



华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持 专项计划优先级资产支持证券信用评级报告

大公报 CYD【2017】1355 号

结构摘要

资产支持证券

证券分层	信用等级	发行期限	发行额 (亿元)	付息方式
新和昌 01	AA+	1 年	0.36	按年
新和昌 02	AA+	2 年	0.39	按年
新和昌 03	AA+	3 年	0.39	按年
新和昌 04	AA+	4 年	0.39	按年
新和昌 05	AA+	5 年	0.41	按年
次级	-	5 年	0.26	-
合计	-	-	2.20	-

基础资产

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

主要参与方

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

评级小组负责人: 温胜辉

评级小组成员: 张博雅 周 扬

电 话: 86-10-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 86-10-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划(以下简称“专项计划”或“本计划”)以郑州中瑞实业集团有限公司(以下简称“中瑞集团”)作为原始权益人,河南新和昌物业服务有限公司(以下简称“新和昌物业”或“公司”)作为特定原始权益人,在特定期间内,由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人依据《中建投信托·新和昌物业单一资金信托信托合同》(以下简称“《信托合同》”)自信托项目成立日(含该日)享有的单一资金信托受益权为基础资产,由华林证券股份有限公司(以下简称“华林证券”)发行资产支持证券,大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公”)对本计划优先级资产支持证券进行了信用评级,确定新和昌 01~05 的信用等级均为 AA+,大公保留对其进行跟踪评级的权利。

大公对专项计划优先级资产支持证券级别的确定是建立在对专项计划基础资产质量、交易结构稳健性、增信措施和主要参与方等综合评价基础上,对优先级各类别资产支持证券本息按期、足额获得偿付的可靠性的判断。

正面

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

大公保留对本计划优先级资产支持证券信用状况跟踪评级并公布信用等级变化之权利

重要声明: 本评级报告是大公基于 2017 年 6 月 27 日之前主要参与方提供的相关资料而出具的初稿。鉴于尚有未确定信息,本报告并非最终评级意见。在该等信息确定后,大公将出具最终的评级意见。最终评级意见将有可能与本报告有所差异。



- 中瑞集团对特定原始权益人在《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务承担连带保证责任，具有很强的增信作用。

关注

- 预测期间内部分现金流来自于关联方和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）的自有资金，本计划存在一定的关联交易风险；
- 受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，新和昌物业未来物业费收入具有一定的不确定性；
- 基础资产项下物业合同存在较高的区域集中度风险；
- 若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年七月四日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与主要参与方之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

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

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因主要参与方和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期优先级资产支持证券到期兑付日有效，在有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

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

资产支持专项计划概要

基础资产

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

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

资产支持证券

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

表1 本计划资产支持证券基本情况（单位：万元、%）

资产支持证券	发行规模	占比	发行期限	预计设立日	预期到期日
新和昌01	3,600.00	16.26	1年	7月18日	2018年7月18日
新和昌02	3,900.00	17.73	2年		2019年7月18日
新和昌03	3,900.00	17.73	3年		2020年7月18日
新和昌04	3,900.00	17.73	4年		2021年7月18日
新和昌05	4,100.00	18.64	5年		2022年7月18日
新和昌次	2,600.00	11.82	5年		2022年7月18日
合计	22,000.00	100.00	-	-	-

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

本计划优先级资产支持证券新和昌01~05均为按年支付预期收益，新和昌01为专项计划成立后的第1个年度兑付日偿还本金；新和昌02为专项计划成立后的第2个年度兑付日偿还本金；新和昌03为



专项计划成立后的第3个年度兑付日偿还本金；新和昌04为专项计划成立后的第4个年度兑付日偿还本金；新和昌05为专项计划成立后的第5个年度兑付日偿还本金。

主要参与方

本计划主要参与方见表2：

表2 本计划主要参与方		
项 目	主要参与方	简称
特定原始权益人/借款人/出质人/物业资产服务机构/差额支付承诺人	河南新和昌物业服务有限公司	新和昌物业或公司
计划管理人/销售机构	华林证券股份有限公司	华林证券
监管银行	中国建设银行股份有限公司郑州直属支行	建行郑州直属支行
信托受托人/基础资产服务机构	中建投信托有限责任公司	中建投信托
原始权益人/担保人	郑州中瑞实业集团有限公司	中瑞集团
托管人	中国建设银行股份有限公司河南省分行	建行河南省分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限公司深圳分公司	中证登深圳
法律顾问	国浩律师（北京）事务所	国浩
评级机构	大公国际资信评估有限公司	大公
资产评估机构、会计师	瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）	瑞华

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

交易结构

原始权益人作为委托人，拥有新和昌物业单一资金信托的信托受益权。计划管理人设立本计划并发行资产支持证券，认购人基于其风险偏好认购相应档次资产支持证券，成为资产支持证券持有人，计划管理人取得认购资金作为专项计划资金。专项计划设立后，计划管理人根据与原始权益人签订的《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划资产买卖协议》（以下简称“《资产买卖协议》”），以专项计划资金向原始权益人购买基础资产。专项计划存续期间，计划管理人以基础资产产生的现金流根据《标准条款》的约定向资产支持证券持有人兑付本息。

本计划交易结构如图 1 所示：

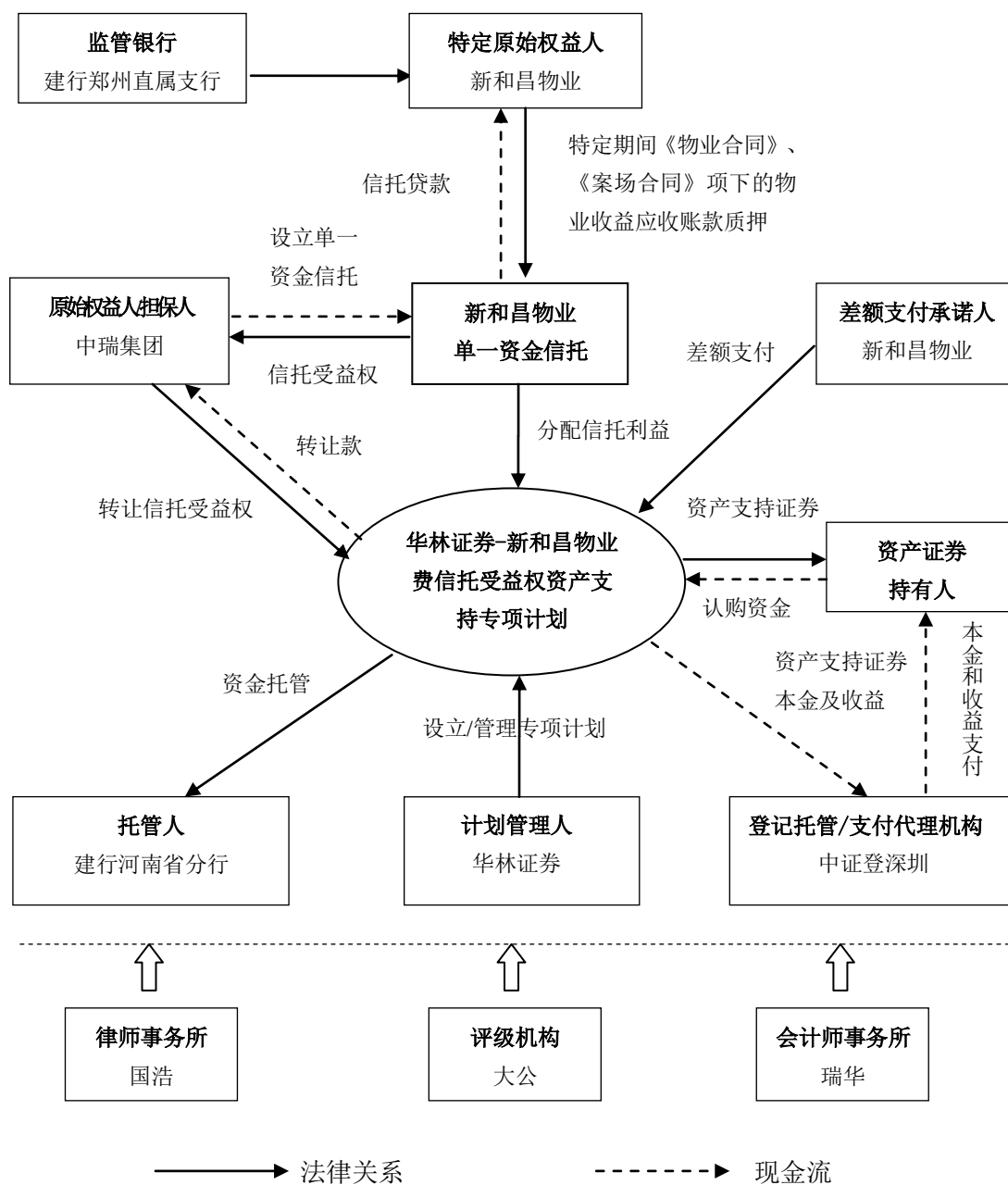


图 1 专项计划交易结构

资料来源：根据《计划说明书》及《标准条款》整理

本计划具体交易结构概述如下：

- 1、原始权益人作为信托委托人与信托受托人签订《信托合同》，从而原始权益人拥有新和昌物业单一资金信托的信托受益权。
- 2、信托委托人与作为借款人的特定原始权益人签订《中建投信托·新和昌物业单一资金信托信托贷款合同》（以下简称“《信托贷



款合同》”），信托委托人依据《信托贷款合同》向特定原始权益人发放贷款，特定原始权益人按照约定天数计算利息和偿还本金，并为信托贷款债务偿付义务提供质押担保。

3、计划管理人设立华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划，认购人与计划管理人签订《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划资产支持证券认购协议》（以下简称“《认购协议》”）并认购专项计划，将认购资金委托计划管理人管理，同时取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人。

4、原始权益人、计划管理人及信托受托人共同签订《资产买卖协议》，专项计划设立后，计划管理人根据《资产买卖协议》，以专项计划资金向原始权益人购买基础资产，即原始权益人持有的新和昌物业单一资金信托的信托受益权。

5、物业资产服务机构、基础资产服务机构、计划管理人签订《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划服务协议》（以下简称“《服务协议》”），根据《服务协议》的约定，资产服务机构提供与物业资产和基础资产有关的管理服务及其他服务。

6、根据《信托合同》及《资产买卖协议》的约定，受托人在划款日将基础资产产生的现金划付至专项计划账户。

7、托管人与计划管理人签订《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划托管协议》（以下简称“《托管协议》”），托管人根据《托管协议》对专项计划资产进行托管。

8、信托受托人、监管人及特定原始权益人签订《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划监管协议》（以下简称“《监管协议》”，在监管期间，物业服务机构每月归集一次《物业合同》和《案场合同》项下的物业费收入。

9、差额支付承诺人与计划管理人签署《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”），发生任一差额支付事件，差额支付承诺人支付优先级资产支持证券当期的预期收益和所有本金的差额部分承担补足义务。

10、担保人与计划管理人签署《华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划担保函》（以下简称“《担保函》”），担保人对特定原始权益人在《差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务承担连带保证责任。

11、在分配指令发出日，计划管理人根据《计划说明书》及相关文件的约定向托管人发出分配指令。托管人根据分配指令，在分配资金划拨日划出相应款项分别支付专项计划费用、当期资产支持证券预期收益和本金。



单一资金信托概要

根据中建投信托提供的《信托合同》及对其的任何有效修订或补充,《信托合同》主要条款如下:

1、委托人:中瑞集团;

受托人:中建投信托;

交易对手、借款人、出质人:新和昌物业。

2、信托期限:5年。自信托成立日起开始计算,信托终止日为自信托成立日起满5年之日。信托存续期间,经委托人与受托人书面同意或发生合同约定提前终止情形的,受托人有权宣布信托提前终止,则信托终止日指信托提前终止日;经委托人与受托人书面同意或发生合同约定信托期限延期情形的,受托人有权宣布信托延期,则信托终止日指信托延期届满日。

3、信托规模:人民币22,000.00万元。

4、信托财产:指委托人根据合同的约定向受托人交付的信托资金,以及受托人按照合同的约定对信托资金进行管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产,以及因上述财产灭失、毁损或其他事由形成或取得的财产。

5、受托人的信托报酬:信托设成立日起第一年为88.80万元、信托设立日第二年为0元、信托设立日第三年为0元、信托设立日第四年为0元、信托设立日第五年为0元。

交易结构分析

现金流支付机制

账户开立

1、收款账户:系指特定原始权益人用于归集物业资产产生收入的资金账户。

2、监管账户:系指特定原始权益人在监管人处开立的用于归集收款账户划付的资金账户。

3、信托财产专户:系指在中建投信托·新和昌物业信托项目成立日之前,受托人为信托项目以“中建投信托有限责任公司”的名称开立的一个独立的人民币信托专用账户,用以记录货币类信托财产的收支情况。

4、募集专用账户、募集账户:系指由销售机构为专项计划开立的募集专用账户,用于资产支持证券之认购资金的接收、存放与划转。

5、专项计划托管账户、托管账户、专项计划账户:系指计划管理人以专项计划的名义在托管人处开立的人民币资金账户,专项计划的一切货币收支活动,包括但不限于接受专项计划募集资金、支付基



础资产购买价款、存放专项计划资产中的现金部分、接收和划付专项计划收益及支付专项计划费用、进行合格投资，均必须通过该账户进行。

回收款归集及划转

1、监管期间，物业资产服务机构在每个资金归集日 16:00 前将其收取的入池《物业合同》和《案场合同》项下的物业管理费、车位管理费、案场服务费缴存至监管账户。资金归集日为每个兑付日前 11 个工作日（T-11）的月度对日，如遇法定节假日或休息日顺延至其后第 1 个工作日，若该月无对应之日，则为该月最后 1 个工作日。

2、监管银行根据《监管协议》约定，每个资金划转日 16:00 前，将监管账户归集到的资金划转至信托财产专户。资金划转日为每个资金归集日后的第 1 个工作日。监管银行将资金由监管账户划付至信托账户直至划款资金总额达到各还款期间应支付信托贷款本息金额。信托受托人有权根据专项计划的运行情况调整各还款期间应支付信托贷款本息金额，如需调整则应在本还款期间资金划转日 5 个工作日前向物业资产服务机构和监管银行各发送一份调整后的各期应支付信托贷款本息金额具体数值的书面文件。

3、受托人在专项计划兑付日前 9 个工作日（T-9 日）16:00 前，在信托财产专户扣除信托涉及的相关税费后，将信托利益资金划转至专项计划托管账户。

专项计划分配

每一个分配日，计划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），特定原始权益人不对计划管理人的支付及分配行为承担责任：

（1）以现金形式支付专项计划的应缴税金；

（2）以现金形式支付交易所及登记托管机构的相关费用；

（3）以现金形式支付计划管理人的管理费、计划管理人代付的资产支持证券持有人大会的召开费用（如有）、托管人的托管费及其他专项计划费用、对专项计划进行审计的审计费等其他中介机构费用（如可供分配资金不足，按比例分配）（如有）；

（4）以现金形式向优先级资产支持证券持有人支付每一预期收益核算期间的预期收益，直至优先级资产支持证券持有人累计获得足额的预期收益；

（5）以现金形式向优先级资产支持证券持有人支付优先级资产支持证券本金，直至优先级资产支持证券持有人累计获得足额的本金；

（6）专项计划的全部剩余资产（无论是货币形式或其它）归次级资产支持证券持有人所有。在专项计划存续期间，优先级资产支持证券持有人得到足额分配前，不得向次级资产支持证券持有人分配任何收益。

触发机制

加速清偿事件

根据《标准条款》规定，加速清偿事件系指以下任一事件：

1、自动生效的加速清偿事件：

(1) 特定原始权益人：发生任何丧失清偿能力事件；

(2) 发生任何资产服务机构解任事件，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的后备资产服务机构；

(3) 根据专项计划文件的约定，需要更换计划管理人或托管人，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任或后备计划管理人或托管人；

2、需经宣布生效的加速清偿事件：

(1) 除《标准条款》另有约定外，特定原始权益人或资产服务机构未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；

(2) 特定原始权益人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；

(3) 发生对物业资产服务机构、特定原始权益人、计划管理人或者基础资产有重大不利影响的事件；

(4) 专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，计划管理人应通知所有的资产支持证券持有人。资产支持证券持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，计划管理人应向物业资产服务机构、托管人、登记结算机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生，宣布之日应视为该等加速清偿事件的发生之日。资产支持证券持有人会议可以决议不宣布发生加速清偿事件。

发生加速清偿事件时，计划管理人宣布专项计划所有资产支持证券提前到期，信托受托人要求物业资产服务机构每周归集一次《物业服务合同》和《案场合同》项下的物业管理费、车位管理费和案场服务费收入，必要时要求差额支付承诺人和担保人履行各自相应的责任。

差额支付启动事件

根据《标准条款》规定，差额支付启动事件系指以下任一事件：

1、在专项计划终止日之前，在任何一个初始核算日，专项计划托管账户内可供分配的资金余额不足以全部清偿相应的兑付日专项计划应支付的税款（如有）、专项计划费用及优先级资产支持证券预期支付额；



2、专项计划终止时，专项计划账户内可供分配的资金余额不足以全部清偿专项计划应支付的税款（如有）、专项计划费用及优先级资产支持证券预期支付额。

担保启动事件

根据《标准条款》规定，担保启动事件系指以下任一事件：

1、在专项计划终止日之前，发生以下事件：

发生差额支付启动事件，且截至相应差额支付承诺人划款日后 1 个工作日，专项计划账户内可供分配的资金不足以偿付完毕到期优先级资产支持证券的当期预期收益和/或未偿本金余额。

2、在专项计划终止日之后，发生差额支付启动事件，且截至相应差额支付承诺人划款日后 1 个工作日，专项计划资产仍不足以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。

违约事件

根据《标准条款》规定，违约事件系指：

在担保启动事件发生后的任何一担保人划款日，担保人未按照《担保函》的条款与条件承担担保义务，导致专项计划账户内可供分配的资金不足以支付相应的兑付日应付的优先级资产支持证券的预期收益和/或本金。

基础资产质量分析

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

根据《标准条款》等文件的定义，物业资产项下物业资产应满足一定的筛选标准，筛选依据为新和昌物业与物业合同委托人签署的各物业合同，其标准如下：

1、特定原始权益人真实、合法、有效地拥有物业资产，且物业资产上未设定抵押权、质权或任何第三方其他有效的权利主张；

2、物业资产对应的物业合同及案场合同均适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效存续，并构成相关方在物业合同及案场合同项下合法、有效和有约束力的义务，特定原始权益人可基于物业合同及案场合同向相关方主张权利；

3、特定原始权益人已经开始履行并遵守物业资产所对应的任意一份物业合同及案场合同；

4、物业合同及案场合同项下相关方尚未支付的所有物业费（包括未偿本金部分以及利息部分）及其他应付款项须全部归入物业资产；



5、物业合同及案场合同中的相关方如为法人机构，应系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人，且未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照或涉及重大诉讼或仲裁；如为业主委员会，需经物业所在小区居民合法选举产生，且尚在任期之内；如为社区居委会，需经上级行政管理部门批准设立；

6、物业资产所对应的物业管理费收入、车位管理费收入、案场服务费收入最近一个完整自然年度的综合收缴率不低于 85%；

7、物业资产不涉及诉讼、仲裁、执行破产程序或被强制执行司法程序。

公司物业管理费受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，未来物业费收入具有一定的不确定性

公司营业收入包括物业管理费、车位管理费、案场服务等，以物业管理费为主。物业管理费收取标准是由物业管理企业与业主委员会（若有）在政府指导价基础上协商确定，并报价格管理部门备案。若小区暂未成立业主委员会，则收取标准按照前期物业服务合同中确定的物业管理费收取标准执行。物业管理费实行的是政府指导价和市场调节价。物业收费标准一经确定，物业管理部门不得随意更改及重复征收。新和昌物业根据政府有关规定及各地《实施办法》与地产开发商签订前期物业服务合同，合同内确定楼盘中各物业形态的物业管理费收取标准及开发商交房时点。在规定的交房时点后，新和昌物业将根据所签合同的规定，向开发商或业主收取物业管理费。物业交付使用前发生的前期物业管理费用，由建设单位承担；物业交付使用后至前期物业服务合同终止之日发生的前期物业管理费，由建设单位和物业业主按照前期物业服务协议的约定承担。楼盘交付后，若业主成立业主委员会，新和昌物业将与业主委员会签订《物业服务合同》，并按照该合同内的物业管理费收费标准执行，同时解除《前期物业服务合同》及物业收费标准。

新和昌物业公司目前提供服务的小区标准主要集中在 0.5~5.9 元/平方米；已售车位收费标准 40~80 元/月；商业项目收费标准 4.6~6.0 元/平方米，与新和昌物业公司目前的物业收费标准相适应。

作为本计划还款来源的物业费收入分为物业管理费、车位管理费和案场服务费。公司物业管理费收入存在一定的缴费逾期和欠费等情况。根据公司提供的历史物业管理费综合收缴率情况来看，2013~2015 年及 2016 年 1~11 月的综合年收缴率分别为 95.30%、91.68%、90.89%和 81.00%，考虑到部分业主会在年底 12 月份结清当年物业费，故预计 2016 年 1~11 月的综合收缴率将会与 2016 年全年综合收缴率相差较大，以上平均综合年收缴率为 87.60%¹。

¹ 公司仅提供了历史物业费收缴率，故此处平均综合年收缴率未参考车位费及案场费的综合收缴率。



表 3 2013~2015 年及 2016 年 1~11 月公司各地物业管理费收缴情况（单位：万元、%）

地区	2016 年 1~11 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率	实收金额	综合年收缴率
郑州市	1,136.14	82.87	1,161.20	95.74	799.61	92.20	527.98	95.33
武汉市	525.47	91.90	531.41	93.03	55.22	97.06	-	-
合肥市	792.01	91.34	622.61	97.83	340.14	98.70	237.35	98.81
扬州市	323.34	52.30	254.96	62.60	245.08	81.14	93.25	87.30
合计	2,776.96	81.00	2,570.17	90.89	1,440.05	91.68	858.58	95.30

数据来源：根据公司提供资料整理

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

物业服务合同存在较高的区域集中度风险，物业管理费收入主要来自多层、高层、洋房、公寓物业形态

截至 2016 年 11 月末，公司管理小区收费面积 250.84 万平方米，其中已接管项目物业收费面积 202.82 万平方米，预计接管项目物业收费面积 48.02 万平方米，两者在总收费面积中占比分别为 80.86%和 19.14%；公司管理小区物业管理费应收金额 5,513.82 万元，已接管项目和预计接管项目分别占比 78.08%和 21.92%。

表 4 截至 2016 年 11 月末公司管理物业交付情况（单位：万平方米、万元）

分类	收费面积	收费面积占比（%）	应收金额	金额占比（%）
已接管物业	202.82	80.86	4,305.20	78.08
预计接管物业	48.02	19.14	1,208.62	21.92
合计	250.84	100.00	5,513.82	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从入池物业项目地区分布来看，物业主要分布在郑州市、洛阳市、合肥市、扬州市和武汉市。其中，郑州市物业项目数量最多，物业管理面积最大，管理面积占整体入池面积比为 41.19%，基础资产物业合同存在较高的区域集中度风险。



表 5 入池物业按所处地区分类（单位：个、万平方米）

地 区	物业数量	物业面积	面积占比（%）
郑州市	10	103.33	41.19
合肥市	4	80.70	32.17
扬州市	5	39.48	15.74
武汉市	2	27.33	10.90
合 计	21	250.84	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年 11 月末，物业管理费收入主要来自多层高层、洋房及公寓，该项业态的物业管理面积为 215.43 万平方米，占有业态物业管理面积的 85.88%。

表 6 按物业所在区域所在地分业态的物业管理面积（单位：万平方米、%）

地区	多层/高层/洋房/公寓		别墅		商铺		写字楼		储物间	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州	86.60	40.20	10.47	67.17	6.26	38.97	0.00	0.00	0.00	0.00
合肥	75.55	35.07	0.00	0.00	3.92	24.36	0.00	0.00	1.24	100.00
扬州	30.83	14.31	5.12	32.83	3.53	21.99	0.00	0.00	0.00	0.00
武汉	22.46	10.43	0.00	0.00	2.36	14.69	2.51	100.00	0.00	0.00
合计	215.43	100.00	15.59	100.00	16.08	100.00	2.51	100.00	1.24	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司物业管理费受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，未来物业费收入具有一定的不确定性，物业服务合同存在较高的区域集中度风险，物业管理费收入主要来自多层、高层、洋房、公寓物业形态。

现金流分析

评估现金流

根据《预测报告》，以 2016 年 11 月 30 日为预测基准日，2017～2021 年为预测期间，本计划基础资产预测期内物业管理收费权现金流入合计为 27,835.48 万元。

本计划预测现金流入主要由物业管理费（已接管项目物业管理费和预计接管项目物业管理费）、车位费及案场服务费构成。其中，物业管理费中已接管项目物业管理费收入计算公式为物业费面积×收费标准×历史平均年缴费率；预计接管项目物业管理费收入计算公式为预售面积×收费标准×历史平均年缴费率。车位费计算公式为收费标准×（已售车位数+规划车位数）。此外，案场服务对象全部是关联方和昌置业有限公司及下属子公司，由于案场服务期间多为 1～5 年不等，具体以合同签订的服务期限、收费标准为基础测算案场服务费现

金流入。

表 7 预测现金流（单位：万元、倍）

板块	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
已接管项目物业管理费	3,784.40	3,784.40	3,784.40	3,784.40	3,784.40
预计接管项目物业管理费	1,014.44	1,124.35	1,124.35	1,124.35	1,124.35
车位费	273.75	281.22	281.22	281.22	281.22
案场服务费	501.92	501.92	429.15	285.00	285.00
合计	5,574.51	5,691.89	5,619.12	5,474.98	5,474.98

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

本计划存续期间由专项计划承担的费用包括但不限于在专项计划存续期内因其管理和处分专项计划资产而承担的税收（但计划管理人就其营业活动或收入而应承担的税收除外）和政府收费、计划管理人的管理费、监管人的监管费、托管人的托管费、交易所费用、登记结算公司费用、银行结算费和手续费、跟踪评级费、专项计划审计费、信息披露费、召开有控制权的资产支持证券持有人大会的会务费以及计划管理人须承担的但根据专项计划文件有权得到补偿的其他费用支出。

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

时间	当期预计现金流	当期信托贷款应付本息	相关费用	覆盖倍数	时间	当期预计现金流	当期专项计划应付本息	相关费用	覆盖倍数
T1	5,574.51	5,230.00	88.80	1.05	T1	5,574.51	4,697.80	11.94	1.18
T2	5,691.89	5,483.00	0.00	1.04	T2	5,691.89	4,817.80	11.58	1.18
T3	5,619.12	5,403.50	0.00	1.04	T3	5,619.12	4,615.00	11.19	1.22
T4	5,474.98	5,211.00	0.00	1.05	T4	5,474.98	4,400.50	10.80	1.24
T5	5,474.98	5,112.00	0.00	1.07	T5	5,474.98	4,366.50	10.41	1.25

注：1、T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

2、信托管理费按存续期间各期剩余本金总和的 0.15%核算并于 T1 期一次性收取；管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01%收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息；

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

基于《预测报告》对基础资产现金流的预测，在扣除相关费用后，当期预计现金流对当期信托贷款应付本息覆盖倍数大于 1.04 倍，当期预计现金流对当期专项计划应付本息覆盖倍数大于 1.18 倍，基础资产现金流对本计划优先级各期相关费用及应付本息能够足额覆盖。

压力测试

按照大公现金流预测方法，假定：新和昌物业所遵循的国家现行的方针政策无重大改变；新和昌物业在预测期间，国家现行的利率、汇率等无重大改变；新和昌物业所在地区的社会、政治、经济环境无



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

经过大公现金流压力测试，预计基础资产产生的现金流可以保障对本计划各期资产支持证券相关费用及应付本息按期、足额覆盖

大公根据基础资产各期现金流入情况及专项计划各期因缴纳税费及本息兑付导致的现金流出情况构建现金流分析模型，在前述基础资产现金流测算基础上，通过压力测试手段评估压力条件下本计划的兑付状况。大公主要采用的压力测试手段包括：通过考虑预计接管物业交付期的后置，对未来物业管理费现金流入总额进行加压；通过考虑收缴率的情况，对未来物业管理费现金流入总额进行加压；提高预期发行利率，对利率加压。本计划压力测试中共分 3 个压力测试情景，各压力测试情景是在前一压力测试情景基础上进行。

压力情景 1 下，根据基础资产统计分析，物业管理费含住宅类项目（含配套商业）共 13 个，13 个项目中已接管物业收费面积为 202.82 万平方米；预计接管物业收费面积 48.02 万平米。

表 9 预计接管项目物业费占预测总现金流比例（单位：万元、%）

时间	预计接管项目物业费	当期预计现金流	占比
T1	1,014.44	5,574.51	18.20
T2	1,124.35	5,691.89	19.75
T3	1,124.35	5,619.12	20.01
T4	1,124.35	5,474.98	20.54
T5	1,124.35	5,474.98	20.54

注：1、T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

预计 2017~2022 年完全交付的物业项目物业管理费分别占对应各年预计现金流的比例为 18.20%、19.75%、20.01%、20.54% 和 19.80%。

考虑到预计接管物业项目交付时间及进度具有一定的不确定性，且预计接管项目物业管理费占当年预计现金流入较大，基于谨慎性原则，大公在现金流压力测试情景 1 下考虑了各期预计接管物业交付进度的后置。

表 10 压力测试情景 1 下加压因素

时间	板块	因子	基准	压力测试数值
T1~T5	预计接管项目	交付进度	正常准时交付	各期进度后置 5.00%

注：T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

根据大公压力测试，在不考虑其他税费、计划管理人对专项计划账户内资金进行再投资和资金沉淀等情况下，在压力情景 1 下，专项计划各期预计现金流扣除当期应付费后，对当期信托贷款应付本息覆盖倍数为 1.03 倍以上，对当期专项计划应付本息覆盖倍数达到 1.16 倍以上，可以保障专项计划各期相关费用及应付本息按期、足额偿付。

表 11 压力测试情景 1 下预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

时间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T1	5,473.60	5,230.00	88.80	1.03	T1	5,473.60	4,697.80	11.94	1.16
T2	5,635.68	5,483.00	0.00	1.03	T2	5,635.68	4,817.80	11.58	1.17
T3	5,570.18	5,403.50	0.00	1.03	T3	5,570.18	4,615.00	11.19	1.20
T4	5,433.17	5,211.00	0.00	1.04	T4	5,433.17	4,400.50	10.80	1.23
T5	5,418.76	5,112.00	0.00	1.06	T5	5,418.76	4,366.50	10.41	1.24

注：1、T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

2、信托管理费按存续期间各期剩余本金总和的 0.15% 核算并于 T1 期一次性收取；管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01% 收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息；

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

压力情景 2 下，根据《预测报告》提供的历史物业管理费综合收缴率情况来看，2013~2015 年及 2016 年 1~11 月的综合年收缴率分别为 95.30%、91.68%、90.89% 和 81.00%²，以上平均综合年收缴率为 87.60%。在大公压力测试下，对于公司已接管项目后期交付的物业在参考历史物业的平均综合年收缴率基础上下降 5.00%；对于预计接管小区在参照该物业所在地区其他小区同业态的历史平均综合年收缴率基础上也下降 5.00%；同样，对于预计接管项目中以前年度从未出现的业态在参照新业态所在地区类似性质或用途业态的历史平均综合年收缴率基础上下降 5.00%。

² 考虑到部分业主会在年底 12 月份结清当年物业费，故预计 2016 年 1~11 月的综合收缴率将会与 2016 年全年综合收缴率相差较大。

表 12 压力情景 2 下加压因素（单位：%）

时间	因子	无损	平均综合年收缴率	压力情景
T1~T5	综合年收缴率	100.00	87.60	下降5.00

根据大公压力测试，在不考虑其他税费、计划管理人对专项计划账户内资金进行再投资和资金沉淀等情况下，在压力情景 2 下，专项计划各期预计现金流扣除当期应付费后，对当期信托贷款应付本息覆盖倍数为 0.87³倍以上，对当期专项计划应付本息覆盖倍数达到 1.02 倍以上，可以保障专项计划各期相关费用及应付本息按期、足额偿付。

表 13 压力测试情景 2 下预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

时间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T1	5,045.98	5,230.00	88.80	0.95	T1	5,045.98	4,697.80	11.94	1.07
T2	4,949.06	5,483.00	0.00	0.90	T2	4,949.06	4,817.80	11.58	1.02
T3	4,769.11	5,403.50	0.00	0.88	T3	4,769.11	4,615.00	11.19	1.03
T4	4,527.29	5,211.00	0.00	0.87	T4	4,527.29	4,400.50	10.8	1.03
T5	4,476.13	5,112.00	0.00	0.88	T5	4,476.13	4,366.50	10.41	1.02

注：1、T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

2、信托管理费按存续期间各期剩余本金总和的 0.15%核算并于 T1 期一次性收取；管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01%收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息；

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

正常情况下，计划管理人设定的华林新和昌 01~华林新和昌 05 的预期收益率分别为 5.00%、5.20%、5.50%、6.00%和 6.50%。压力测试情景 3 下，提高预期发行利率，使其在各期原有基础上提高 50BP。

表 14 压力测试情景 3 下加压因素（单位：%）

项目	因子	基准	压力测试数值
新和昌 01	预期发行 利率	5.00	5.50
新和昌 02		5.20	5.70
新和昌 03		5.50	6.00
新和昌 04		6.00	6.50
新和昌 05		6.50	7.00

根据大公压力测试，在不考虑其他税费、计划管理人对专项计划账户内资金进行再投资和资金沉淀等情况下，在压力情景 3 下，专项计划各期预计现金流扣除当期应付费后，对当期信托贷款应付本

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

息覆盖倍数为 0.87 倍以上，对当期专项计划应付本息覆盖倍数达到 1.01 倍以上，可以保障专项计划各期相关费用及应付本息按期、足额偿付。

表 15 压力测试情景 3 下预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）									
时 间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时 间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T1	5,045.98	5,230.00	88.80	0.95	T1	5,045.98	4,794.80	11.94	1.05
T2	4,949.06	5,483.00	0.00	0.90	T2	4,949.06	4,896.80	11.58	1.01
T3	4,769.11	5,403.50	0.00	0.88	T3	4,769.11	4,674.50	11.19	1.02
T4	4,527.29	5,211.00	0.00	0.87	T4	4,527.29	4,440.50	10.8	1.02
T5	4,476.13	5,112.00	0.00	0.88	T5	4,476.13	4,387.00	10.41	1.02

注：1、T1 为专项计划成立的第一个年度，以此类推；

2、信托管理费按存续期间各期剩余本金总和的 0.15% 核算并于 T1 期一次性收取；管理费为固定费用，存续期每年 10 万；托管费按存续期间各期剩余本金总和的 0.01% 收取；

3、当期现金流覆盖倍数=（当期预计现金流-相关费用）/应付本息；

数据来源：《预测报告》、《计划说明书》

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

物业交付使用前发生的前期物业管理服务费用，由建设单位承担；物业交付使用后至前期物业管理服务合同终止之日发生的前期物业管理服务费，由建设单位和物业买受人按照前期物业管理服务协议的约定承担。2013~2015 年，公司应收物业管理费中分别有 6.69%、7.55% 和 8.35% 为应收关联方和昌地产的物业管理费。根据《预测报告》，本计划有 7 个《物业合同》的现金流来自于和昌地产自有资金，存在一定的关联风险。

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

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

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



相关风险

资金混同风险

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

流动性风险

本计划优先级资产支持证券可以在深圳证券交易所的综合协议交易平台进行定向流通。在交易对手有限的情况下,资产支持证券持有人将面临无法在合理的时间内以公允价格出售资产支持证券而遭受损失的风险。

关联交易风险

本次入池物业均由特定原始权益人的关联方进行开发,开发商以自有资金向特定原始权益人支付物业服务费和案场管理费,若开发商欠费或不按期缴纳物业服务费和案场管理费,将对本专项计划基础资产未来现金流产生不利影响。

法律风险

目前,资产支持专项计划是证券市场的创新产品,和专项计划运作相关的政策、法律制度还不明确,如果有关政策、法律发生变化,可能会对专项计划产生不利影响。

增信措施分析

专项计划分层结构中次级资产支持证券对优先级资产支持证券提供了 11.82%信用支撑,具有一定的增信作用

本计划资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券,每年度专项计划偿付完毕优先级预期收益及本金后的剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。

次级资产支持证券规模为 0.26 亿元,占总发行金额的 11.82%;次级资产支持证券占有的现金流对本计划优先级资产支持证券提供了 11.82%的信用支撑。本计划通过资产支持证券分层的结构安排,降低

了优先级资产支持证券的风险，次级资产支持证券对优先级资产支持证券提供了一定的信用支持作用。

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

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

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

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

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

主要参与方

特定原始权益人：新和昌物业

新和昌物业系由陈星明和刘静于2008年共同出资设立，初始注册资本302万元，前身为河南怡丰物业服务服务有限公司，2016年7月18日更名为现名。经过数次增资扩股和股权转让后，截至2017年3月末，公司注册资本为5,000万元，由中瑞集团全资控股，实际控制人为万永兴。



新和昌物业经营范围为物业管理、酒店管理和房屋租赁。截至 2017 年 3 月末，新和昌物业是具备国家一级资质的物业服务企业，是郑州市物业管理协会常务理事单位，中国物业管理协会会员单位，在郑州、合肥、扬州、武汉、南京、苏州、洛阳、烟台、杭州等地开展物业管理项目。新和昌物业管理的物业类型主要包括洋房、别墅、小高层等住宅以及住宅区的配套商铺。

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

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

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

物业管理费是公司营业收入的主要来源；随着中瑞集团的房地产开发规模的稳定增长，新和昌物业营业收入呈增长趋势

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

2014~2016 年，公司物业管理费收入分别为 1,687.62 万元、2,950.28 万元和 3,820.76 万元，占营业收入的比重分别为 38.73%、51.21%和 51.61%，2015 年占比显著提高，2015、2016 年均保持在 50%以上。自 2014 年以来，中瑞集团的房地产开发规模、签约面积及结算面积稳定增长，因此新和昌物业的管理面积逐年扩大，收入大幅增加。未来公司物业管理费收入因管理面积不断扩大，将维持稳定增长。

2014~2016 年，公司车位服务费分别为 399.43 万元、400.57 万元和 402.72 万元，占营业收入的比重分别为 9.17%、6.95%和 5.44%，占比逐年下降。

表 16 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：万元、%）

项 目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2,511.63	100.00	7,402.93	100.00	5,761.67	100.00	4,357.24	100.00
物业管理费	1,207.80	48.09	3,820.76	51.62	2,950.28	51.21	1,687.62	38.73
车位服务费	147.01	5.85	402.72	5.44	400.57	6.95	399.43	9.17
案场服务费	509.74	20.30	2,015.44	27.22	1,982.37	34.41	1,737.59	39.88
前期介入费	-	-	559.09	7.55	101.96	1.77	378.16	8.68
其他	647.08	25.76	604.92	8.17	326.50	5.67	154.44	3.54
毛利润	298.54	100.00	1,065.98	100.00	986.36	100.00	649.58	100.00
毛利率	11.89		14.40		17.12		14.91	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2014~2016 年，公司案场服务收入分别为 1,737.59 万元、1,982.37 万元和 2,015.44 万元，逐年增长，占营业收入的比重分别为 39.88%、34.41%和 27.22%，逐年下降。同期，公司的前期介入费收入有所波动，分别为 378.16 万元和 101.96 万元和 559.09 万元；其他收入为水电费、会所收入、清洁服务费、工本费、临时充电费及维修服务费等，2014~2016 年，公司其他收入逐年增长，分别为 154.44 万元、326.50 万元和 604.92 万元，占营业收入比重逐年有所提高。

公司成本主要来自于人员及必要硬件设施支出。2014~2016 年，公司毛利率有所波动。未来 1~3 年，公司将通过车库及楼道照明节能改造、保洁外包、地区选用统一固定供货商、年度编制预算、月度编制资金计划及采购计划、设置利润绩效考核指标等措施来降低成本支出。预计未来 1~3 年，公司物业管理费收入将继续提升。

依托于中瑞集团，新和昌物业的业务发展较快，管理的物业业态丰富

公司立足郑州，坚持“全国化发展、集团化管控、规范化运营”发展战略，业务范围涉及郑州、洛阳、合肥、扬州、武汉等国内重点城市十多个项目。截至 2016 年 11 月 30 日，公司累计接管项目 11 个，管理建筑面积 202.82 万平方米，储备面积 175.76 万平方米，其中包括写字楼、商铺、高层、小高层、洋房、电梯洋房、联排别墅、叠拼别墅、公寓等物业形态。公司管理规模逐年递增，主要依托于中瑞集团所提供的资源。新和昌物业作为中瑞集团的子公司，负责中瑞集团旗下超过 90%的房地产项目物业管理，从商业定位到业态规划，从前期介入到商家入驻，新和昌物业作为资产运营者的身份全程参与其中。

总体来看，依托于中瑞集团资源，公司的业务发展较快，管理的物业业态丰富。



2014年以来，公司总资产规模逐年增长，以流动资产为主，资产流动性较好；随着业务规模的扩张，公司负债大幅上升；经营性净现金流有较大波动

新和昌物业提供了 2014~2016 年财务报表及 2017 年 1~3 月财务报表。瑞华对公司 2014~2016 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

从资产质量方面来看，2014~2016 年末，新和昌物业的总资产逐年增长，其中 2016 年末总资产增幅较大，比上年末增长 201.13%，其中货币资金增长 1,889.34 万元，主要来自中瑞集团增资；其他应收款增加 3,706.61 万元，增长部分以与股东的往来款为主；其他流动资产增加 1,470.02 万元，主要因为新购买理财产品 1,370.00 万元。由于新和昌物业主营业务为物业管理费和案场服务费，其非流动资产很少，流动资产占总资产的 98%以上。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。2014~2016 年末，公司货币资金逐年增加，占总资产比重有所波动，分别为 25.63%、22.87%和 24.60%，货币资金主要由银行存款构成；公司应收账款总规模有所波动，占总资产比重分别为 15.94%、20.39%和 58.90%，账龄主要在 1 年以内；公司其他应收款逐年增加，但占总资产比重逐年下降，分别为 55.19%、52.79%和 50.90%，截至 2016 年末，公司其他应收款余额排前五名的债务人欠款总计 5,552.16 万元，构成其他应收款总额 98.19%。2014~2016 年末，公司非流动资产占总资产的比重有所波动，分别为 2.83%、3.20%和 1.36%。公司非流动资产由固定资产和长期待摊费用组成，固定资产主要由运输设备、工具设备和电子设备等构成，长期待摊费用为装修费。2016 年新增其他流动资产余额 1,470.02 万元，主要由理财产品构成，理财产品金额 1,370.00 万元，占其他流动资产比重为 93.20%。

从资本结构方面来看，2014~2016 年末，随着公司的业务扩张，其债务规模逐年增长。2014 年以来，公司负债全部为流动负债，主要由预收账款、其他应付款和应付职工薪酬等构成。截至 2016 年末，公司预收账款全部为物业管理费；其他应付款主要为押金保证金和代收代缴。2014~2016 年末，应付职工薪酬占总负债的比重逐年下降，分别为 14.32%、5.39%和 2.61%。

2014~2016 年末，公司所有者权益逐年增加，分别为 626.23 万元、833.53 和 5,511.68 万元，2016 年所有者权益较上一年涨幅达到 561.25%，增长主要来自原股东增资 4,500.00 万元。2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 76.06%、77.41%和 49.51%，2016 年资产负债率显著下降，主要由原股东增资，所有者权益占总资产比例上升所致；同期，公司流动比率分别为 1.28 倍、1.25 倍和 1.99 倍；速动比率分别为 1.27 倍、1.25 倍和 1.99 倍，2016 年短期偿债能力显著提



高。

从盈利能力方面来看，随着中瑞集团的房地产业务不断扩张，房屋销售逐年增长，2014~2016 年，公司营业收入逐年上升，分别为 4,357.24 万元、5,761.67 万元和 7,402.93 万元；公司同期毛利率有所波动，分别为 14.91%、17.12%和 14.40%。

2014~2016 年，公司利润总额逐年增加，分别为 29.21 万元、261.76 万元和 370.97 万元；同期，总资产报酬率和净资产收益率均有所波动。

表 17 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月新和昌物业主要财务指标（单位：万元、%）

项 目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
期末总资产	11,006.28	11,108.98	3,689.10	2,616.11
期末非流动资产合计	152.96	150.58	118.16	74.13
期末流动资产合计	10,853.32	10,958.40	3,570.94	2,541.98
期末负债总额	5,418.88	5,500.28	2,855.57	1,989.88
期末所有者权益	5,587.40	5,608.70	833.53	626.23
营业收入	2,511.63	7,402.93	5,761.67	4,357.24
期间费用	297.40	812.82	397.00	363.44
利润总额	-20.76	370.97	261.76	29.21
经营性净现金流	-2,559.47	2,620.53	230.79	473.60
投资性净现金流	-20.44	-5,239.19	-57.64	-119.68
筹资性净现金流	0.00	4,508.00	0.00	100.00
期末资产负债率	49.23	49.51	77.41	76.06
毛利率	11.87	14.40	17.12	14.91
净资产收益率	-0.38	4.85	24.87	-3.73
经营性净现金流/流动负债	-47.23	47.64	9.53	32.11
经营性净现金流/总负债	-47.23	47.64	9.53	32.11

数据来源：新和昌物业 2014~2016 年审计报告及 2017 年一季报

从现金流方面来看，2014~2016 年，公司经营性净现金流有较大波动，主要受到应收账款回收情况的影响；同期，投资性现金流持续为净流出；筹资性现金流在 2014 年为净流入，2015 来无筹资活动，2016 年为净流入，主要是由中瑞集团以货币形式出资，公司增加注册资本 4,500.00 万元所致。

截至 2017 年 3 月末，公司无受限资产和对外担保。

原始权益人/担保人：中瑞集团

中瑞集团前身是成立于 2005 年 12 月由河南中瑞集团有限公司、李学锋、李蓉、韩冀峰及刘轶共同出资组建的河南中瑞投资有限公司（以下简称“中瑞投资”），注册资本 5,000.00 万元，其中河南中瑞集团有限公司持股 80.00%。2008 年 8 月，李学峰、李蓉和韩冀峰将所



持有的中瑞投资 10.00%、2.00%和 7.20%股权分别转让给万永兴和刘轶；2010 年 11 月，河南中瑞集团有限公司将所持有的中瑞投资 56.00%和 24.00%的股权分别转让给万永兴和刘轶，转让后，万永兴和刘轶分别持有中瑞投资 70.00%和 30.00%的股权；2010 年 12 月，和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）以货币方式增资 2.50 亿元，中瑞投资注册资本增至 3.00 亿元，和昌地产持股 83.33%；2011 年 1 月，和昌地产将持有的中瑞投资 58.33%股权转让给万永兴，持有的中瑞投资 25.00%股权转让给刘轶，截至 2011 年 1 月末，万永兴持有中瑞投资 70.00%股权，刘轶持有中瑞投资 30.00%股权。2015 年 12 月，中瑞集团变更为现名，同期郑州瑞昌企业管理咨询有限公司（以下简称“郑州瑞昌”）以货币方式增资 50.00 亿元，其中 17.00 亿元增加注册资本，33.00 亿元增加资本公积，中瑞集团注册资本增至 20.00 亿元，郑州瑞昌持有中瑞集团 85.00%股权，万永兴直接持有中瑞集团 10.50%股权，刘轶直接持有中瑞集团 4.50%股权，同时万永兴和刘轶分别持有郑州瑞昌 70.00%和 30.00%股权，故中瑞集团实际控制人为万永兴。截至 2017 年 3 月末，中瑞集团注册资本为 20.00 亿元，控股股东为郑州瑞昌，实际控制人为万永兴。

中瑞集团主要业务包括大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发三大领域，目前已形成以供应链管理为核心，以供应链金融和房地产开发为支撑的业务发展格局。中瑞集团大宗商品供应链管理板块主要商品种类包括煤炭、有色金属类、油品及粮棉类等大宗商品，中瑞集团通过整合和挖掘大宗商品流通领域的各个环节，提升采购、掺配、运输和销售等各链条的效率和价值，为客户提供一站式的供应链服务，同时开发“易煤网”等互联网平台，中瑞集团将互联网与大宗商品相结合，为产业链上下游企业提供交易、信息、金融等服务。中瑞集团房地产业务主要为定位于二线省会城市的住宅开发，产品类型丰富。

截至 2016 年末，中瑞集团纳入合并报表范围的全资及控股子公司合计 87 家，其中一级子公司共有 8 家。煤炭供应链管理 & 供应链金融的主要经营主体为二级子公司瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”，股票代码：600180.SH），有色金属业务经营主体为二级子公司上海远宜国际贸易有限公司⁴（以下简称“上海远宜”），中瑞集团通过郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）间接持有瑞茂通 6.18 亿股，持股比例为 60.81%，截至 2017 年 6 月 14 日，郑州瑞茂通累计质押、冻结的瑞茂通股份数为 5.15 亿⁵股，占持股总数的 83.31%。房地产板块经营主体和昌地产业务位列克而瑞发布的“2016 中国房地产企业销售金额排行榜”第 96 位。

⁴ 上海远宜成立于 2013 年，注册资金 5,000 万元，主要从事大宗商品供应链管理 & 贸易业务，2015 年 10 月并入中瑞集团合并范围，2014 年中瑞集团实际控制人万永兴将下属其他公司既有业务注入上海远宜，使上海远宜业务规模扩大，收入大幅增长。

⁵ 中瑞集团质押的瑞茂通股票主要为了融资，融入的资金用于中瑞集团日常运营。



中瑞集团主要从事供应链管理、供应链金融以及房地产开发业务，其中供应链管理是主要的收入来源；2014年以来，中瑞集团收入和毛利润逐年增长，毛利率逐年下降

中瑞集团主要从事煤炭等能源类、有色金属等大宗商品供应链管理、供应链金融和房地产开发及运营业务。2014年以来，中瑞集团供应链管理业务对其收入贡献度一直保持在75%以上，是中瑞集团收入的主要来源，对毛利润的贡献度有所波动；房地产业务毛利润有所波动，2014~2016年房地产业务对中瑞集团毛利润的贡献度分别为51.61%、44.65%和46.13%，有所波动；其他业务主要为物业等辅业，收入规模较小。

2014~2016年，中瑞集团经营规模不断扩大，营业收入逐年增长，其中2016年营业收入和毛利润同比分别增长79.58%和44.37%，主要是煤炭和有色金属等贸易规模扩大所致。分业务板块看，2014~2016年，供应链管理业务收入逐年增长，2016年同比增长76.43%，主要是煤炭和有色金属贸易规模的扩大所致；供应链金融业务收入主要为中瑞集团向供应链管理业务上下游客户提供保理等金融服务产生的利息收入，该板块收入有所波动，其中2015年同比增加4.62亿元，一方面由于电厂回款周期延长，市场对应收账款保理业务需求增加，另一方面中瑞集团加强拓展供应链金融业务，并于2015年成立“易煤网”等互联网平台，线上带动整体业务增加，2016年该业务收入同比减少3.49%；2014~2016年，中瑞集团房地产业务收入有所波动，其中2015年同比小幅下降，主要由于当期交付结转项目的销售均价较低所致，2016年同比大幅增加41.30亿元，主要是当期竣工结转项目较多，房地产结转收入大幅上升所致。

2014~2016年，中瑞集团毛利润逐年增长，其中供应链管理业务毛利润有所波动，2015年同比减少12.65%，主要由于煤炭及有色金属等大宗商品价格下降，贸易利润空间缩紧，毛利率同比有所下降，2016年同比大幅增长61.19%，主要是业务量的大幅增加所致；供应链金融业务毛利润逐年增长；房地产板块毛利润有所波动，其中2016年受结转收入大幅提升的影响，该板块毛利润同比增长49.05%。



表 18 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月中瑞集团营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	85.79	100.00	415.50	100.00	231.37	100.00	209.22	100.00
供应链管理	78.65	91.68	328.40	79.04	186.14	80.45	166.97	79.81
供应链金融	4.17	4.86	8.30	2.00	8.60	3.72	3.97	1.90
房地产	2.57	3.00	77.82	18.73	36.51	15.78	38.27	18.29
其他	0.40	0.47	0.98	0.24	0.12	0.05	-	-
毛利润	6.23	100.00	37.63	100.00	26.06	100.00	25.31	100.00
供应链管理	2.03	32.58	13.25	35.20	8.22	31.53	9.41	37.18
供应链金融	3.77	60.51	6.87	18.26	6.12	23.48	2.84	11.21
房地产	0.37	5.94	17.35	46.13	11.64	44.65	13.06	51.61
其他	0.06	0.96	0.16	0.42	0.09	0.34	-	-
毛利率	7.27		9.06		11.26		12.10	
供应链管理	2.58		4.03		4.41		5.64	
供应链金融	90.39		82.79		71.17		71.37	
房地产	14.40		22.30		31.87		34.13	
其他	15.21		15.90		71.22		-	

数据来源：根据中瑞集团提供的资料整理

从毛利率来看，2014~2016 年，中瑞集团毛利率逐年下降，从业务板块看，供应链管理毛利率整体较低，且逐年下降，主要是贸易产品下游需求不足，产品价格较低所致；供应链金融板块毛利率有所波动，但整体处于较高水平，2016 年同比增加 11.62 个百分点，主要由于供应链金融业务的资金来源中自有资金和关联公司借款占比增加，外部借款占比下降，由此导致资金成本的减少；房地产板块毛利率逐年下降，其中 2016 年同比降低 9.57 个百分点，主要是当期结转项目毛利率较低所致。

2017 年 1~3 月，中瑞集团营业收入和毛利润分别为 85.79 亿元和 6.23 亿元，同比分别增长 90.81%和 24.35%，毛利率为 7.27%，同比减少 3.87 个百分点，各版块毛利率均呈现不同程度下降。其中供应链管理收入同比大幅增加 41.19 亿元，毛利润同比增长 30.13%，主要是中瑞集团煤炭及有色金属等贸易业务量持续增加所致，但毛利率同比减少 1.58 个百分点；供应链金融业务营业收入同比增长 85.33%，主要由于前期积累，致使中瑞集团客户量增加，业务规模扩大，毛利率为 90.39%，同比增加 11.28 个百分点，主要是利用自有资金及关联公司借款进行保理业务的占比增加，资金成本下降，受此影响，该板块毛利润同比增加 1.99 亿元；同期，中瑞集团房地产业务收入同比下降 49.51%，主要是竣工交付结算项目的减少所致，毛利率为 14.40%，同比大幅下降 18.02 个百分点，主要是个别项目毛利率降幅较大所致，受此影响，房地产业务毛利润大幅下降 1.28 亿元。



未来1~2年，中瑞集团主营业务将保持稳定，随着业务规模的扩大，中瑞集团营业收入将保持增长。

● 供应链管理

中瑞集团供应链管理业务主要由瑞茂通和上海远宜经营，主要财务指标如表19所示。瑞茂通主要业务为煤炭供应链管理业务，以及油品和铁矿石等贸易业务，上海远宜主要进行铜、锌以及镍等有色金属贸易和燃料油贸易业务。上海远宜资产负债率一直处于极高水平，盈利能力较弱，2017年一季度营业利润出现亏损。

表19 2015~2016年及2017年1~3月中瑞集团供应链管理主要经营主体财务情况（单位：亿元、%）

期间		期末持股比例	期末资产总额	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2017年1~3月	瑞茂通	60.81	171.23	71.44	53.33	2.67	-7.63
	上海远宜	100.00	36.49	94.23	29.11	-0.01	43.17
2016年	瑞茂通	60.81	163.75	71.73	212.34	5.27	-40.94
	上海远宜	100.00	34.10	93.52	102.20	0.16	18.89
2015年	瑞茂通	60.81	114.70	63.97	94.05	4.26	3.74
	上海远宜	100.00	28.58	98.08	85.37	0.24	1.12

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2014年以来，供应链管理业务收入逐年增长，煤炭和有色金属板块是供应链管理业务的主要收入来源

供应链管理板块是中瑞集团的传统板块，该板块经营产品以煤炭、有色金属产品和油品为主，其他产品主要包括铁矿石、棉花以及化工等产品。2014年以来，中瑞集团供应链管理业务营业收入逐年增长，毛利润有所波动，毛利率逐年下降，煤炭和有色金属业务收入是供应链管理板块的主要收入和毛利润来源。

2014~2016年，随着煤炭贸易量的扩大，中瑞集团煤炭板块收入逐年增长，毛利润和毛利率均有所波动，2015年，毛利润和毛利率均有所下降，主要由于2015年煤炭产品价格大幅下降，利润空间缩小，但由于中瑞集团供应链管理提供的服务市场竞争力较强，附加值较高，致使该板块毛利率水平与传统煤炭贸易行业相比整体偏高；有色金属板块收入有所波动，毛利润和毛利率逐年下降，其中2016年板块营业收入同比增长49.47%，主要是有色金属贸易规模扩大所致，毛利率同比减少1.01个百分点，主要是中瑞集团放弃了部分盈利以扩大业务规模所致，受毛利率大幅下降的影响，有色金属板块毛利润同比减少0.31亿元；同期，随着油品贸易规模不断增加，该板块收入和毛利润逐年增长，毛利率有所波动；中瑞集团其他产品营业收入和毛利润逐年大幅增长，毛利率逐年下降，其中2015年收入同比大幅增加16.09亿元，主要由于新增棉花、聚醚酮等贸易业务所致，2016年受贸易规模扩大影响，板块收入同比大幅增加25.18亿元，毛利润同比

增加0.22元，主要是中瑞集团新增沥青、铁矿石和棉花等业务品种所致，受部分新增业务毛利率较低影响，当期其他业务毛利率同比下降0.29个百分点。

表 20 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月中瑞集团供应链管理营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	78.65	100.00	328.40	100.00	186.14	100.00	166.97	100.00
煤炭	32.59	41.44	138.23	41.04	78.75	42.31	74.83	44.82
有色金属	30.26	38.47	111.79	33.19	74.79	40.18	76.55	45.85
油品	1.92	2.44	29.98	8.90	9.38	5.04	8.46	5.07
其他	13.88	17.65	48.40	14.37	23.22	12.47	7.12	4.27
毛利润	2.03	100.00	13.25	100.00	8.22	100.00	9.41	100.00
煤炭	1.89	92.95	11.02	83.19	6.12	74.46	7.47	79.36
有色金属	0.11	5.66	1.36	10.28	1.67	20.29	1.72	18.30
油品	0.02	0.91	0.36	2.70	0.14	1.69	0.12	1.28
其他	0.01	0.47	0.51	3.83	0.29	3.55	0.10	1.06
毛利率	2.58		4.03		4.41		5.64	
煤炭	5.79		7.97		7.77		9.98	
有色金属	0.38		1.22		2.23		2.25	
油品	0.97		1.19		1.48		1.42	
其他	0.07		1.05		1.26		1.40	

数据来源：根据中瑞集团提供的资料整理

2017 年 1~3 月，随着中瑞集团贸易规模的扩大，供应链管理营业收入和毛利润均有所增长，毛利率有所下降。其中煤炭收入及毛利润同比分别增长 95.38%和 38.97%，毛利率同比下降 2.38 个百分点，主要是一季度煤炭市场行情波动较大，导致整体毛利被摊薄；油品毛利率同比大幅下降 7.61 个百分点，主要是油品价格大幅下降所致，受此影响，油品毛利润同比减少 0.08 亿元；同期，中瑞集团其他产品收入同比大幅增加 10.93 亿元，毛利润同比由亏损转为盈利，毛利率由负转正，但仍处于较低水平。

中瑞集团利用供应链管理理念，将物流、业务流、信息流以及资金流贯穿于煤炭贸易的全过程，使中瑞集团盈利能力较传统贸易企业有所提高

中瑞集团将供应链管理理念运用到自身传统煤炭贸易业务中，通过多品种、多地区煤炭采购，科学掺配和高效运输配送，以及账期管理和信息互通，将煤炭从煤矿运至终端用户企业这一过程中涉及的物流、业务流、信息流以及资金流等连成一体，及时满足下游用户的用煤需求，降低用煤成本和保证煤炭的质量。

中瑞集团供应链管理业务拥有 30 余个采购网点，全面覆盖国内主

要大宗商品生产和消费区，同时，中瑞集团在印度尼西亚、新加坡和香港成立分公司，在澳大利亚、南非设立办事处，通过境外采购平台，促进大宗商品的采购网络全球化。同时中瑞集团依靠遍布全国的一线业务人员每天传回的专业市场行情监测数据，建立了自身的煤炭市场行情数据库，实时监测市场行情变动，为经营决策提供数据支撑，能够按照客户需求及时准备货源，并保证采购价格最低。

中瑞集团下游客户较为稳定，可以根据客户需求，统一安排采购，并依据上游货源分布情况，将各种货物重新组合，设计最经济的路线，进行统一发送，从而实现对运输费用的优化。传统的煤炭贸易业务一般不经过仓储和加工环节，直接在市场上采购终端客户需求产品，由于终端客户需求的产品品种较为多样，且煤炭属于非标产品，直采无法快速寻找到适合货源，一定程度上抑制传统贸易商发展。中瑞集团通过整理汇总下游客户需求，采购到合适货源后，通过洗选配等加工方式，将原煤进行处理，将加工后产品和副产品，依据不同客户需求再次配送，能够提高了煤炭的质量和利用率，并及时满足客户需求，使中瑞集团获得比简单传统的煤炭贸易类企业更高的利润率。

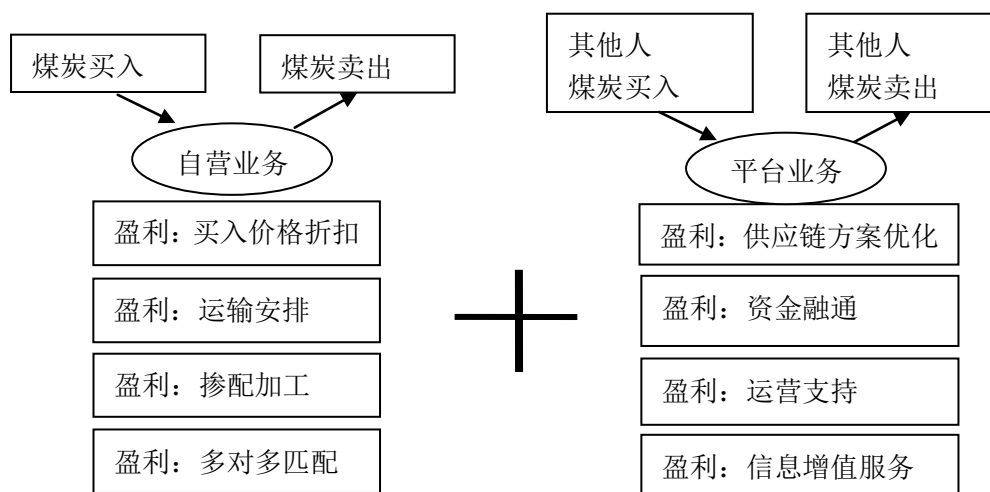


图2 中瑞集团业务盈利模式说明图

资料来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团引入 ERP 系统，改进了管理理念和管理模式，通过对采购、仓储、物流、加工以及销售整个供应链的流程进行把控，提升了其数据整合能力。此外，中瑞集团运用互联网思维，建设全球化大型煤炭电子商务平台“易煤网”，并于 2015 年 3 月正式上线，易煤网构建了易煤商城、撮合交易、团购业务、易煤金融、煤矿专区、阳光采购、物流、行情资讯以及数据中心于一体的运营模式，截至 2017 年 6 月 19 日，易煤网注册会员超过 6,900 户，累计交易量为 12,375 万吨，成交金额为 497.30 亿元。易煤网的搭建，将集合供应链各环节参与者，是中瑞集团的信息化支撑平台，有助于了解市场供需信息。易煤



网发布的易煤长江口动力煤价格指数（英文简称：YRSPI）于 2016 年 7 月 19 日正式纳入中国煤炭价格指数指标体系，发布渠道包括易煤网、中国煤炭市场网、国家煤炭网和纳入指数数据采集体系的主要港口单位的信息平台等。同时中瑞集团通过易煤网搭建资金管理平台系统，利用平台发展供应链金融服务，在煤炭供应链基础之上开展商业保理业务，将上下游客户应收账款盘活，为其提供资金支持。易煤网与第三方银行合作开发的支付平台目前已经投入使用，随着支付平台运用的逐渐推广，将进一步提供中瑞集团对上下游客户的影响力。

总体看，通过几十年的发展，中瑞集团积累了丰富的上下游客户群，为供应链管理奠定基础。中瑞集团利用国内外多品种货源、统一安排配送、依据下游客户需求进行掺配的增值服务，提高原煤利用率；利用内部信息系统和外部互联网平台，提供信息支撑；利用资金实力，为上下游提供资金融通，将物流、业务流、信息流以及资金流贯穿于煤炭贸易的全过程，使中瑞集团较传统贸易企业盈利能力有所提升。

中瑞集团对煤炭等相关业务实施套期保值，降低大宗商品价格波动带来的风险，同时采取锁定汇率措施，降低汇率波动风险

中瑞集团 2011 年在上海和新加坡建立期货运营团队，为中瑞集团的现货交易在期货市场进行套期保值，并根据现货业务进行实时调整。期现结合的交易模式较传统的纯现货模式而言，更能提早锁定利润，并能适应市场价格的双向波动，降低中瑞集团供应链管理板块因市场原因造成的盈利不稳定。中瑞集团期货业务在建立空头仓位时，交易团队会就仓位规模和对应的覆盖比率会同现货团队进行预先规划，根据对市场以及行情等综合因素对交易要素进行调整，期货合约对现货的覆盖比率区间正常控制在 40%至 80%，并规定不超过 100%。中瑞集团加强套期保值业务的风险管控，以分管高管和首席风控官为主管，以产业运营部门、财务部门和期货团队内部风控岗位为辅助，实现四位一体的风险控制体系，从交易策略的整体制定、具体执行和最终结果分析，进行风险把控。

中瑞集团现货业务中的进口业务周期较长，价格波动风险大，且单笔业务金额较大，2014 年以来，中瑞集团通过动力煤期货针对现货的风险敞口进行套期保值，其具体操作原理是在进口过程中或者库存过程中货品面临着价格下跌风险，为了规避价格下跌带来的货物贬值风险，中瑞集团通过动力煤期货进行全部或者部分货物价格锁定，即在期货盘面上卖出开仓对应数量的动力煤期货合约，如果市场价格下跌，则期货空头头寸的赢利弥补现货部分的跌价；如果价格上涨，则现货的赢利弥补期货亏损。中瑞集团有色产品、油品及其他业务都根据业务需求进行不同程度的套期保值。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，中瑞集团套期保值投资收益 1.02 亿元、0.22 亿元、2.53 亿元和 0.91 亿元，主要是依靠在煤炭行业的多年经营经验和对市场行情的准



确把握，运用套期保值交易，期货盈利弥补现货的跌价损失，对业务实现支撑。

2014 年以来，中瑞集团进口煤炭采购总量呈高增长态势。由于国外采购主要采用美元计价，国内销售采用人民币计价，同时进口煤炭由于运距、到港装卸等诸多因素，导致销售周期远高于内陆贸易，因此人民币汇率波动在一定程度上会直接影响到中瑞集团的利润水平。对此中瑞集团已经成立专门部门对汇率风险进行对冲，降低汇率波动对其盈利产生的不利影响，但若人民币出现大幅贬值，将会增加中瑞集团的采购成本，降低盈利空间，需持续关注汇率变化对中瑞集团经营带来的不确定性。

产品 1：煤炭

中瑞集团建立了完整的煤炭供应链管理体系，2014 年以来，煤炭供应链管理业务快速发展，上下游客户均较为分散

中瑞集团煤炭供应链运营管理体系包括采购服务、煤炭掺配、物流配送、资源分销、交易撮合以及信息咨询等服务，为下游客户高效配置煤炭资源，降低用煤成本；为上游供应商分销煤炭，及时回笼资金；同时为中间贸易商撮合交易，搭建平台，从上游煤炭采购延续到下游的煤炭分销，建立了完整的煤炭供应链管理体系。

中瑞集团主要经营产品为动力煤，随着业务规模的快速扩张，中瑞集团加大了上游资源的整合力度，同时加强采购渠道多元化，从 2010 年开始实施国际采购，且采购量逐步提升。中瑞集团进口煤炭主要来源于印度尼西亚、澳大利亚、菲律宾和俄罗斯等国的主要煤炭生产及贸易商，进口煤炭主要为 FOB 方式，采用国际信用证结算。国内煤炭主要来源于山西、陕西、河南、甘肃、内蒙古、宁夏及青海等地区，以山西煤炭为主，占国内采购量的 70% 左右。国内煤炭采购方面，中瑞集团主要遵循“以销定采”及“包销”等贸易模式，结算方式主要有电汇、银行承兑汇票等，对于长期合作的国有企业及矿务局等，中瑞集团一般为预付 60%~80%。中瑞集团煤炭采购集中度较低，2014~2016 年中瑞集团前五名供应商采购额分别为 17.12 亿元、16.96 亿元和 23.42 亿元，占采购额比重分别为 24.08%、24.14% 和 18.41%，上游客户较为分散。

中瑞集团煤炭销售主要为国内销售，下游客户主要为电力、冶金、化工以及建材等大型企业，以电力行业为主，电力行业约占中瑞集团总销售额的 70%，中瑞集团与中国华能集团公司为首的五大电力集团均有广泛合作。中瑞集团与长期合作客户签订长期协议，约定年度采购量、月度执行量等，有利于销售稳定性。2014~2016 年中瑞集团前五名销售客户销售额分别为 21.35 亿元、13.68 亿元和 26.21 亿元，占销售额比重分别为 25.60%、19.48% 和 18.96%，销售集中度较低。2014~2016 年，随着中瑞集团煤炭贸易业务规模的扩大，煤炭采购量和销售量均逐年增长；同期，中瑞集团煤炭产品采购和销售价格

受行业景气度影响而有所波动，其中2015年，煤炭产品的采购均价和销售均价同比分别下降29.35%和31.05%；2016年，受行业景气度回暖影响，中瑞集团煤炭产品采购均价和销售均价同比分别上涨14.23%和14.54%。

表 21 2016 年中瑞集团煤炭供应链管理业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
蔚县启达商贸有限公司	5.44	4.27	中国华能集团燃料有限公司	8.65	6.26
Caravel Carbons Limited	5.34	4.20	上海时代航运有限公司	5.02	3.63
PT. KALTIM PRIMA COAL	4.59	3.61	国家电投集团物流有限责任公司江西分公司	4.73	3.42
PT. INDIKA CAPITAL INVESTMENTS PTE LTD	4.31	3.39	深圳前海裕隆达供应链有限公司	3.94	2.85
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司运销处	3.74	2.94	华能沁北发电有限责任公司	3.87	2.80
合计	23.42	18.41	-	26.21	18.96

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

同时，中瑞集团依托多年的煤炭行业经营经验，从2015年下半年开始向上游贸易商提供融资服务，通过收取一定利息费用帮助上游贸易商盘活资金。上游贸易商负责向下游电厂发货，待下游电厂确认收货后，中瑞集团会向贸易商支付60%~70%货款，当电厂向中瑞集团支付全额货款后，中瑞集团会将扣取利息后的剩余货款支付给上游贸易商，收取利息的利率在10%~12%左右。中瑞集团垫资服务选择的上游客户一般为长期合作客户，下游电厂主要为中国大唐集团公司、中国华电集团公司等五大发电集团下属电厂，资质和信誉度较高，有助于中瑞集团把控风险。

表 22 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月中瑞集团煤炭产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
采购均价	399	297	260	368
采购量	内贸	416	2,416	1,191
	外贸	354	1,859	1,617
	合计	770	4,276	2,808
销售均价	423	323	282	409
销售量	770	4,276	2,793	1,830

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

产品 2：有色金属

中瑞集团有色金属业务采取以重点客户直供为主、零售为辅的模式进行销售，较为灵活；2014 年以来，有色金属业务规模快速发展。中瑞集团有色金属板块经营的产品主要为铜、锌、镍等产品。

2014 年以来，该板块营业收入有所波动，铜、锌产品的贸易收入为该板块收入主要来源。中瑞集团通过协调整合供应链上下游资源，针对产业链各环节客户需求，提供不同供应链服务模式，采用期现结合、统购分销、合资公司、代理贸易、平台服务等经营手段，以实现从采购、运输、生产到市场营销、分销终端各环节全程一站式供应链服务。

表 23 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月中瑞集团有色金属营业收入构成情况（单位：亿元、%）								
项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜	21.75	71.87	86.31	76.23	41.13	54.99	42.10	55.00
锌	4.80	15.85	19.87	17.55	22.44	30.00	22.95	29.98
镍	0.30	0.98	1.37	1.23	7.48	10.00	7.67	10.02
其他	3.42	11.30	4.24	3.79	3.74	5.00	3.83	5.00
合计	30.26	100.00	111.79	100.00	74.79	100.00	76.55	100.00

数据来源：根据中瑞集团提供的资料整理

采购方面，中瑞集团通过与上游供应商签订年度采购框架合同，每笔业务前发送订单双方确认的方式来确定采购数量和品种，以及单笔采购合同等形式进行采购，中瑞集团采购主要采取“以销定采”的模式，并保持一定库存，由于有色金属采购及销售价格波动对盈利影响较大，中瑞集团严格控制库存，坚持快进快出的经营策略，同时采取加强绩效考核、保持存货结构均衡、形成市场跟踪机制、灵活调整采购量、期现结合等措施来尽可能规避存货价格大幅波动等极端情况带来的风险。中瑞集团有色金属采购集中度较为适中，2014~2016 年中瑞集团前五名供应商采购额分别为 23.21 亿元、30.60 亿元和 37.09 亿元，占有色金属采购额比重分别为 31.02%、41.85%和 33.59%。

表 24 2016 年中瑞集团有色金属贸易板块前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）					
供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
正丰国际贸易（江苏）有限公司	24.57	22.25	浙江宏磊控股集团有限公司	9.34	8.35
铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	3.83	3.47	上海海亮铜业有限公司	8.01	7.16
上海新海成企业有限公司	3.50	3.17	上海帕洛帝尔实业有限公司	4.81	4.30
东营方圆有色金属有限公司	2.61	2.36	三菱商事（上海）有限公司	2.99	2.67
供通云供应链有限公司	2.58	2.34	均和（厦门）控股有限公司	2.68	2.40
合计	37.09	33.59	-	27.82	24.89

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

销售模式上，中瑞集团采用“重点客户直供”与“市场零售”相结合的模式。其中，“重点客户直供”销售收入占有色金属业务销售收入的 70%左右，该模式下，中瑞集团根据客户的需要进行采购，货



物直接由供应商送至客户指定地点，有利于减少物流仓储成本、提高资产流动性。在销售价格方面，中瑞集团根据市场价格情况、下游企业议价能力以及中瑞集团自身资金周转情况确定，对于重点客户，中瑞集团会在零售价格的基础上结合市场的供需情况给与一定优惠。从结算方式看，中瑞集团给予重点客户 3 个月以内的账期，一般采取银行承兑汇票或信用证等方式进行结算，对于零售客户采取现货现款的方式进行结算，以加速资金回笼并降低回款风险。2014 年以来，金属贸易业务规模快速增长，2014~2016 年中瑞集团前五名销售客户销售额分别为 42.36 亿元、47.40 亿元和 27.82 亿元，占有色金属销售额比重分别为 55.34%、63.38%和 24.89%，销售集中度有所波动，其中 2016 年集中度大幅下降 38.49 个百分点，主要是下游客户群体和数量有所扩大，且新增客户对销售额的贡献度较大，由此导致销售集中度的下降。

产品 3：油品及其他

中瑞集团油品贸易业务尚处于前期发展阶段，销售模式变化较大

中瑞集团油品贸易经营产品主要包括燃料油、成品油及沥青等石油化工品等。油品贸易采购模式分为与上游供应商签订协议和根据市场需求即时采购两种方式，整体看，中瑞集团油品贸易业务尚处于前期发展阶段，销售模式变化较大。2016 年中瑞集团前五名供应商及销售客户交易额分别为 26.62 亿元和 26.98 亿元，占油品贸易采购额和销售额的比重分别为 89.87%和 90.00%，采购及销售的集中度同比大幅提升，主要是 2016 年中瑞集团对油品贸易团队进行调整，下游客户发生变化，由此导致集中度大幅增加。

表 25 2016 年中瑞集团油品贸易前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
MERIT PROFIT HOLDING LIMITED	13.36	45.10	HUNAN XINHUALIAN INTERNATIONAL PETROLEUM TRADE CO LTD	13.57	45.26
VITOL ASIA PTE LTD	8.35	28.19	DONGYING QIRUN CHEMICAL INDUSTRIES	8.34	27.82
ORIENT STAR ENERGY PTE. LIMITED	3.11	10.50	ZHEJIANG HAIYUE CO., LTD	3.19	10.64
GUNVOR SINGAPORE PTE LTD	1.06	3.58	NINGBO ECONOMIC AND TECHNICAL DEVELOPMENT ZONE BEI LUN ELECTRIC POWER FUEL CO., LTD	1.13	3.77
ZHONGNAN PETROCHEMICAL SINGAPORE PTE LTD	0.74	2.50	MATERIALS INDUSTRY AND TRADE (SINGAPORE) PTE LTD	0.75	2.50
合计	26.62	89.87	-	26.98	90.00

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2015 年中瑞集团主要的销售区域集中在华东地区，销售模式主要



以自营为主，同时通过点价及保价等方式确定销售价格。2016 年中瑞集团重新调整了贸易团队，油品贸易方式发生了较大变化，目前中瑞集团油品贸易主要依托自身深耕大宗商品的经验，接受下游客户委托，介入原有贸易环节，为下游客户提供采购、期货管理及套期保值等服务，上游油品供应商均为下游客户指定贸易商。中瑞集团上游供应商主要为国际贸易公司，下游客户主要为电厂及冶炼厂所属的境外贸易公司，因此中瑞集团上下游客户集中度很高，采购及销售全部面向前五大客户，未来中瑞集团将依托原有客户逐步拓展油品沥青业务。中瑞集团会根据客户需要，对部分业务进行远期套期保值，同时，会与新加坡星展银行及汇丰银行等签订锁汇协议，帮助下游客户避免货币贬值导致的油价波动风险，以差价形式收取服务费。结算方面，下游客户向中瑞集团开具美元信用证，中瑞集团接到母证后再向上游供货商开具子证进行结算。

中瑞集团其他业务经营产品主要为棉花、铁矿石及化工等产品，中瑞集团利用既有的采购及销售网络，不断扩大贸易业务经营产品，2014 年以来，其他业务板块收入有所波动。

● 供应链金融

中瑞集团供应链金融业务主要由瑞茂通下属公司天津瑞茂通商业保理有限公司（以下简称“天津瑞茂通”）和天津瑞茂通融资租赁有限公司、上海瑞茂通租赁有限公司和瑞茂通国际融资租赁有限公司负责经营。

表 26 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月天津瑞茂通主要财务情况（单位：亿元、%）

期间	期末资产总额	期末资产负债率	营业收入	净利润
2017 年 1~3 月	73.64	73.36	3.67	2.68
2016 年	68.29	75.20	7.27	2.71
2015 年	61.02	76.42	7.14	3.19

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团供应链金融业务类型单一，但整体发展较快，有助于增强中瑞集团对供应链上下游客户的影响力；中瑞集团受让的应收账款集中于煤炭下游终端用户，且中瑞集团未要求客户提供质押，因此存在一定回收风险

供应链金融业务是供应链管理的派生业务，主要为上下游客户提供金融服务，包括商业保理、融资租赁等，目前商业保理发展速度较快且规模较大，融资租赁业务尚处于推进阶段，未产生收入，业务类型单一。中瑞集团商业保理业务主要为应收账款保理业务，通过与客户签订有追索权的保理合同，以受让客户应收账款的形式，向客户提供供应链融资，同时向客户收取年利率、业务手续费等方式进行盈利。中瑞集团应收账款保理业务分为两种模式，一种模式为对贸易上游客户自身的应收账款进行保理，上游客户将其应收账款相关单据等



提供给天津瑞茂通，天津瑞茂通按着客户融资需求提供资金，利息及手续费到期还款时结算，天津瑞茂通通过与客户建立公共账户收款或者对客户账户进行实时监控等措施确保账款回收；另一种模式是上游客户将与中瑞集团下属贸易公司交易形成的应收账款进行保理，这种模式下中瑞集团直接介入上游客户的销售环节，上游客户将货物先销售给中瑞集团，再由中瑞集团销售给其下游电厂等，电厂验收合格后，天津瑞茂通受让上游客户对中瑞集团下属贸易公司的应收账款，并将 70%~90%的货款提前支付给上游客户，待电厂结算完毕，回款后，中瑞集团下属贸易公司将 70%~90%对应货款的本息支付给天津瑞茂通，剩余尾款直接支付给上游客户。目前中瑞集团商业保理业务以第一种模式为主，业务占比约为 70%~90%。

中瑞集团保理客户主要为煤炭供应链的上游煤矿和煤炭中间贸易商。根据应收账款的期限和质量，保理业务期限一般在一年以内，综合费率在 7.5%~18%左右，其中手续费为 3%~5%。供应链金融业务资金来源主要为注册资本、未分配利润、内部拆借款及往来款⁶和外部非银行借款等，未来随着该业务规模的扩大，对资金的需求将会进一步增加，将会给中瑞集团带来一定的资金支付压力。供应链金融业务成本主要来自于借款利息支出，借款利率高低对该板块毛利率形成较大影响，天津瑞茂通业务成本主要来自内部拆借款和外部非银行借款，该部分借款占中瑞集团业务使用资金总额的 60%左右，中瑞集团自有资金以及控股股东提供的资金支持，为盈利提供一定空间。供应链金融业务平均费率较为稳定，受成本波动影响，中瑞集团供应链金融业务毛利率有所波动。

表 27 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末中瑞集团供应链金融业务情况（单位：亿元、%）

类别	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
业务余额	73.62	68.86	60.91	39.97
关注类业务余额	0.89	1.32	1.02	0.11
平均费率	8.20	8.15	8.13	8.05

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2014 年以来，受中瑞集团业务规模扩大影响，供应链金融业务余额逐年增长，截至 2017 年 3 月末，中瑞集团供应链金融业务余额为 73.62 亿元，较 2016 年末增长 6.91%，同时关注类业务余额 0.89 亿元，平均费率 8.20%，较 2016 年末变动不大。2016 年，中瑞集团前五大客户业务额合计 15.64 亿元，占当期业务余额的 22.72%，占比较为适中，期限全部在一年以内。

⁶ 主要为天津瑞茂通与中瑞集团及兄弟公司的拆借款及往来款，其中拆借款利率在 6%左右，往来款无需付息。

表 28 2016 年中瑞集团供应链金融业务余额中前五大客户情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占业务余额比例
上海霞康金属材料有限公司	34,995.56	5.08
浙江联和煤炭有限公司	32,575.00	4.73
上海热盟铜业有限公司	31,482.31	4.57
安阳市恒誉商贸有限公司	29,162.00	4.24
浙江森源能源有限公司	28,210.94	4.10
合计	156,425.81	22.72

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团供应链金融业务主要为煤炭供应链管理业务客户提供服务，随着业务规模逐渐扩大，供应链金融业务逐年大幅增长，但大部分客户应收账款来自于煤炭下游终端用户，所处行业受市场影响较大，因此存在一定回收风险，且未要求客户就商业保理业务提供质押，一旦应收账款无法回收，中瑞集团将面临较大损失。中瑞集团供应链金融业务需要应对的主要风险有应收账款的真实性风险、间接付款风险、信用风险、操作风险等。中瑞集团控制保理业务的风险主要基于：（1）客户的选择。中瑞集团主要选择在煤炭供应链领域与中瑞集团有良好合作关系的客户或者其介绍的优质企业，且满足偿付能力及应收账款质量无瑕疵，现金流稳定、经营正常、客户关系简单等条件。（2）严格的风控体系。中瑞集团风控体系包括尽职调查、法务审查以及风险审批等，同时工作人员相关经验丰富，此外，中瑞集团与客户签订有追索权的保理合同，相关风险发生后，相关法律操作会比较方便，降低资金时间成本。

中瑞集团以应收账款保理业务为切入点，迅速布局供应链金融业务，深度挖掘煤炭供应链各环节的客户需求，通过为上游供应商和中间贸易商提供供应链金融服务，解决其资金临时短缺问题，有助于中瑞集团供应链管理板块业务发展。

● 房地产

中瑞集团房地产业务主要由控股子公司和昌地产经营，主要财务指标如下表所示。

表 29 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月和昌地产财务情况（单位：亿元、%）

期间	期末资产总额	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2017 年 1~3 月	286.01	87.63	2.57	-0.57	-40.06
2016 年	222.39	83.99	77.82	3.25	18.85
2015 年	156.46	79.35	36.52	3.15	5.99

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理



中瑞集团以住宅开发为主，产品类型较为丰富，产品系列逐步完善并标准化，能够满足市场的多层次需求；中瑞集团获取土地方式较多，土地储备较为一般，在开发及待开发项目主要集中在二三线城市，同时受限购政策影响，中瑞集团开发进度将会有所放缓

中瑞集团产品以开发住宅为主，2016 年，刚需及刚改产品销售比重约为 80%，中瑞集团不断优化产品组合结构，在刚需及刚改型产品的基础上，适当增加中高端改善型产品比例，以提升产品品质和溢价能力，2016 年，改善型中高端改善型住宅销售比重约为 20%。经过多年发展，中瑞集团产品体系逐步完善并不断标准化，2016 年上半年，中瑞集团通过梳理已有产品，将产品划分并定位为四大系列，主要包括刚性改善型需求的城邦系、中高端品质居住的匠心系、城市中心高端居住的云端系以及独享景观系列的云舒系，覆盖普通、中高端和商业住宅以及别墅等多种产品形态，产品系列清晰、针对性强。

表 30 中瑞集团住宅产品线情况

产品系列	业态特点	代表项目
城邦系	面向白领阶层为主的刚需和刚改需求，社区配套完善，户型区间为 70~130 平方米，主力户型面积为 90~130 平方米。	合肥中央城邦、郑州航空港区盛世城邦、郑州湾景国际、郑州林与城
匠心系	面向城市中高端阶层的刚改和中高端改善型需求，配套设施完善，绿化环境较好，户型区间为 70~140 平方米，主力户型面积为 90~140 平方米。	合肥中央悦府、杭州和昌府
云端系	面向城市中心高端居住需求，集城市地标建筑、城市居住公馆、层峰社交精致会所于一体，户型区间为 90~180 平方米，主力户型面积为 100~140 平方米。	苏州城市地标项目
云舒系	独享景观系列，配设优质景观资源，提供至尊管家级管理服务，户型区间为 105~380 平方米，主力户型面积为 100~140 平方米	苏州紫竹云山、郑州森林湖

资料来源：根据中瑞集团提供资料整理

中瑞集团主要通过招拍挂、城中村改造、收购兼并和股权合作方式获取土地资源，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，中瑞集团新增土地储备面积分别为 57.73 万平方米、79.66 万平方米、187.85 万平方米以及 27.47 万平方米共计新增项目 7 个，其中通过收购、招拍挂以及合作方式获取的项目分别为 3 个、3 个和 1 个。总体来看，中瑞集团获取土地方式较多，灵活性较高。截至 2017 年 3 月末，中瑞集团在开发项目共计 23 个，总建筑面积 434.89 万平方米，剩余可售面积为 264.14 万平方米，主要分布在郑州、洛阳、合肥等二、三线城市，其中郑州和洛阳的合计未售面积占比为 71.96%，占比较高。综上所述，中瑞集团在开发项目大多处于开发中期，未售面积主要集中郑州和洛阳，同时受郑州等城市限购政策影响，将会对未来销售速度产生一定影响。

表 31 截至 2017 年 3 月末中瑞集团在开发项目土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）

城市	在开发 标段/期区（个）	总建筑面积		已售面积		未售面积	
		面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州	8	183.02	42.08	88.53	51.85	94.49	35.77
洛阳	4	125.71	28.91	30.13	17.65	95.58	36.19
合肥	4	55.30	12.72	29.12	17.05	26.18	9.91
苏州	2	29.36	6.75	7.20	4.22	22.16	8.39
杭州	1	12.74	2.93	0.12	0.07	12.62	4.78
南京	1	16.44	3.78	8.04	4.71	8.40	3.18
扬州	3	12.32	2.83	7.61	4.46	4.71	1.78
合计	23	434.89	100.00	170.75	100.00	264.14	100.00

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，中瑞集团待开发土地储备的总建筑面积为 234.94 万平方米，根据目前的开发速度，可满足其未来 1~2 年开发，土地储备规模较为充足。中瑞集团待开发土地储备主要分布在二三线城市，集中在郑州、洛阳、苏州、杭州、济南以及合肥等城市，其中郑州待开发土地储备总建筑面积占比为 75.12%，占比较高，拟建项目业态以高层住宅、洋房以及别墅为主，未来中瑞集团开发产品中改善型住宅占比将会有所提高，同时受新一轮限购政策影响，未来开发进度可能会有所放缓。

表 32 截至 2017 年 3 月末中瑞集团拟建项目土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	城市	占地面积	总建筑面积	权益占比	楼面地价	业态
和昌·湾景国际	郑州	3.99	16.18	100%	4,215	高层住宅
和昌·林与城		19.06	60.62	100%	2,622	高层住宅、洋房
盛世城邦		66.45	99.68	49%	2,000	高层住宅、洋房
国展中心（北区）	苏州	1.03	17.68	90%	5,171	商业
云溪玖著	杭州	9.02	14.46	100%	6,020	别墅、高层住宅
绣源河项目	济南	6.26	12.62	50%	3,252	高层住宅、别墅、洋房
湾景公馆	合肥	3.43	10.98	100%	9,287	高层住宅
和昌·森林湖	扬州	2.25	2.72	100%	5,536	别墅、洋房
合计	-	111.49	234.94	-	-	-

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

此外，目前中瑞集团参与城中村改造项目共计 3 个，分别为郑州“和昌·林与城”和“和昌·湾景国际”以及洛阳“和昌·中央城邦”项目，土地面积共计 148.53 万平方米，规划建筑面积 541.50 万平方米，预计未来将获得 37.13 亿元的收益。郑州“和昌·林与城”项目 2016 年刚取得四块地，其中首开区已经在开发建设中，其余两块处于拆迁过程中。郑州“和昌·湾景国际”项目有六块土地，已经取

得四块，一期已经交付，二期在建中，另外两块地在征地拆迁过程中；洛阳“和昌·中央城邦”项目一期已拿土地 4 块，目前都在建，均未竣工；二期三期共 5 块拆迁中。

中瑞集团在郑州形成了良好的品牌知名度，区域竞争力较强；2014 年以来，中瑞集团销售金额逐年增长，销售区域不断扩大，项目结转收入波动对收入和利润形成一定影响；受限购政策影响，中瑞集团销售进度将会有所放缓

中瑞集团房地产业务一直坚持全国化发展战略，立足于郑州市市场，不断进驻具有发展潜力的全国二线省会城市及核心城市，经过十多年深耕，已在区域内建立了较为良好的品牌知名度，同时销售区域不断扩大。截至 2017 年 3 月末，中瑞集团累计进入 8 个城市，跨区域发展形成一定规模，受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016 年 9 月以来，全国多个城市先后发布楼市调控政策，提高首付比例和购房者门槛，中瑞集团主要销售区域郑州、合肥、武汉等地均在此列，由于销售产品以刚需及刚改为主，一定程度上影响中瑞集团销售速度。

表 33 中瑞集团房地产开发及销售情况

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
施工面积（万平方米）	276.35	270.43	200.06	129.59
新开工面积（万平方米）	30.20	132.37	140.21	98.50
竣工面积（万平方米）	7.31	128.49	69.75	53.21
签约面积（万平方米）	18.14	128.52	82.45	47.07
签约金额（亿元）	20.25	114.04	66.70	38.51
签约销售均价（元/平方米）	11,163	8,873	8,090	8,181
结算面积（万平方米）	3.25	81.47	47.21	48.10
结算金额 ⁷ （亿元）	2.54	77.70	36.35	38.11
结算均价（元/平方米）	7,803	9,538	7,700	7,923
已售未结算面积（万平方米）	167.39	152.50	111.79	76.55
已售未结算金额（亿元）	143.89	126.18	89.85	59.50

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2014~2016 年，中瑞集团新开工面积有所波动，其中 2015 年同比大幅增长 42.35%，主要由于当年南京、苏州等项目进入开发阶段所致；竣工面积逐年增长，其中 2016 年达到竣工条件的项目较多，竣工面积同比增长 84.22%；同期，随着中瑞集团多个项目进入销售阶段，签约销售金额和销售面积逐年增长，2015 年和 2016 年中瑞集团签约销售面积同比分别增长 75.16%和 55.88%，销售金额同比分别增长和 73.20%和 70.97%；签约销售均价有所波动，其中 2015 年签约销售均

⁷ 结算金额与表 18 同期房地产板块营业收入稍有差异，主要由于表 18 中房地产板块营业收入包含当期租金收入。

价同比略有减少，主要是2015年中瑞集团销售均价相对较低的郑州郊区和洛阳的项目签约销售收入增长较多所致，2016年中瑞集团房地产业务销售均价同比上涨9.68%，主要由于郑州、武汉、南京、合肥以及苏州等地房屋销售均价均呈现了不同程度上涨所致。

2014年以来，中瑞集团结算均价有所波动，其中2016年同比增长23.87%，主要是受房地产市场回暖影响，结算价格有所上涨；2017年1~3月结算均价同比下降40.06%，主要是2016年一季度怡丰森林湖别墅项目结转价格较高所致。受销售进度及竣工情况影响，中瑞集团的结算面积有所波动，其中2016年同比增加34.26万平方米，主要是当期达到竣工结算条件的项目较多所致；2017年1~3月受竣工结转项目减少影响，结算面积同比减少16.88%。中瑞集团结算金额有所波动，2016年同比大幅增加41.35亿元，主要是结转面积较大且结算均价较高所致；2017年1~3月同比减少50.10%，主要是结算均价的大幅下降所致。此外，中瑞集团已售未结算金额持续增加，并集中于未来1~2年竣工结转，对收入和盈利提供一定支撑。

从签约销售区域分布看，2014~2016年，中瑞集团房地产销售以郑州、合肥和扬州为主，其中郑州区域签约销售收入占比保持在35.00%以上，2015年占比为54.17%，主要由于当期郑州达到预售条件项目增加，同时在售项目共计4个，致使当期签约销售收入大幅增长；2015年以来，随着开发项目达到销售条件，洛阳、南京及苏州的签约销售收入不断增加。

表 34 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月销售区域统计（单位：亿元、万平方米）

项目	2017 年 1~3 月			2016 年			2015 年			2014 年		
	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积
	金额	占比(%)		金额	占比(%)		金额	占比(%)		金额	占比(%)	
郑州	2.95	14.56	3.99	46.75	41.00	62.77	36.13	54.17	39.16	14.96	38.84	17.53
合肥	3.21	15.86	3.50	11.85	10.39	14.60	9.47	14.20	12.66	15.07	39.13	20.92
扬州	2.98	14.70	2.93	13.51	11.85	13.73	6.91	10.36	7.22	4.41	11.45	3.94
武汉	0.14	0.68	0.11	6.40	5.61	5.61	6.35	9.52	6.94	4.07	10.58	4.68
洛阳	1.38	6.80	1.88	8.19	7.18	15.07	6.31	9.47	15.26	0.00	0.00	0.00
南京	0.26	1.28	0.07	11.34	9.95	6.83	1.52	2.28	1.21	0.00	0.00	0.00
苏州	5.90	29.13	3.84	15.99	14.02	9.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
杭州	3.44	17.00	1.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	20.25	1.00	18.14	114.04	100.00	128.52	66.70	100.00	82.45	38.51	100.00	47.07

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

2014年以来，中瑞集团资产规模逐年增长，以流动资产为主；其他应收款中关联方往来款占比较大，对资金形成一定的占用；受限资产规模较大，不利于资产流动性

2014年以来，中瑞集团资产规模逐年增长，主要由于中瑞集团供应链管理和房地产板块业务规模持续扩大所致。资产结构以流动资产



为主，流动资产占比均在 90%以上。截至 2017 年 3 月末，中瑞集团总资产 559.51 亿元，较 2016 年末增长 6.31%，其中流动资产为 518.22 亿元，占总资产比重为 92.62%，较 2016 年末略有下降。

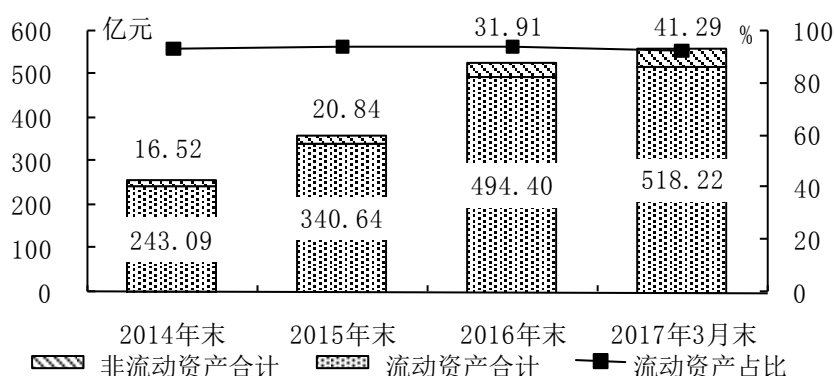


图 3 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末中瑞集团资产构成情况

中瑞集团流动资产主要由存货、货币资金、应收保理款、其他应收款、应付账款及预付款项等构成，2014~2016 年末，中瑞集团流动资产逐年大幅增长，其中，存货逐年大幅增长，分别为 96.09 亿元、112.22 亿元和 143.08 亿元，其中开发成本分别为 81.70 亿元、102.48 亿元和 124.51 亿元。2014~2016 年末，中瑞集团货币资金分别为 40.47 亿元、60.28 亿元和 109.88 亿元，逐年大幅增长，主要是中瑞集团供应链管理和房地产业务销售收入和回款逐年增加，其中，其他货币资金占比约在 80%左右，占比较大，受限货币资金分别为 33.63 亿元、50.47 亿元和 76.20 亿元，主要为银行承兑汇票及信用证保证金、首付监管资金及定期存款等，占货币资金比重较大；应收保理款分别为 39.97 亿元、60.91 亿元和 67.65 亿元，逐年增长，2016 年末应收保理款前五名客户合计金额为 15.64 亿元，全部为中瑞集团贸易客户，占应收保理款总额的 22.72%，集中度适中，2016 年末中瑞集团列入损失类的应收保理款为 1.09 亿元，同比大幅增加 0.85 亿元，主要由于当期客户在业务到期前申请延期所致；其他应收款分别为 43.29 亿元、52.85 亿元和 93.17 亿元，逐年增长，主要为往来款、预付政府款项及保证金等，其中往来款占其他应收款比重分别为 95.34%、92.57%和 83.39%，占比较高，对资金形成占用，一定程度上影响了资产流动性，2016 年其他应收款同比增长 76.28%，主要由于关联方资金往来增多，期末余额前五名其他应收款共计 45.37 亿元，占其他应收款年末余额的 48.68%。



表 35 2016 年末中瑞集团其他应收款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	占其他应收款总额比例	是否存在关联关系	账龄
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	往来款	18.00	19.31	是	1 年以内
河南中瑞集团有限公司	往来款	8.99	9.65	是	1 年以内
郑州长瑞企业管理咨询有限公司	往来款	6.30	6.76	是	2 年以内
北京华夏远策资产管理有限公司	往来款	6.09	6.53	否	1 年以内
苏州工业园区信文资本管理有限公司	往来款	5.99	6.42	否	1 年以内
合计	-	45.37	48.68	-	-

2014~2016 年末，中瑞集团应收账款分别为 7.17 亿元、12.18 亿元和 33.93 亿元，逐年上升，2016 年末同比大幅增加 21.75 亿元，主要由于当期业务规模增加，应收账款中账龄在 1 年以内的占比为 95.58%，按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款共计 7.37 亿元，占比为 21.57%，应收账款已计提坏账准备 0.24 亿元；预付款项分别为 9.76 亿元、23.39 亿元和 23.69 亿元，其中 2015 年同比增加 13.63 亿元，主要是预付拆迁补偿款及贸易业务上游预付款增加所致。

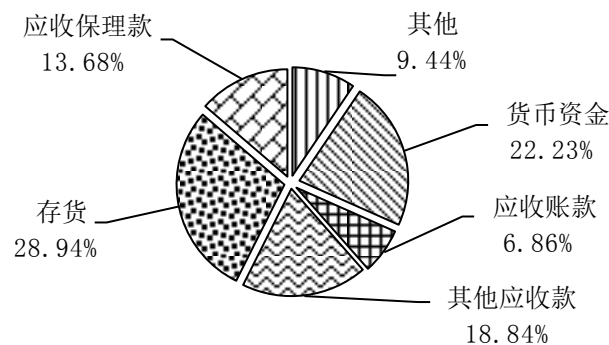


图 4 2016 年末中瑞集团流动资产构成情况

2017 年 3 月末，中瑞集团流动资产为 518.22 亿元，较 2016 年末增长 4.82%，其中存货为 167.72 亿元，较 2016 年末增长 17.22%；货币资金为 70.50 亿元，较 2016 年末下降 35.84%，主要由于中瑞集团业务规模扩张，当期资金投入较多；其他应收款为 115.90 亿元，较 2016 年末增长 24.41%；应收保理款为 72.85 亿元，较 2016 年末增长 7.68%；应收账款为 29.27 亿元，较 2016 年末下降 13.74%。

非流动资产主要由长期股权投资、其他非流动资产、可供出售金融资产和递延所得税资产等构成，2014~2016 年末，非流动资产逐年增长，其中，长期股权投资分别为 11.25 亿元、11.07 亿元和 13.98 亿元，小幅波动，2016 年末同比增长 26.30%，主要由于当期新增对济南盛唐置业有限公司（以下简称“盛唐置业”）等投资；其他非流动资产分别为 0.00 亿元、2.00 亿元和 6.39 亿元，主要为对合伙企业的投资，2016 年末同比增加 4.39 亿元，主要由于对北京招商局大厦项



目和澳洲墨尔本项目等投资增加所致；可供出售金融资产分别为 0.00 亿元、1.66 亿元和 3.81 亿元，其中 2016 年末同比增加 2.15 亿元，主要由于对南京华泰瑞联并购基金（有限合伙）及浙江钢为网络科技有限公司等的投资增加；递延所得税资产分别为 2.68 亿元、3.13 亿元和 3.79 亿元，主要为可抵扣暂时性差异及可抵扣亏损。2017 年 3 月末，非流动资产为 41.29 亿元，较 2016 年末增长 29.40%，其中，其他非流动资产为 15.48 亿元，较 2016 年末增加 9.09 亿元，主要由于对合伙企业投资增加所致；非流动资产其他主要科目较 2016 年末均变化不大。

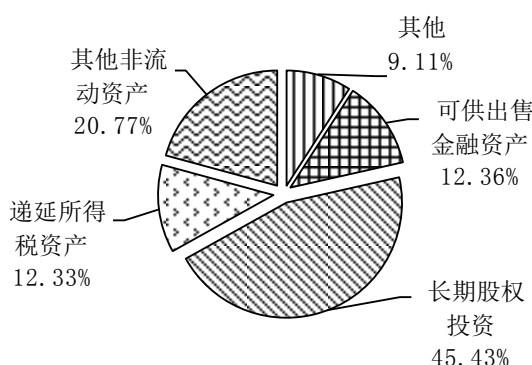


图 5 2016 年末中瑞集团非流动资产构成情况

2014~2016 年，中瑞集团应收账款周转天数分别为 12.33 天、15.05 天和 19.97 天，周转效率逐年下降，主要是业务规模迅速扩大导致应收账款大幅增加；存货周转天数分别为 188.10 天、182.63 天和 121.61 天，逐年下降，2016 年存货周转效率大幅提高，主要由于贸易业务规模扩大所致。2017 年 1~3 月，应收账款及存货周转天数分别为 33.15 天和 175.81 天。

截至 2017 年 3 月末，中瑞集团受限资产包括受限货币资金 101.61 亿元，占总资产比例为 22.84%，占净资产的比例为 82.53%，其中用于抵押的存货为 52.47 亿元，受限货币资金为 46.14 亿元，用于质押开立票据的其他流动资产为 3.00 亿元，受限资产规模较大，且货币资金占比较高，不利于资产的流动性。

综上所述，2014 年以来，中瑞集团资产规模逐年增长，以流动资产为主，其他应收款中关联方占款较为严重，受限资产规模较大，且货币资金占比较高，对资产流动性具有一定影响。

2014 年以来，中瑞集团总负债逐年增长，以流动负债为主；总息债务逐年快速增加，以短期有息债务为主，集中偿付压力较大

2014 年以来，中瑞集团负债规模逐年增长，负债结构较为稳定，以流动负债为主，受非流动负债大幅增加影响，2016 年末，流动负债占比大幅下降至 79.76%。2017 年 3 月末，总负债为 436.39 亿元，较 2016 年末增长 7.64%，流动负债占比进一步下降为 74.75%。

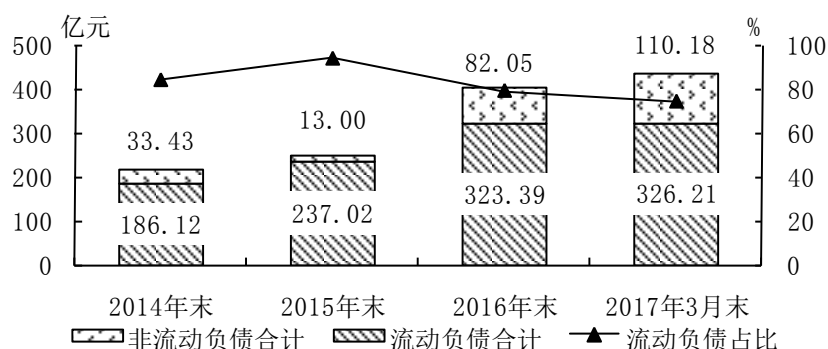


图6 2014~2016年末及2017年3月末中瑞集团负债构成情况

2014年以来，中瑞集团流动负债逐年增长，主要由预收款项、应付票据、短期借款、其他应付款、应付账款及一年内到期的非流动负债等构成。2014~2016年末，预收款项分别为50.60亿元、74.89亿元和103.98亿元，逐年增长，其中预收购房款占比分别为96.04%、94.26%和96.75%，2016年末预收款项同比增长38.85%，主要由于当期达到预售条件项目增多导致预收购房款增加所致；应付票据分别为25.39亿元、47.41亿元和68.58亿元，逐年增长，2015年与2016年末同比分别增长86.75%和44.64%，主要由于进口业务逐年增长，信用证开证金额增加同时银行承兑汇票贴现利率下降，中瑞集团增加使用银行承兑汇票进行结算；短期借款为19.74亿元、54.51亿元和65.73亿元，逐年增长，主要为质抵押、保证和信用借款，2015年末同比增加34.77亿元，其中质押借款同比大幅增加24.58亿元，主要由于中瑞集团业务规模扩大所需资金增加所致，2016年末同比增加20.57%，其中质押借款53.55亿元，抵押借款5.27亿元、保证借款4.90亿元及信用借款2.00亿元。

2014~2016年末，其他应付款分别为57.87亿元、18.97亿元和35.11亿元，波动幅度较大，主要为往来款、资金拆借款及代收代缴款等，2015年末同比减少67.22%，主要由于偿还部分外部非银行借款到期所致，2016年末同比增长85.09%，主要是中瑞集团投资项目增加，非银行金融机构和关联方资金拆借款项增加及收购苏州国展商业广场开发有限公司的股权收购款未完全支付；应付账款分别为15.66亿元、13.98亿元和21.62亿元，有所波动，主要为应付货款、工程进度款等，2016年末同比增长54.70%，主要由于房地产项目增加及贸易业务规模扩大，致使应付工程款及应付货款增加所致；一年内到期的非流动负债分别为13.46亿元、22.89亿元和20.72亿元，有所波动，主要由一年内到期的长期借款和应付债券构成，2015年末同比增长70.01%，主要由于中瑞集团2014年9月于新加坡发行的2年期8.34亿元债券转入所致，2016年末同比下降9.48%。

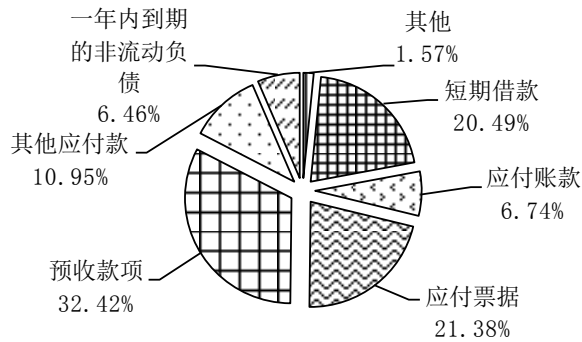


图7 2016年末中瑞集团流动负债构成情况

2017年3月末，流动负债为326.21亿元，较2016年末略有增长，其中预收款项为129.44亿元，较2016年末增长24.48%，主要为预收的购房款增加；应付票据为36.40亿元，较2016年末下降46.92%，主要是银行承兑汇票的贴现成本上升，中瑞集团使用票据结算较少；其他应付款为49.32亿元，较2016年末增长40.47%，主要是资金往来款增加所致；应付账款为20.90亿元，同比增长15.18%，主要由于中瑞集团业务规模扩大，应付款项增多；一年内到期的非流动负债为13.14亿元，较2016年末下降36.57%，主要是偿还到期债务增加；流动负债其他主要科目较2015年末变化不大。

2014年以来，中瑞集团非流动负债波动较大，2016年末大幅增加，主要由长期借款和应付债券构成，2014~2016年末，长期借款分别为25.09亿元、12.67亿元和36.37亿元，波动幅度较大，2015年末同比减少49.49%，主要由于部分重分类到1年内到期的长期借款科目所致，2016年末同比增长23.70亿元，主要是中瑞集团供应链业务继续扩张，资金需求增加，借款增加；2014年末新增应付债券8.34亿元，主要为中瑞集团于2014年9月发行的1.80亿新币的境外债券，2015年末调整入一年内到期的非流动负债，2016年中瑞集团新增应付债券44.31亿元，全部为子公司瑞茂通当期发行的公司债券。2017年3月末，非流动负债为110.18亿元，较2016年末增加34.29%，主要为长期借款增加28.57亿元所致；应付债券较2016年末变化不大。

表36 2014~2016年末及2017年3月末中瑞集团有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年3月末	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	131.81	166.01	128.42	67.68
长期有息债务	108.79	80.68	12.67	33.42
总有息债务	240.59	246.69	141.09	101.11
总有息债务占总负债比重	55.13	60.85	56.43	46.05
短期有息债务占总有息债务比重	54.79	67.29	91.02	66.94

受短期借款、应付票据及长期借款增长变动影响，2014~2016年末，中瑞集团有息债务规模逐年大幅增长，总有息债务占总负债的比



重亦逐年上升。债务期限结构方面，以短期有息债务为主，2015 年末短期有息债务占总利息债务比重增至 91.02%，主要由于短期借款大幅增加以及当期中瑞集团将 8.34 亿元应付债券及部分长期借款调整至一年内到期非流动负债，致使长期有息债务减少，短期有息债务增加；2016 年末，中瑞集团长期借款增幅较大，长期有息债务占总利息债务比重有所增加，债务结构有所优化。

截至 2017 年 3 月末，中瑞集团总利息债务为 240.59 亿元，较 2016 年末略有下降，一年内到期的有息债务占比较 2016 年末有所下降，但仍较大，长期有息债务主要集中在 1~2 年到期，总体看，中瑞集团具有一定的短期集中偿债压力。

表 37 截至 2017 年 3 月末中瑞集团有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	(3, 4] 年	合计
金额	131.81	67.49	37.80	3.50	240.59
占比	54.79	28.05	15.71	1.45	100.00

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，中瑞集团所有者权益分别为 40.07 亿元、111.46 亿元、120.87 亿元和 123.11 亿元，逐年增长，其中，实收资本分别为 3.00 亿元、20.00 亿元、20.00 亿元和 20.00 亿元，资本公积分别为 5.91 亿元、41.46 亿元和 43.07 亿元和 43.12 亿元。2015 年末实收资本和资本公积同比均大幅增长，主要由于 2015 年 12 月，郑州瑞昌对中瑞集团增资 50.00 亿元，其中 17.00 亿元计入实收资本，其余 33.00 亿元增加资本公积。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，未分配利润逐年增长，主要由于归属于母公司的净利润逐年增加所致；少数股东权益分别为 17.16 亿元、35.56 亿元、39.65 亿元和 40.71 亿元，占所有者权益的比重分别为 42.83%、31.90%、32.81%和 33.07%，2014 年以来，中瑞集团对和昌地产持股比例保持在 42%，对瑞茂通持股比例有所波动，2017 年 3 月末为 60.81%，致使少数股东权益占比较大。

2014~2016 年末，中瑞集团资产负债率有所波动，2015 年末同比下降 15.40 个百分点，主要由于当期郑州瑞昌增资致使所有者权益大幅增加所致，2016 年末为 77.03%，同比有所上升，主要由于业务规模扩大致使借款增加所致。2014~2016 年末，长期资本适合率逐年增加，数值均高于 100%，主要是受贸易行业性质影响所致，非流动资产规模较小；中瑞集团流动比率和速动比率逐年提升，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。2017 年 3 月末，资产负债率继续小幅上升，流动比率和速动比率较 2016 年末变化不大。

表 38 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末中瑞集团资产结构指标情况（单位：%、倍）

指标	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	78.00	77.03	69.17	84.57
长期资产适合率	565.07	636.00	597.23	444.85
流动比率	1.59	1.53	1.44	1.31
速动比率	1.07	1.09	0.96	0.79

截至 2017 年 3 月末，中瑞集团对外担保共计 138.85 亿元⁸，占净资产的比重为 112.78%，其中房地产板块的按揭担保共计 124.47 亿元，若剔除该部分担保，其为合并范围外关联方提供的担保余额为 14.38 亿元，占净资产的比重为 11.68%。中瑞集团为同一实际控制人下的关联企业，同属万永兴控制，以贸易为主业；开封华瑞化工新材料股份有限公司（以下简称“华瑞化工”）、兴瑞实业、河南平瑞供应链管理有限公司（以下简称“河南平瑞”）和庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司（以下简称“庆阳化工”）是中瑞集团参股公司⁹。

综合来看，2014 年以来，中瑞集团负债规模逐年增加，以流动负债为主，受所处行业性质影响，预收款项及应付票据占比较高；有息债务以短期有息债务为主，中瑞集团面临一定的集中偿付压力；2014~2016 年末，中瑞集团资产负债率有所波动，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。

2014 年以来，中瑞集团营业收入及利润总额逐年增长，毛利率逐年下降；受资产规模增加较快影响，中瑞集团总资产报酬率逐年下降

2014 年以来，中瑞集团营业收入逐年增长，2016 年同比增长 79.58%，主要由于贸易板块及房地产板块收入大幅增长；中瑞集团毛利率逐年下降，2015 年毛利率同比下降 0.38 个百分点，主要由于煤炭价格下降，供应链管理板块毛利率下降所致，2016 年同比下降 2.20 个百分点，主要是有色金属价格下降，贸易业务及房地产业务毛利率下降。

⁸ 中瑞集团对外担保明细及对外担保企业财务数据情况请见附件 1 和附件 2。

⁹ 中瑞集团对华瑞化工的持股比例为 49.05%，瑞茂通对兴瑞实业、河南平瑞及庆阳化工的间接持股比例分别为 49%、49%和 40%。

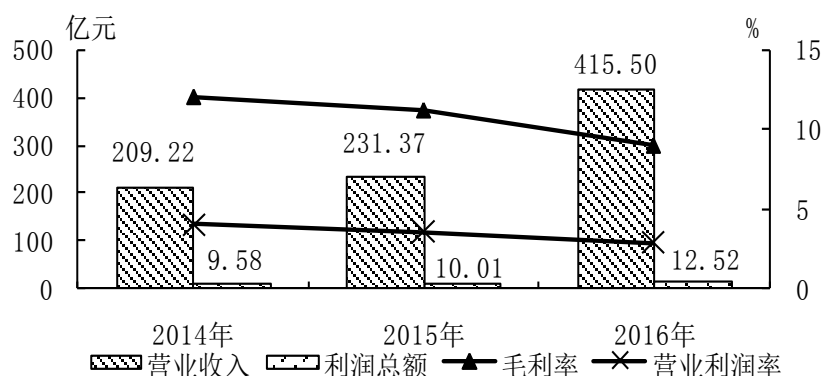


图8 2014~2016年中瑞集团收入和盈利情况

在期间费用方面，2014~2016年，中瑞集团期间费用有所波动，期间费用率逐年下降，2015年同比有所下降，一方面由于中瑞集团将铁路运费计入营业成本进行核算致使销售费用减少，另一个方面2015年市场整体利率下行，且中瑞集团票据保证金规模增加，利息收入上升冲减部分财务费用，致使财务费用减少。2016年期间费用同比增长60.43%，主要是中瑞集团贸易业务规模大幅扩张，运输费用和销售推广费用增加较多，但受营业收入增幅较大影响，期间费用率同比有所下降。

表39 2014~2016年及2017年1~3月中瑞集团期间费用及其占营业收入比重情况（单位：万元、%）

项目	2017年1~3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	22,837	2.66	121,620	2.93	82,583	3.57	91,225	4.36
管理费用	10,583	1.23	44,100	1.06	30,034	1.30	26,719	1.28
财务费用	18,171	2.12	68,231	1.64	33,215	1.44	43,976	2.10
期间费用	51,590	6.01	233,952	5.63	145,832	6.30	161,919	7.74

在非经常损益方面，2014~2016年，中瑞集团投资收益分别为2.98亿元、0.63亿元和4.19亿元，波动幅度较大，2016年同比增加3.56亿元，其中处置金融资产和长期股权投资取得的投资收益分别为2.66亿元和0.49亿元；营业外收入分别为1.23亿元、1.77亿元和0.89亿元，有所波动，主要为政府补助。

在盈利水平方面，2014~2016年，中瑞集团利润总额逐年增长，分别为9.56亿元、10.01亿元和12.52亿元，2016年同比增长24.98%，主要由于投资收益大幅增长所致；净利润有所波动，分别为7.62亿元、7.43亿元和8.81亿元，其中归属于母公司的净利润为4.67亿元、4.16亿元和4.46亿元，占净利润比重逐年下降，一方面由于随着瑞茂通定增和股权激励的实施，中瑞集团对其持股比率逐年下降，另一方面由于中瑞集团持股比例较低的和昌地产净利润在净利润占比逐渐提高。中瑞集团净资产收益率分别为19.02%、6.67%和



7.29%，有所波动，2015 年同比下降 12.36 个百分点，主要由于当期增资致使中瑞集团净资产大幅增长所致；总资产报酬率分别为 5.53%、3.90%和 3.71%，逐年下降，主要由于中瑞集团总资产规模逐年大幅增长所致。

2017 年 1~3 月，中瑞集团营业收入为 85.79 亿元，同比增长 90.80%，主要由于贸易业务板块收入大幅增长所致；毛利率为 7.27%，同比下降 3.88 个百分点；期间费用为 5.16 亿元，同比增长 58.62%，期间费用率为 6.01%，同比下降 1.22 个百分点，主要由于收入增加幅度较大；投资收益为 1.11 亿元，同比增加 0.48 亿元；利润总额和净利润分别为 2.81 亿元和 1.93 亿元，同比分别增长 39.00%和 32.05%；净资产收益率和总资产报酬率分别为 1.57%和 0.86%。

预计未来 1~2 年，随着贸易业务和房地产规模的扩大，中瑞集团收入和利润有望保持增长。

2014 年以来，中瑞集团经营性净现金流波动幅度较大，对债务及利息的保障能力较弱

2014~2016 年，中瑞集团经营性净现金流波动较大，其中 2015 年同比由净流出转为净流入，主要由于房地产板块回款较好所致，2016 年净流入规模大幅增加 24.51 亿元，主要是收回的资金往来款大幅增加所致；投资性净现金流均为净流出，净流出规模有所波动，2015 年为-51.17 亿元，一方面由于中瑞集团当期资金拆借款大幅增加至 38.37 亿元，另一方面中瑞集团将银行承兑汇票保证金用于理财，2016 年为-25.88 亿元，净流出额同比大幅减少 25.29 亿元，主要是投资规模下降所致；筹资性净现金流有所波动，均为净流入，其中 2015 年大幅增长 35.60 亿元，主要由于当期增资所致，2016 年同比下降 47.49%，主要由于中瑞集团偿还债务增幅较大所致。

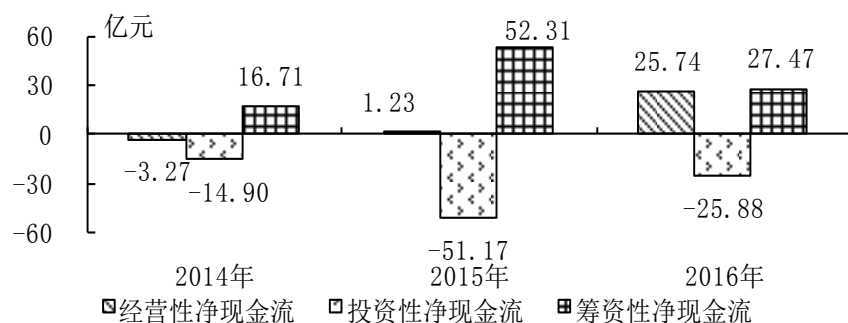


图 9 2014~2016 年中瑞集团现金流情况

2017 年 1~3 月，中瑞集团经营性现金流为-9.69 亿元，净流出规模同比有所下降；投资性现金流为-11.57 亿元，同比净流出规模增加 1.27 亿元；筹资性现金流为 9.85 亿元，同比净流入规模减少 15.56 亿元，主要由于中瑞集团当期偿还债务较多所致。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，中瑞集团现金回笼率分别为



100.67%、107.21%、116.14%和 154.49%，现金获取能力较好。中瑞集团经营性净现金流对债务保证能力的稳定性较弱，2014 年，经营性净现金流均为净流出，对债务无保障能力，2015~2016 年，经营性净现金流由净流出转为净流入，其中 2016 年经营性净现金流对利息的保障被数大幅提高；EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度逐年减弱，保障程度一般。

表 40 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月中瑞集团部分偿债指标（单位：%、倍）				
偿债指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流/流动负债	-2.98	9.18	0.58	-1.97
经营性净现金流/总负债	-2.30	7.85	0.52	-1.72
经营性净现金流利息保障倍数	-2.67	1.91	0.19	-0.51
EBIT 利息保障倍数	1.32	1.45	2.21	2.23
EBITDA 利息保障倍数	-	1.48	2.26	2.27

计划管理人：华林证券

华林证券前身为江门证券公司，于 1988 年 4 月 15 日经中国人民银行广东省分行（88）粤银管字第 51 号文批准成立，注册资本人民币 5600 万元。1996 年 7 月 22 日，经中国人民银行非银司【1996】193 号文批复同意，更名为江门证券有限责任公司。2003 年 2 月 8 日经中国证券监督管理委员会【2003】42 号文同意，更名为华林证券股份有限公司，并增资至人民币 8.07 亿元。2014 年 7 月 24 日，经华林证券 2014 年第三次临时股东会议审议通过，注册资本增加至人民币 10.60 亿元。2014 年 12 月 23 日，经华林证券 2014 年第七次股东会审议通过，注册资本增加至人民币 12.60 亿元。2015 年 7 月 14 日，经华林证券 2015 年第二次临时股东会审议通过，注册资本增加至人民币 20.8 亿元。华林证券注册地经多次变迁后，于 2015 年 8 月 13 日，经北京证监局《关于核准华林证券股份有限公司变更公司章程重要条款的批复》【京证监许可[2015]72 号】批准，迁往西藏自治区拉萨市。

华林证券主营业务为证券经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务及信用交易业务。

在证券经纪业务方面，2016 年，华林证券代理买卖证券交易情况如下：股票交易额 7,381.14 亿元，证券投资基金交易额 147.38 亿元，债券现货交易额 4,290.23 亿元；市场份额分别为 2.90%、0.66%和 0.96%。

在投资银行业务方面：（1）股票投行业务之保荐业务。2016 年，投行业务完成 IPO 项目 7 个，再融资项目（非公开发行股票）5 个，并购重组项目 3 个，新三板挂牌项目 29 个，新三板定增项目 17 个，新三板并购项目 5 个。（2）股票投行业务之承销业务。2016 年，华林证券承销业务情况如下：再融资项目（非公开发行股票）5 家，IPO 项目 7 家，新三板股票发行 2 家，IPO 分销项目 6 家，企业债分销项



目 1 家,公司债分销项目 3 家,可转债分销项目 1 家,承销总金额 104.2 亿元,实现承销收入 2.84 亿元。(3) 固定收益投行业务。截至 2016 年末,华林证券固定收益事业部先后完成了 16 苏筑富债、16 大洼临港债两只企业债券,总承销金额达 15.35 亿元。(4) 场外市场业务。2016 年担任财务顾问共计 54 次,其中并购重组 3 次,新三板挂牌 29 次,新三板定增 17 次,新三板并购 5 次。

在自营业务方面,2016 年,华林证券自营业务投资收益合计盈利 33,142.76 万元,取得了较好的投资收益。

在资产管理业务方面,截至 2016 年末,华林证券资产管理规模达到 1,020.48 亿元,其中集合产品 5.80 亿元,定向产品 1,006.28 亿元,专项产品 8.4 亿元。

在信用交易业务方面,截至 2016 年末,华林证券约定购回业务待购回余额为 0 元,股票质押业务待购回余额为 227,139.87 万元。融资融券业务中融资余额 18.96 亿元,共有 9 名客户被执行强制平仓操作,累计平仓金额 145.35 万元,未产生未收回欠款,回收以前年度欠款金额为 2.74 万元。

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

截至 2016 年 12 月末,华林证券总资产 144.00 亿元,净资产 34.15 亿元。2016 年,华林证券营业收入 13.10 亿元,净利润 6.17 亿元。

总体来看,随着华林证券业务规模的快速增长、资管产品种类的不断丰富以及风险管理能力持续增强,华林证券综合服务能力不断提升,其作为本计划的管理人,为本计划的顺利实施提供了一定的保障。

监管银行：建行郑州直属支行

托管银行：建行河南省分行

建设银行前身是 1954 年成立的中国人民建设银行,1996 年更名为中国建设银行,2004 年通过分立程序成立现建设银行,2005 年和 2007 年先后在香港联合交易所(股票代码:00939)和上海证券交易所(股票代码:601939)挂牌上市。截至 2017 年 3 月末,中央汇金投资有限责任公司和香港中央结算(代理人)有限公司为建设银行前两大股东,持股比例分别为 57.11%和 36.70%。

建设银行主要经营范围包括:吸收公众存款;发放短期、中期、长期贷款;办理国内外结算;办理票据承兑与贴现;发行金融债券;代理发行、代理兑付、承销政府债券;买卖政府债券、金融债券;从

事同业拆借；买卖、代理买卖外汇；从事银行卡业务；提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务；提供保管箱服务；经国务院银行业监督管理机构等监管部门批准的其他业务。截至2016年末，建设银行境内营业机构总计 14,956 个，包括总行、37 个一级分行、337 个二级分行、12,761 个支行、1,819 个支行以下网点及 1 个总行信用卡中心。

表 41 2014~2016 年（末）及 2017 年 3 月（末）建设银行主要经营指标（单位：亿元、%）				
项目	2017 年 3 月(末)	2016 年（末）	2015 年（末）	2014 年(末)
总资产	216,952	209,637	183,495	167,441
存款总额	162,322	154,029	136,685	128,986
贷款总额	121,715	117,570	104,851	94,745
所有者权益	16,506	15,897	14,451	12,524
营业收入	1,708	6,051	6,052	5,705
归属于母公司净利润	700	2,315	2,281	2,278
平均资产回报率	1.32	1.18	1.30	1.42
加权平均净资产收益率	17.63	15.44	17.27	19.74
不良贷款率	1.52	1.52	1.58	1.19
拨备覆盖率	159.51	150.36	150.99	222.33
存贷比	-	68.17	69.80	73.45
人民币流动性比率	-	44.21	44.17	48.88
资本充足率	14.82	14.94	15.39	14.87
一级资本充足率	13.14	13.15	13.32	12.12
核心一级资本充足率	12.98	12.98	13.13	12.12

数据来源：中国建设银行 2014~2016 年年报及 2017 年一季报

截至 2016 年末，建设银行总资产达 209,637 亿元，同比增长 14.25%，位居国有五大商业银行第二位；贷款总额 117,570 亿元，存款总额 154,029 亿元，同比分别增长 12.13%和 12.69%。截至 2016 年末，建设银行不良贷款率为 1.52%，同比下降 0.06 个百分点；拨备覆盖率为 150.36%，同比下降 0.63 个百分点；存贷比为 68.17%，同比下降 1.63 个百分点；人民币流动性比率为 44.21%，同比上升 0.04 个百分点。同期，建设银行资本充足率为 14.94%，一级资本充足率为 13.15%，核心一级资本充足率为 12.98%。2016 年，建设银行实现营业收入 6,050.90 亿元，同比下降 0.02%；实现净利润 2,323.89 亿元，同比增长 1.53%。同期，建设银行平均资产回报率为 1.18%，加权平均净资产收益率为 15.44%。

截至 2017 年 3 月末，建设银行总资产达 216,952 亿元，较 2016 年末增长 3.49%；贷款总额 121,715 亿元，存款总额 162,322 亿元。截至 2016 年末，建设银行不良贷款率为 1.52%，与 2016 年末持平；拨备覆盖率为 159.51%，较 2016 年末上升 9.15 个百分点。同期，建设银行



资本充足率为14.82%，一级资本充足率为13.14%，核心一级资本充足率为12.98%。2017年1~3月，建设银行实现营业收入1,707.98亿元，同比下降9.12%；实现净利润702.31亿元，同比增长3.42%。同期，建设银行年化平均资产回报率为1.32%，年化加权平均净资产收益率为17.63%。

建设银行托管业务稳健发展。截至2016年末，建设银行投资托管业务规模9.25万亿元，同比增长29.05%，其中，保险资产托管规模2.58万亿元，同比增长68.97%；私募基金托管规模3,025.38亿元，增幅104.11%。

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

结论

综上所述，物业管理作为房地产生产链上重要的一环，逐步受到房地产开发商的重视；新和昌物业总资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，营业收入呈增长趋势；按照大公现金流预测，基础资产现金流入可以对本计划各期资产支持证券相关费用及应付本息按期、足额覆盖；新和昌物业作为差额支付承诺人与计划管理人签署《差额支付承诺函》，发生任一差额支付事件，差额支付承诺人支付优先级资产支持证券当期的预期收益和所有本金的差额部分承担补足义务；中瑞集团对特定原始权益人在《差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务承担连带保证责任，具有很强的增信作用。同时，预测期间内部分现金流来自于关联方和昌地产集团有限公司的自有资金，本计划存在一定的关联交易风险；受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，新和昌物业未来物业费收入具有一定的不确定性；基础资产项下物业合同存在较高的区域集中度风险；若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

大公认认为，本计划优先级资产支持证券违约风险很低，大公确定新和昌01、新和昌02、新和昌03、新和昌04和新和昌05的信用等级均为AA+。

跟踪评级安排

华林证券股份有限公司拟于 2017 年设立 2.20 亿元华林证券-新和昌物业费信托受益权资产支持专项计划。在专项计划优先级资产支持证券存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注本计划基础财产情况，以及优先级资产支持证券所对应的优先级资产支持证券利润分配情况，对主要参与方发生重大事件的，大公将就事件对本计划的影响程度进行分析，据实确认信用等级或调整信用级别，并出具跟踪评级报告，以动态地反映本计划优先级资产支持证券利益的保障程度。

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在优先级资产支持证券存续期内每年的 6 月 30 日前出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

定期跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评审委员会审核、出具跟踪评级报告等程序进行。大公的跟踪评级报告和评级结果将对受托机构、优先级资产支持证券持有人、监管部门及监管部门要求的对象进行披露。

3) 如计划管理人不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至计划管理人提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司对外担保情况

单位：亿元

担保明细					
被担保单位	企业性质	担保方式	担保金额	与公司关系	担保期限
河南中瑞集团有限公司	民企	保证担保	3.00	兄弟公司	2015.12~2018.12
			0.50		2016.08~2017.08
			2.50		2016.03~2018.03
			0.12		2016.04~2019.04
			1.50		2016.12~2017.12
开封华瑞化工新材料股份有限公司	国企	保证担保	0.30	参股公司	2016.08~2017.08
			0.60		2016.01~2017.12
			0.30		2017.01~2018.01
			0.29		2017.02~2018.02
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	国企	保证担保	2.40	参股公司	2015.03~2017.06
河南平瑞供应链管理有限公司	国企	保证担保	1.00	参股公司	2016.07~2017.07
庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司	国企	保证担保	1.00	参股公司	2016.08~2017.08
郑州欣卓商贸有限公司 ¹⁰	民企	保证担保	0.20	非关联	2016.04~2017.04
			0.19		2016.08~2017.08
河南悦贸行贸易有限公司	民企	保证担保	0.19	非关联	2016.10~2017.10
河南汇之通商贸有限公司	民企	保证担保	0.19	非关联	2016.10~2017.10
河南禾悦园林绿化工程有限公司	民企	保证担保	0.10	非关联	2016.06~2017.06
按揭担保	-	-	124.47	-	-
合计	-	-	138.85	-	-

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

¹⁰ 中瑞集团对郑州欣卓商贸有限公司于 2017 年 4 月到期的担保未提供续保。

附件 2 郑州中瑞实业集团有限公司对外担保企业财务情况

单位：亿元、%

被担保单位	期末资产总额	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2015 年					
河南中瑞集团有限公司	14.74	32.39	79.40	0.87	0.04
开封华瑞化工新材料股份有限公司	4.31	75.89	4.58	0.07	0.73
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	17.48	36.46	74.65	0.58	4.68
河南平瑞供应链管理有限公司	1.66	41.15	60.07	-0.03	-0.30
庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司	2.13	47.92	13.11	0.04	1.08
郑州欣卓商贸有限公司	0.47	69.28	2.90	0.02	0.007
河南悦贸行贸易有限公司	0.49	68.12	3.47	0.03	0.05
2016 年					
河南中瑞集团有限公司	28.41	58.54	158.57	1.59	0.08
开封华瑞化工新材料股份有限公司	4.53	75.35	6.09	0.01	-0.99
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	39.16	73.30	55.97	0.28	7.53
河南平瑞供应链管理有限公司	2.75	62.52	12.43	0.05	-0.91
庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司	4.63	75.69	5.52	0.02	0.06
郑州欣卓商贸有限公司	2.12	68.78	8.00	0.12	0.13
河南悦贸行贸易有限公司	2.10	68.67	6.85	0.09	0.04

数据来源：根据中瑞集团提供资料整理

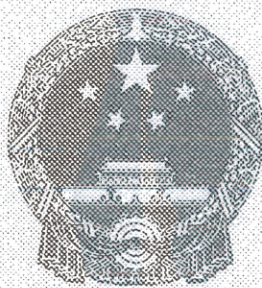
附件 3 资产支持证券信用等级符号和定义

大公信用评级是用一个简单的符号系统，给出关于特定债务或企业之信用风险客观、独立、公正的意见。大公资产支持证券信用评级反映了资产支持专项计划优先级资产支持证券本息获得按期、足额偿付的保障程度，是对偿付违约可能性和违约损失程度的评价，评级结果受交易结构、相关法律条款、资产质量以及主要参与方提供服务的水平等的影响。

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

资产支持证券信用等级符号和定义

级别	含 义
AAA	债务的信用质量最高。它对偿付本息有着充分而可靠的保障，尽管某些债务保护因素可能会发生变化，但这些变化带来的影响不会损害其相当稳定的保障。违约风险极低。
AA	债务的信用质量很高，它比 AAA 信用等级稍低只是由于其长期风险相对稍高。违约风险很低。
A	债务的信用质量比较高，其对本息的保护是比较充足的，但可能存在一些对将来产生不利影响的因素。违约风险较低。
BBB	债务的信用质量中等，在正常条件下对本息偿付具备足够保障，但在不利的经营环境下，其保护因素可能会不足或不大可靠。违约风险一般。
BB	债务的信用质量一般。该级债务缺乏对偿付本息的可靠保障，信用质量的不确定性是这一级别债务的突出特征。
B	债务的信用质量较差。它们通常缺少良好的投资特征，长期看缺乏对偿付本息的必要保障。违约风险较高。
CCC	债务的信用质量很差。这种债务对于本息的偿付存在着现实的危险因素。违约风险很高。
CC	债务的信用质量极差。这种债务常常违约，或具有其它明显的缺陷。违约风险极高。
C	债务的信用质量最低。这一等级的债务基本不能偿还，并且违约后的损失很大。
注： BBB 级及以上级别属投资级， BB 级及以下级别属投机级；除 AAA 级， CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。	



营业执照

(副本) (4-1)

统一社会信用代码 911101051000158757

名称 大公国际资信评估有限公司
类型 其他有限责任公司
住所 北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦 A座2901
法定代表人 关建中
注册资本 5000万元
成立日期 1994年03月10日
营业期限 1994年03月10日至 2044年03月09日
经营范围 企业信用度及有价证券等级评估;向国内外申请贷款及担保信用度评估;项目可行性研究及可行性研究报告编制与评估;证券市场资信评级业务;股份制改组企业方案设计、财务咨询服务;信用管理咨询服务;经济管理咨询服务及人员培训。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



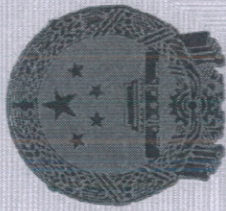
在线扫码获取详细信息

登记机关



提示:每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

2015年 1月 18日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：大公国际资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关建中

注册地址：北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦B座20层B2001

编号：ZPJ004



中国证券监督管理委员会(公章)

2008年2月26日



中国保险监督管理委员会 CIRC

China Insurance Regulatory Commission

第一条 根据《中华人民共和国保险法》第一百零五条的有关规定，经国务院批准，保险公司可以投资企业债券。为保证保险公司资金运用的流动性、安全性、盈利性，特制定本办法。

第二条 本办法所称企业债券是指经国家主管部门批准发行，且经监管部门认可的信用评级机构评级在AA级以上的企业债券。

目前中国保监会认可的信用评级机构为中诚信国际信用评级有限公司、大公国际资信评估有限公司。其他评级公司须另行认可。

第三条 保险公司依本办法买卖企业债券，自主经营、自担风险、自负盈亏。

第四条 企业债券应由各保险公司总公司或保险资产管理公司统一买卖，保险公司分支机构不得买卖企业债券。

第五条 保险公司投资企业债券实行比例控制的办法。保险公司购买的各种企业债券余额按成本价格计算不得超过本公司上月末总资产的20%。

保险公司同一期单品种企业债券持有量不得超过该期单品种企业债券发行额的15%或保险公司上月末总资产的2%，两者以低者为准。

第六条 保险公司在沪、深证券交易所、全国银行间债券市场买卖债券，应当遵守相关法律、法规及业务规则。

第七条 保险公司经批准开办的投资连结保险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产100%的投资账户，万能寿险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产80%的投资账户。投资账户的设立、合并、撤消、变更应符合我会的有关规定。

分红保险或其他独立核算的保险产品，投资企业债券的比例不得超过本产品上月末资产的20%。

第八条 保险公司未按本办法规定买卖企业债券的，中国保监会可依据《中华人民共和国保险法》及有关法律、法规予以行政处罚。

第九条 外国保险公司分公司适用本办法。

第十条 本办法由中国保监会负责解释，修订亦同。

第十一条 本办法自发布之日起施行。《保险公司购买中央企业债券管理办法》（保监发〔2003〕9号）同时废止。



中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

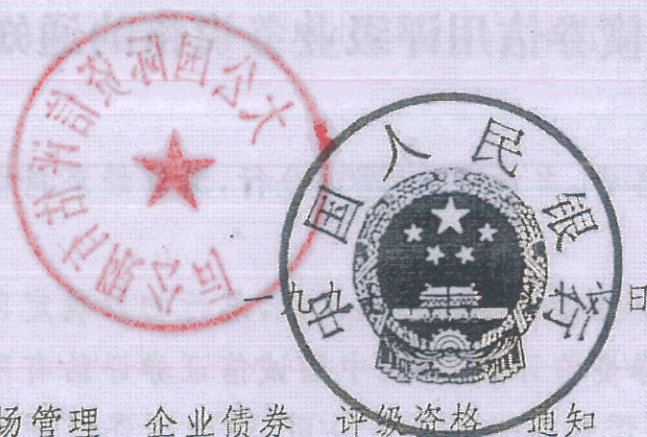
资格的机构外,其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前,必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知,请严格遵照执行。



主题词:金融市场管理 企业债券 评级资格 通知

抄 送:中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送:办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打 字:刘 焱 校 对:卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发