44亿,贷款监控户受限资金7.11亿,拍地保证金4.21亿。受限资金占厦门中骏货币资金总额的21.80%,受限资金占比尚可。

2017—2019年,厦门中骏其他应收款逐年增长,年均复合增长66.77%。截至2019年底,厦门中骏其他应收款账面价值116.14亿元,较年初增长8.94%,厦门中骏其他应收款逐年增长主要系厦门中骏合作拿地项目增多,导致与合作方往来款增加所致;从构成来看,以关联方往来款为主,占比63.19%,其余为应收少数股东款项、保证金及其他;从账龄结构看,以1年以内为主,占比75.76%,账龄较短;从集中度看,厦门中骏前五大欠款方合计占比25.14%,集中度较高。截至2019年底,厦门中骏未对其他应收款计提坏账准备。厦门中骏其他应收款规模较大,对其资金形成一定占用。

表15 截至2019年底厦门中骏前五大应收账款情况(单位:亿元、%)

单位名称	款项性质	年底余额	占比	账龄
重庆美骏房地产开发有限公司	关联方往来款	6.72	5.79	1年以内
济南骏茂房地产开发有限公司	关联方往来款	6.69	5.76	1年以内
云南世博华兆置业有限公司	关联方往来款	5.72	4.93	1年以内
杭州聚厉企业管理有限公司	关联方往来款	5.41	4.66	1年以内
上海妙坤企业管理咨询有限公司	关联方往来款	4.65	4.99	1年至2年
合计	--	29.20	25.14	--

资料来源:厦门中骏审计报告

2017—2019年,厦门中骏存货逐年增长,年均复合增长40.59%,主要系厦门中骏近年来不断加大对外线及三、四线城市项目的投资,致使开发成本增长所致。截至2019年底,厦门中骏存货为522.92亿元,较年初增长66.39%;厦门中骏存货由开发成本(占比90.79%)和开发产品(占比9.21%)构成,2019年,厦门中骏计提存货跌价准备0.39亿元。

非流动资产

2017—2019年,厦门中骏非流动资产逐年

增长,年均复合增长35.13%,主要系长期股权投资、投资性房地产及其他非流动资产增长所致。截至2019年底,厦门中骏非流动资产235.94亿元,较年初增长20.24%;从构成看,以长期股权投资(占比18.57%)、投资性房地产(占比56.49%)和其他非流动资产(占比19.90%)为主。

2017—2019年,厦门中骏长期股权投资逐年增长,年均复合增长19.75%。截至2019年底,厦门中骏长期股权投资43.81亿元,较年初增长47.33%,主要系合作开发项目的增加所致。2017—2019年,厦门中骏长期股权投资权益法下确

认的投资收益分别为 5.03 亿元、3.60 亿元和 3.81 亿元；宣告分派的现金股利分别为 2.02 亿元、3.38 亿元和 2.97 亿元。

2017—2019 年，厦门中骏投资性房地产（按公允价值法计量）账面价值逐年增长，年均复合增长 46.23%。截至 2019 年底，厦门中骏投资性

房地产账面价值 133.27 亿元，较年初增长 1.69%，主要系自持物业规模增加以及公允价值评估增值所致，其中因存货转入增加 1.72 亿元、购置增加 6.41 亿元（具体情况如下表所示）、公允价值变动增加 3.68 亿元。

表16 截至2019年底厦门中骏因存货转入及购置增加的投资性房地产情况（单位：万元）

公司名称	存货转入项目	金额
莆田骏耀房地产开发有限公司	仙游世界城	17,177.56
合计		17,177.56
公司名称	购置项目	金额
厦门冠骏航空仓储服务有限公司	厦门中骏大厦	-882.81
南安骏宏房地产开发有限公司	南安世界城	9,527.48
上海中骏创富房地产有限公司	上海中骏广场	6,643.90
上海骏沃房地产开发有限公司	上海天悦广场	10,877.81
泉州市浦西三号置业有限公司	泉州国金中心	17,505.60
北京骏达房地产开发有限公司	北京雍景台	4,424.03
河北灵图软件技术有限公司	数据研发基地	3,770.11
上海骏博房地产开发有限公司	上海天珑	350.81
上海骏鸣房地产开发有限公司	上海天璟	7,917.03
杭州骏锦实业发展有限公司	杭州柏景湾	3,955.37
合计		64,089.33

资料来源：厦门中骏提供

2017—2019年，厦门中骏其他非流动资产逐年增长，年均复合增长65.15%。截至2019年底，厦门中骏其他非流动资产46.94亿元，较年初增长84.29%，系预付土地款增加所致，因2019年厦门中骏拿地项目增多，预付土地出让金增幅较大。

截至2019年底，厦门中骏所有权或使用权受限制的资产账面价值合计356.06亿元，占资产总额的31.13%，其中，主要为受限的货币资金42.94亿元，以及为项目贷款提供抵押而受限的存货239.92亿元、投资性房地产73.20亿元。整体看，厦门中骏资产受限程度较高。

截至2020年6月底，厦门中骏资产总额为1,161.05亿元，较年初增长1.50%，其中，流动资产占比77.14%，非流动资产占比22.86%，仍以流动资产为主，结构较年初变化不大。截至2020年6月底，厦门中骏流动资产为895.62亿元，其中存货568.36亿元（占比63.46%）、货币资金148.18亿元（占比16.55%）、其他应收款122.10亿元（占

比13.63%）；截至2020年6月底，厦门中骏非流动资产为265.43亿元，其中投资性房地产171.85亿元（占比64.74%）、长期股权投资70.04亿元（占比26.39%）。

（3）负债及所有者权益

在经营规模持续扩大的背景下，厦门中骏预收售楼款、应付工程款、应付关联方款项整体上均有较大增长，厦门中骏负债规模呈持续快速增长态势；债务负担尚可。由于厦门中骏销售及盈利情况较好，结转收入有所增长，厦门中骏所有者权益规模逐年增长；但所有者权益中未分配利润占比较高，其权益稳定性较弱。

负债

2017—2019年，厦门中骏负债规模逐年快速增长，年均复合增长50.61%，主要系流动负债增长所致。截至2019年底，厦门中骏负债合计870.26亿元，较年初增长76.08%；以流动负债为主，流动负债占比91.41%。

2017—2019年,厦门中骏流动负债逐年快速增长,年均复合增长59.01%,主要系短期借款、应付账款、合同负债(预收款项)⁹、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至2019年底,厦门中骏流动负债795.50亿元,较年初增长63.11%;从构成看,以应付账款(占比10.84%)、合同负债(占比36.81%)、其他应付款(占比31.73%)和一年内到期的非流动负债(占比11.56%)为主。

厦门中骏应付账款主要为应付工程方的工程款。2017—2019年,厦门中骏应付账款逐年增长,年均复合增长79.32%,主要系厦门中骏房地产项目开发规模大幅增加导致应付工程款增长所致。截至2019年底,厦门中骏应付账款86.22亿元,较年初增长32.35%;从账龄看,以1年以内为主。

厦门中骏合同负债(预收款项)均为预收房款及预收物业管理费,其中主要为预收房款。2017—2019年,厦门中骏合同负债(预收款项)逐年快速增长,年均复合增长42.47%,主要系厦门中骏存货规模持续增长且销售情况良好,相应的签约销售金额大幅增加所致。截至2019年底,厦门中骏合同负债(预收款项)292.80亿元,较年初增长50.35%。

2017—2019年,厦门中骏其他应付款逐年增长,年均复合增长105.01%。截至2019年底,厦门中骏其他应付款252.42亿元,较年初增长77.85%,主要系应付少数股东款项增加¹⁰,应付关联方款项¹¹及租赁押金及保证金增加所致,账龄结构以1年以内为主。

2017—2019年,厦门中骏一年内到期的非流动负债逐年快速增长,年均复合增长42.71%。截至2019年底,厦门中骏一年内到期的非流动负债91.92亿元,较年初增长102.48%,主要系所致应

付债券转入所致¹²。

2017—2019年,厦门中骏非流动负债波动增长,年均复合增长4.06%。截至2019年底,厦门中骏非流动负债74.77亿元,较年初下降39.10%,主要系应付债券转入一年内到期非流动负债所致;从构成看,主要由长期借款(占比75.05%)、应付债券(占比7.43%)和递延所得税负债(占比16.34%)构成。

2017—2019年,厦门中骏长期借款波动减少,年均复合减少3.76%。截至2019年底,厦门中骏长期借款56.11亿元,较年初下降26.18%;从贷款类型看,主要为抵押借款。截至2018年底,厦门中骏无已到期但尚未偿还的长期借款。

2017—2019年,厦门中骏递延所得税负债逐年增长,年均复合增长23.00%,主要系厦门中骏投资性房地产公允价值变动导致的应纳税暂时性差异增加所致。截至2019年底,厦门中骏递延所得税负债为12.21亿元。

有息债务方面,由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加,2017—2019年,厦门中骏有息债务分别为128.07亿元、172.82亿元和171.19亿元,呈波动增长态势,年均复合增长15.61%。截至2019年底,厦门中骏有息债务中短期债务占比63.97%,长期债务占比36.03%,受当期应付债券转入一年内到期的非流动负债影响,厦门中骏债务结构由年初以长期债务为主变为以短期债务为主。2017—2019年,厦门中骏资产负债率分别为73.05%、75.86%和76.08%;全部债务资本化比率分别为47.51%、47.08%和38.48%;长期债务资本化比率分别为29.98%、36.27%和18.39%,债务负担尚可。

截至2020年6月底,厦门中骏负债总额为869.61亿元,其中,流动负债占比91.51%,非流动负债为8.49%,仍以流动负债为主,结构较年

⁹ 根据2018年1月1日施行的《企业会计准则第14号——收入》,自2018年厦门中骏在审计报告中将原列入预收款项的预收房款及预收物业管理费列入新会计科目合同负债中。

¹⁰ 厦门中骏应付少数股东款项主要体现在少数股东对项目的前期投入金额。

¹¹ 厦门中骏应付关联方款项主要系对关联方的预分红,待项目清算时支付(其中以对合营及联营企业的其他应付款为主)。

¹² 厦门中骏于2015年发行公司债券“15中骏01”及“15中骏02”。债券无担保,期限为5年,每年付息一次,到期一次还本,并附第3年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。于2018年,两期债券的回售登记期分别为2018年10月15日至2018年10月17日及2018年11月19日至2018年11月21日。选择回售的投资者须于回售登记期内进行登记,逾期未办理回售登记手续即视为投资者放弃回售,同意继续持有该期债券。因此厦门中骏于2019年12月31日将其债券余额重分类至一年内到期的非流动负债。

初变化不大。截至2020年6月底，流动负债为795.79亿元，其中，合同负债287.71亿元（占比36.15%）、其他应付款217.63亿元（占比27.35%）、应付账款14.12亿元（占比12.43%）、一年内到期的非流动负债97.30亿元（占比12.23%）。

所有者权益

2017—2019年，厦门中骏所有者权益规模逐年增长，年均复合增长39.05%。截至2019年底，厦门中骏所有者权益273.63亿元，较年初增长40.87%，主要系厦门中骏净利润增长导致盈余公积及未分配利润均有所增加所致，其中，归属于母公司所有者权益145.71亿元，占比53.25%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比10.08%，盈余公积占比8.10%，未分配利润占比79.21%。厦门中骏权益结构中，未分配利润占比较年初进一步提高。

截至2020年6月底，厦门中骏所有者权益291.44亿元，较年初增长6.51%，其中归属于母公司所有者权益160.58亿元，占比55.10%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比9.15%，盈余公积占比7.37%，未分配利润占比79.52%，权益结构较年初变动不大。

（4）盈利能力

随着业务的快速扩张，厦门中骏营业收入和净利润逐年快速增长；公允价值变动及投资收益对厦门中骏营业利润有一定影响，利润增长存在一定不确定性；盈利指标均呈波动下降态势，整体盈利能力一般。

2017—2019年，厦门中骏营业收入分别为133.09亿元、171.76亿元和198.16亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长22.02%，主要系厦门中骏房地产项目销售情况良好以及结转收入逐年增加所致；同期，厦门中骏分别实现利润总额39.19亿元、25.73亿元和40.35亿元，年均复合增长1.47%，实现净利润29.62亿元、19.50亿元和27.80亿元，年均复合下降3.12%，总体保

持稳定。

期间费用方面，2017—2019年，厦门中骏期间费用总额分别为9.09亿元、9.37亿元和13.42亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长21.55%，主要系厦门中骏业务规模及负债规模增多导致管理费用及财务费用增长所致。2019年，厦门中骏期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为39.35%、57.02%和3.63%，以销售费用和管理费用为主。2017—2019年，厦门中骏销售费用波动下降，年均复合下降2.83%，变化幅度较小；管理费用逐年增长，年均复合增长38.85%，主要系经营规模扩大导致人力成本、交通与业务招待费及专业服务费增加所致；财务费用逐年上升，年均复合增长44.03%，主要系当期厦门中骏利息支出增多所致；2017—2019年，厦门中骏费用收入比分别为6.83%、5.45%和6.77%。

从利润构成来看，2017—2019年，厦门中骏营业利润主要来自主营业务产生的经营性利润，此外，厦门中骏营业利润还受公允价值变动收益和投资收益的影响。2017—2019年，厦门中骏公允价值变动收益分别为6.09亿元、-12.70亿元和3.41亿元，对营业利润有一定影响。2017—2019年，厦门中骏投资收益分别为5.42亿元、3.62亿元和4.27亿元，呈波动减少态势，占营业利润的比重分别为23.76%、13.74%和10.37%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2017—2019年，厦门中骏营业利润率分别为27.86%、25.81%和23.83%，逐年小幅下降。2017—2019年，厦门中骏总资产收益率分别为15.12%、8.22%和9.25%，总资产报酬率分别为10.84%、5.48%和5.51%，净资产收益率分别为20.93%、10.04%和10.16%，上述指标均呈波动下降态势，主要系厦门中骏业务规模扩张，销售收入增长缓于成本费用增长所致。与同行业上市公司相比，厦门中骏销售毛利率及净资产收益率处于中等偏下水平，总资产报酬率则处于平均水平（见下表）。

表17 厦门中骏与房地产开发类上市公司2019年盈利指标对比（单位：%）

公司名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
新城控股	39.05	28.97	4.65

世茂股份	35.01	7.49	4.66
招商蛇口	34.65	14.61	5.54
荣安地产	41.61	31.32	7.02
均值	37.58	20.60	5.47
厦门中骏	23.83	11.88	5.51

资料来源：Wind 资讯

2020年1—6月，厦门中骏营业收入为135.28亿元，利润总额为26.78亿元，净利润为20.28亿元；营业利润率为22.37%，费用收入比为6.61%。

(5) 现金流

2017—2019年，受业务扩张的影响，厦门中骏经营活动现金流量由净流入转为净流出；随着房地产合作开发项目的增加，厦门中骏投资规模持续增长。未来，随着厦门中骏业务规模持续扩大，其融资需求将进一步增加。

从经营活动情况来看，2017—2019年，厦门中骏经营活动现金流入分别为171.42亿元、210.97亿元和265.96亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长24.56%，主要系厦门中骏业务规模扩大且销售情况较好导致签约销售规模逐年快速增长所致；经营活动现金流出分别为127.71亿元、164.22亿元和330.00亿元，年均复合增长60.75%，主要系厦门中骏房地产开发规模扩大以及新增土储规模扩大带来现金流出增长所致。受上述因素影响，2017—2019年，厦门中骏经营活动现金流量由净流入转为净流出，分别为43.71亿元、46.75亿元和-64.04亿元。

从投资活动情况来看，2017—2019年，厦门中骏投资活动现金流入逐年增加但规模较小，分别为2.39亿元、10.45亿元和15.55亿元，年均复合增加155.34%；投资活动现金流出分别为50.12亿元、33.44亿元和58.70亿元，年均复合增长8.22%，主要系厦门中骏合作开发项目增加，对合营及联营企业的投资增加所致。受上述因素影响，2017—2019年，厦门中骏投资活动现金流量净额分别为-47.73亿元、-22.99亿元和-43.15亿元，呈大幅净流出状态。

从筹资活动情况看，2017—2019年，厦门中骏筹资活动现金流入规模逐年增加，分别为

81.92亿元、163.98亿元和345.47亿元，年均复合增长105.36%，主要系房地产项目开发规模扩大导致当期开发贷等借款大幅增加所致；厦门中骏筹资活动现金流出分别为81.70亿元、132.36亿元和201.47亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长57.04%，2019年筹资活动现金流出有显著增长主要系当期应付债券到期导致厦门中骏偿还债务支出的现金增加以及支付少数股东及关联方款项增多所致。受上述因素影响，2017—2019年，厦门中骏筹资活动产生的现金流量净额为0.22亿元、31.62亿元和144.00亿元。

2020年1—6月，厦门中骏经营活动净流入为2.20亿元，投资活动净流入为1.17亿元，筹资活动净流出为40.56亿元。

(6) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017—2019年底，厦门中骏流动比率分别为125.86%、124.76%和114.14%；速动比率分别为41.77%、60.33%和48.40%。截至2019年底，厦门中骏流动比率及速动比率较上年有所下滑，主要系厦门中骏销售规模增长使得合同负债增加，开发项目增加使得应付工程款和应付往来款增加等因素共同影响导致流动负债增幅显著大于流动资产增幅所致。2017—2019年，厦门中骏现金短期债务比分别为1.11倍、2.58倍和1.81倍。整体看，厦门中骏现金对短期债务的覆盖程度及短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，厦门中骏EBITDA分别为50.59亿元、36.72亿元和54.34亿元，呈波动增长态势，年均复合增长3.63%。2019年厦门中骏EBITDA构成中，利润总额占比74.25%，厦门中骏EBITDA以利润总额为主。2017—2019年，EBITDA利息倍数分别为2.44倍、1.87倍和2.38倍，EBITDA对利息支出的保障程度尚可。2017—2019年，全部债务/EBITDA分

别为2.53倍、4.71倍和3.15倍。整体看，厦门中骏长期偿债能力较强。

截至2020年6月底，厦门中骏除为购房者提供按揭贷款担保外，对外担保金额共计29.64亿元，被担保方均为厦门中骏联营及合营企业，占期末厦门中骏净资产的比例为10.17%。厦门中骏对外担保规模一般。

截至2020年6月底，厦门中骏共取得银行授信额度333.44亿元，未使用的额度为117.75亿元，厦门中骏间接融资渠道较为畅通。

截至2020年6月底，厦门中骏无重大未决诉讼。

根据厦门中骏提供的报告日期为2020年11月9日的企业信用报告（统一社会信用代码913502006120495420），厦门中骏无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，已结清信贷有两笔关注类短期借款记录，均已正常还款。

（7）母公司财务分析

母公司资产构成主要为持有的子公司股权，母公司不从事具体业务，收入规模较小。

截至2019年末，厦门中骏本部资产总额124.79亿元，主要由货币资金（14.72亿元）、其他应收款（23.58亿元）和其他流动资产（53.91亿元）构成。作为控股投资类公司，母公司的长期股权投资占比最大。

截至2019年末，厦门中骏本部负债总额92.29亿元，主要由其他应付款（26.99亿元）、一年内到期的非流动负债（35.21亿元）、其他流动负债（21.86亿元）和应付债券（5.56亿元）构成；厦门中骏本部资产负债率为73.96%。

截至2019年末，厦门中骏本部所有者权益32.50亿元，主要来自实收资本（14.69亿元）和未分配利润（15.56亿元）。

2019年，厦门中骏本部实现营业收入1.15亿元，投资收益5.86亿元，净利润2.47亿元。母公司不从事具体业务，收入规模较小，母公司的净利润主要来自于材料设备销售收入及投资收益。

2019年，厦门中骏本部经营活动产生的现金流量净额0.41亿元；投资活动产生的现金流量净额-32.67亿元；筹资活动产生的现金流量净额33.78亿元。

5. 综合评价

厦门中骏作为港股上市公司中骏集团境内最主要的房地产业务运营实体，业务主要分布于长三角、环渤海、珠三角、海西及中部经济区等区域的一、二线城市及部分强三线城市，厦门中骏土地储备充足、开发管理体系高效、房地产业务盈利能力较强、财务状况较为稳健。同时，联合资信也关注到厦门中骏房地产业务面临一定的政策波动风险，在建及拟建房地产项目后续开发仍需较大规模的资金，资产受限比例较高，权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

基于对厦门中骏主体长期信用状况的综合评估，联合资信评定厦门中骏主体长期信用等级为AA⁺，该评级结果反映厦门中骏主体违约风险很低，总体来看，厦门中骏履行共同债务人义务的能力很强。

五、入池基础资产分析

本专项计划的基础资产为联捷保理对厦门中骏下属/项目公司的应收账款债权，其中大部分为工程款，债务人为厦门中骏下属/项目公司，所属行业全部为房地产业，区域集中度很高，行业集中度极高。

本专项计划基础资产为联捷保理对厦门中

骏下属/项目公司的应收账款债权，所涉及的应收账款均为供应商与厦门中骏下属/项目公司在日常经营活动中所形成。本次入池基础资产共计70笔应收账款债权，应收账款余额共计15,922.80万元，共涉及25户债务人。本次入池基础资产所涉及的债务人全部为房地产企业。基

础资产剩余期限均为 11.74 个月，即 357 天（基准日为 2020 年 12 月 22 日）。

表 18 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	15,922.80
基础资产笔数（笔）	70
债务人户数（户）	25
债权人户数（户）	56
单笔应收账款债权平均余额（万元）	227.47
单笔应收账款债权最大余额（万元）	1,522.75
单笔应收账款债权最小余额（万元）	7.14

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

1. 应收账款种类分布

入池资产的种类以工程款为主。

从应收账款形成的来源来看，本次入池资产所涉及的应收账款种类较为集中，由工程款（占比 91.13%）、采购款（占比 7.34%）、设计款（占比 1.29%）和其他款（占比 0.24%）构成。具体情况如下：

表 19 应收账款种类分布（单位：笔、万元、%）

类型	笔数	应收账款余额	余额占比
工程	51	14,510.12	91.13
采购	13	1,168.38	7.34
设计	3	205.77	1.29
其他	3	38.53	0.24
总计	70	15,922.80	100.00

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

2. 应收账款债权单笔金额分布

入池资产的金额集中在 800.00 万元以下，占比合计 63.82%。

从应收账款债权单笔金额分布来看，入池基础资产单笔平均余额为 227.47 万元，单笔余额分布在 0.00 万元（不含）~400.00 万元（含）之间的占比最高，占比 38.61%，分布在 400.00 万元（不含）~800.00 万元（含）之间的占比次之，合计占比 25.21%；单笔金额最高为 1,522.75 万元。具体分布情况如下：

表 20 应收账款债权单笔金额分布

（单位：万元、笔、%）

应收账款分布	笔数	应收账款余额	余额占比
(0.00, 400.00]	58	6,147.89	38.61
(400.00, 800.00]	7	4,014.33	25.21
(800.00, 1,200.00]	3	2,999.36	18.84
(1,200.00, 1,600.00]	2	2,761.21	17.34
总计	70	15,922.80	100.00

注：上表中用以描述统计区间两端的“(”以及“)”代表统计区间不包含该端点值，同时“[”以及“]”代表统计区间包含该端点值
资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

3. 债务人地区分布

入池资产涉及的债务人主要分布在福建省、山东省和江西省 3 个地区，地区集中度很高。

从区域分布来看，本次入池基础资产债务人主要分布在福建省、山东省和江西省 3 个地区，按入池资产应收账款余额统计，占比最高的地区为福建省，涉及应收账款余额 6,433.36 万元，占比 40.40%；其次为山东省，涉及应收账款余额 2,908.10 万元，占比 18.26%，地区集中度很高。具体情况如下：

表 21 债务人地区分布（单位：笔、万元、%）

地区	笔数	应收账款余额	余额占比
福建省	17	6,433.36	40.40
山东省	20	2,908.10	18.26
江西省	12	2,657.46	16.69
江苏省	3	987.18	6.20
天津市	6	767.40	4.82
重庆市	1	715.78	4.50
上海市	6	636.06	3.99
湖南省	2	529.28	3.32
广东省	3	288.18	1.81
总计	70.00	15,922.80	100.00

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

入池资产中，债务人位于福建省的应收账款余额为 6,433.36 万元，占比 40.40%。2019 年，福建省全年实现生产总值（GDP）42,395.00 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 2,596.23 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 20,581.74 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 19,217.03 亿元，增长 7.3%。三次产业增加值占地区生产总值的比重，第一产业为 6.1%，第二

产业为 48.6%，第三产业为 45.3%。截至 2019 年末，福建省常住人口 3,973 万人。全年人均地区生产总值 107,139 元，比上年增长 6.7%；居民人均可支配收入 35,616 元，比上年增长 9.1%。2019 年福建省全部工业增加值 16,170.45 亿元，比上年增长 8.7%。规模以上工业增加值增长 8.8%。全年全社会建筑业实现增加值 4,482.03 亿元，比上年增长 6.4%。具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 13,164.43 亿元，增长 14.0%。2019 年福建省固定资产投资（含铁路）比上年增长 6.0%。2019 年福建省一般公共预算总收入 5,147.04 亿元，比上年增长 2.0%。总体看，福建省经济实力较强，增长较快。

入池资产中，债务人位于山东省的应收账款余额为 2,908.10 万元，占比 18.26%。2019 年全年，山东省全省生产总值（GDP）为 71,067.5 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.5%。其中，第一产业增加值 5,116.4 亿元，增长 1.1%；第二产业增加值 28,310.9 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 37,640.2 亿元，增长 8.7%。三次产业结构由上年的 7.4：41.3：51.3 调整为 7.2：39.8：53.0。截至 2019 年末，山东省常住人口 10,070.21 万人。2019 年山东省人均生产总值 70,653 元，增长 5.2%；居民人均可支配收入 31,597 元，比上年增长 8.2%；人均消费支出 20,427 元，增长 8.8%。2019 年山东省全部工业增加值 22,985.1 亿元，比上年增长 2.1%；规模以上工业增加值增长 1.2%。建筑业总产值 14,269.3 亿元，比上年增长 10.6%。具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业 7,714 家，比上年增加 481 家。其中，特级和一级建筑企业 983 家，比上年增加 268 家；固定资产投资（不含农户）比上年下降 8.4%；房地产开发投资 8,614.9 亿元，比上年增长 14.1%；城市建设投资 1,502.8 亿元，比上年增长 4.8%。2019 年，山东省地方一般公共预算收入 6,526.6 亿元，比上年增长 0.6%。总体看，山东省整体经济实力居我国前列，产业结构持续优化，市场需求稳步扩大，经济发展质量和效益不断提升。

入池资产中，债务人位于江西省的应收账款

余额为 2,657.46 万元，占比 16.69%。2019 年，江西省全年实现生产总值（GDP）24,757.5 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 2,057.6 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 10,939.8 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 11,760.1 亿元，增长 9.0%。三次产业结构为 8.3:44.2:47.5，三次产业对 GDP 增长的贡献率为 3.4%、49.9%和 46.7%。截至 2019 年末，江西省常住人口 4,666.1 万人。全年人均地区生产总值 53,164 元，比上年增长 7.4%；居民人均可支配收入 26,262 元，比上年增长 9.1%；人均生活消费支出 17,650 元，比上年增长 11.8%。2019 年江西省全部工业增加值 8,965.8 亿元，比上年增长 8.4%；规模以上工业增加值增长 8.5%。全年全省总承包和专业承包建筑业总产值完成 7,944.8 亿元，比上年增长 13.6%。资质以上总、专包建筑业企业共 3,223 家，比上年增加 472 家。2019 年江西省固定资产投资比上年增长 9.2%；房地产开发投资比上年增长 3.0%；其中住宅投资增长 6.1%。2019 年全年全省财政总收入 4,001.5 亿元，比上年增长 5.4%，同比回落 4.7 个百分点。总体看，江西省经济稳定且较好发展。

总体看，入池基础资产债务人地区分布集中度很高，但考虑到入池资产集中地区均为经济实力较强且发展较快的地区，有利于地方企业健康持续发展，因此对地区集中度风险起到了一定的缓释作用。

4. 债务人行业分布

入池资产涉及的债务人均属于房地产业，行业集中度极高。

本次入池资产涉及的债务人，所属的行业全部为房地产业，有关房地产业行业分析详见“四、共同债务人信用风险分析”中“行业分析”部分。

5. 债务人集中度分布

入池资产债务人集中度较高。

本次资产池共涉及 25 户债务人，其中应收账款余额占比最高的债务人为南安骏泰房地产开发有限公司，涉及合同 5 笔，应收账款余额为

2,849.56 万元，占比为 17.90%。本次资产池前十大债务人共涉及合同 33 笔，应收账款余额 12,718.12 万元，占比为 79.87%。具体情况分布如下：

表 22 基础资产前十大债务人情况
(单位：笔、万元、%)

债务人名称	笔数	应收账款余额	余额占比
南安骏泰房地产开发有限公司	5	2,849.56	17.90
济南骏鹏房地产开发有限公司	3	1,904.35	11.96
上饶市骏茂房地产开发有限公司	3	1,669.64	10.49
莆田骏耀房地产开发有限公司	5	1,263.98	7.94
漳州骏卓房地产开发有限公司	2	1,255.75	7.89
徐州骏嘉房地产开发有限公司	3	987.18	6.20
福州骏悦房地产开发有限公司	3	906.56	5.69
重庆锐升置业有限公司	1	715.78	4.50
上海中骏置业有限公司	6	636.06	3.99
湘潭骏源房地产有限公司	2	529.28	3.32
总计	33	12,718.12	79.87

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

本次入池基础资产中，占比最大的债务人为南安骏泰房地产开发有限公司（以下简称“南安骏泰”），共涉及 5 笔合同，未偿本金余额为 2,849.56 万元，占比 17.90%。南安骏泰成立于 2019 年 4 月 2 日，截至 2020 年 9 月末，南安骏泰注册资本为 2,000 万元，由福建中骏置业有限公司持股 90.11%，上海骏坤企业管理咨询合伙企业（有限合伙）持股 9.89%，最终控股股东为厦门中骏。南安骏泰主要经营范围是房地产开发与经营；物业服务；企业管理咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。截至 2019 年底，南安骏泰资产总额 9.97 亿元，其中流动资产为 9.97 亿元，主要由存货组成；非流动资产 4.33 万元，全部为固定资产。截至 2019 年底，南安骏泰负债总额 5.72 亿元，其中流动负债 3.05 亿元，主要由预收账款和应付账款组成；非流动负债 2.67 亿元，全部为长期借款。截至 2019 年底，南安骏泰所有者权益总额 4.25 亿元，主要由资本公积组成。2019 年南安骏泰无营业收入，实现利润总额-0.05 亿元，实现净利润-0.05 亿元。2019 年南安骏泰经营活动现金流量净额为 0.13 亿元，投资

活动现金流量净额为-2.42 亿元，筹资活动现金流量净额为 2.79 亿元。截至 2019 年底，南安骏泰的流动比率和速动比率分别为 327.34%和 16.48%；资产负债率为 57.33%。截至 2020 年 11 月底，南安骏泰资产总额 12.47 亿元，负债总额 8.39 亿元，所有者权益 4.08 亿元。2020 年 1—11 月，南安骏泰无营业收入，利润总额为-0.17 亿元。总体看，南安骏泰成立时间短，尚未实现营业收入，其偿债能力及盈利能力有待持续观察。

6. 债权人集中度分布

入池资产涉及的债权人分布较为集中。

从债权人集中度分布情况来看，本次基础资产共涉及 56 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 3,183.75 万元，占比 19.99%，前五大债权人应收账款余额合计 7,925.35 万元，共涉及 10 笔应收账款，占应收账款余额的 49.77%，总体看债权人的集中度较为集中，具体情况如下：

表 23 基础资产前五大债权人情况
(单位：笔、万元、%)

债权人名称	笔数	应收账款余额	余额占比
中建海峡建设发展有限公司	5	3,183.75	19.99
济南长兴建设集团有限公司	2	1,872.00	11.76
福建巨铸集团有限公司	1	1,238.46	7.78
中联建设集团股份有限公司	1	915.36	5.75
重庆华力建设有限公司	1	715.78	4.50
总计	10	7,925.35	49.77

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

7. 应收账款剩余期限分布

本次入池资产剩余期限全部为 11.74 个月。

从剩余期限来看，本次入池资产剩余期限全部为 11.74 个月。涉及应收账款余额 15,922.80 万元，占比 100.00%，具体情况如下：

表 24 基础资产剩余期限情况
(单位：月、笔、万元、%)

剩余期限	笔数	应收账款余额	余额占比
11.74	70	15,922.80	100.00
总计	70	15,922.80	100.00

资料来源：厦门中骏提供，联合资信整理

8. 本期专项计划发行对厦门中骏目前负债的影响

本次发行对厦门中骏偿债能力影响很小。

基础资产所涉及债务人中,共4户债务人不为厦门中骏财务报表合并范围内企业,厦门中骏以出具付款确认书的方式对债务人涉及的应收账款在应收账款债权到期时或者根据标准条款的约定无条件履行付款义务,属于新增债务。基于把控共同债务人风险考虑,联合资信针对新增

债务对厦门中骏的债务压力影响进行分析。模拟池中,非合并范围涉及的应收账款合计1,026.01万元,以2019年底的财务数据为基础,本期专项计划发行后,在其他因素不变的情况下,厦门中骏资产负债率上升至76.09%,较发行前上升了0.01个百分点,全部债务资本化比率上升至38.50%,较发行前上升了0.02个百分点。总体看,该笔债务对厦门中骏债务规模影响很小。

六、现金流分析

本专项计划涉及的基础资产为供应商与厦门中骏及其下属公司在日常经营活动中形成的应收账款,直接还款来源为债务人偿还的应收账款。根据交易结构的安排,在每一笔应收账款入池时,债务人、共同债务人向每一笔入池基础资产的供应商发出《付款确认书》并明确注明应收账款到期日。本专项计划涉及的共同债务人厦门中骏的信用等级为AA⁺,与本专项计划的目标信用等级(AA⁺_{sf})一致。鉴于此,现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级证券预期本息的支付。

本专项计划资产支持证券发行规模为1.50

亿元,资产池规模为1.59亿元,联合资信测算了优先级证券发行规模为1.42亿元、发行利率不超过5.50%、专项计划费用主要包括托管费(费率为0.01%)和审计及清算费用、增值税税率为3.26%的情况下,应收账款偿付安排对优先级证券到期预期支出的保障程度。本期专项计划预计设立日为2020年12月25日,到期日为2021年12月24日,优先级证券存续期限为365天,优先级证券收益率分别为下表中预期收益率所设值,测算的保障比率如下表所示:

表25 入池基础资产回收现金流对优先级证券预期支出的对比(单位: %、万元、倍)

优先级证券预期收益率	保障情况	到期日
5.10	预期支出	14,961.48
	保障比率	1.0642
5.20	预期支出	14,975.68
	保障比率	1.0632
5.30	预期支出	14,989.88
	保障比率	1.0622
5.40	预期支出	15,004.08
	保障比率	1.0612
5.50	预期支出	15,018.28
	保障比率	1.0602

资料来源:联合资信整理

测算结果表明,在优先级证券发行时确认的预期收益率不高于5.50%,专项计划费用及增值税率为预设值的情况下,本次基础资产预期现金

流对优先级证券预期支出的保障程度均在1.06倍以上。这表明本次基础资产偿付安排基本能够覆盖优先级证券预期支出。

考虑到本次交易优先级证券的偿付受发行利率的影响较大,联合资信会对未来优先级证券的发行利率持续关注。

综合考虑上述因素,联合资信评定“光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AA⁺_{SF}。

七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量,确定“光证资管-联易融供应链金融第3期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级均为AA⁺_{SF}。

上述优先级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强,违约风险很低。

附件 1 本专项计划相关事件定义

一、提前清偿事件

系指以下任一事件：

1. 厦门中骏被证明发生对外偿债困难；
2. 厦门中骏存在破产、清算、停止经营的迹象；
3. 厦门中骏发生其他任何可能导致其丧失清偿能力事件；
4. 厦门中骏的主体长期信用等级等于或低于AA级时。

二、权利完善事件

权利完善事件，系指以下任一事件：

1. 发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；
2. 任一债务人未履行或未完全履行其对债权人的付款义务，且入池应收账款债权的保证人（如有）、抵押人（如有）、出质人（如有）未履行或未完全履行担保义务，经资产服务机构追索仍未履行或未完全履行，以致计划管理人需就此自行提起诉讼或仲裁。

三、权利完善措施

1. 在发生任一权利完善事件情形后的3个工作日内，原始权益人应向全部基础资产项下入池的应收账款债权的保证人（如有）、抵押人（如有）、出质人（如有）或其他相关方（如有）发出权利完善通知，将基础资产转让的情况通知前述各方，并在权利完善通知中指示各方将其在应收账款转让合同项下应支付的款项及其他应属于专项计划资产的款项直接支付至专项计划账户。

2. 原始权益人应敦促债权人在发生上述任一权利完善事件之日起的15个工作日内协助管理人依法办理权利转移/变更登记手续（如需），以确保管理人（代表专项计划）被登记为抵押权人或质权人。

3. 在原始权益人未履行通知义务的情况下，管理人应在原始权益人按照本条第1款的约定本应发送权利完善通知之日后的10个工作日内，代原始权益人向相应的入池应收账款债权的保证人（如有）、抵押人（如有）、出质人（如有）或其他相关方（如有）发送权利完善通知，并抄送给原始权益人。

附件 2 厦门中骏集团有限公司主要财务指标 主要财务指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	75.08	160.90	198.53	150.06
资产总额（亿元）	525.20	804.70	1,143.89	1,161.05
所有者权益（亿元）	141.52	194.24	273.63	291.44
短期债务（亿元）	67.49	62.28	109.52	107.08
长期债务（亿元）	60.58	110.54	61.67	58.19
全部债务（亿元）	128.07	172.82	171.19	165.27
营业收入（亿元）	133.09	171.76	198.16	135.28
利润总额（亿元）	39.19	25.73	40.35	26.78
EBITDA（亿元）	50.59	36.72	54.34	--
经营性净现金流（亿元）	43.71	46.75	-64.04	2.20
财务指标				
存货周转次数（次）	0.36	0.40	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.26	0.20	--
现金收入比（%）	128.53	107.14	132.97	112.85
营业利润率（%）	27.86	25.81	23.83	22.37
总资本收益率（%）	15.12	8.22	9.25	--
净资产收益率（%）	20.93	10.04	10.16	--
长期债务资本化比率（%）	29.98	36.27	18.39	16.64
全部债务资本化比率（%）	47.51	47.08	38.48	36.19
资产负债率（%）	73.05	75.86	76.08	74.90
流动比率（%）	125.86	124.76	114.14	112.54
速动比率（%）	41.77	60.33	48.40	41.12
经营现金流动负债比（%）	13.89	9.59	-8.05	0.28
现金短期债务比（倍）	1.11	2.58	1.81	1.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	1.87	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.53	4.71	3.15	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年半年度财务数据未经审计

附件 3 相关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=现金及现金等价物+按公允价值计入损益的金融资产+衍生金融资产

短期债务=银行贷款(流动负债)

长期债务=长期贷款(非流动负债)+公司债券+优先票据

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体公开评级长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

光证资管-联易融供应链金融第 3 期 资产支持专项计划的跟踪评级安排

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据计划管理人及资产服务机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪，根据相关规定，联合资信将保证在资产支持证券存续期间，在资产支持证券存续期第 6 个月向管理人提供一份专项计划的《跟踪评级报告》，并由计划管理人对外进行公告。

本专项计划如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，联合资信将在计划管理人及资产服务机构提供相关资料后 15 个工作日内公布跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合资信将根据实际情况，对光证资管-联易融供应链金融第 3 期资产支持专项计划进行不定期跟踪评级，并随时据实对受评对象进行信用等级调整。如计划管理人及资产服务机构不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至计划管理人及资产服务机构提供相关资料。