

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

大公报 SD【2018】587号

结构摘要

资产支持证券

证券分层	本次级别	上次级别	发行额(亿元)	发行期限
新和昌 01	AA+	AA+	0.36	1年
新和昌 02	AA+	AA+	0.39	2年
新和昌 03	AA+	AA+	0.39	3年
新和昌 04	AA+	AA+	0.39	4年
新和昌 05	AA+	AA+	0.41	5年
次级	-	-	0.26	5年
设立日	2017年7月31日			
还本付息方式	按年付息,到期还本			
剩余本金	2.20亿元			
上次评级时间	2017年7月4日			

基础资产

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

主要参与方

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

评级小组负责人: 杨绪良

评级小组成员: 李丁怡 宋家亦

电话: 86-10-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 86-10-84583355

E-mail: 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,基于对本次跟踪评级所获得的基础资产和主要参与方等相关信息的分析,大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公”)对本计划优先级资产支持证券新和昌 01~05 的信用等级维持 AA+。

正面

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



关注

- 预测期间内部分现金流来自于关联方和昌地产集团有限公司的自有资金，本计划仍存在一定的关联交易风险；
- 受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，新和昌物业未来物业费收入仍具有一定的不确定性；
- 基础资产项下物业合同仍存在较高的区域集中风险；
- 若发生大面积小区楼盘替换物管公司等不可控事件，可能导致本计划基础资产产生的现金流与评估预测存在一定偏差；
- 担保人中瑞集团有息债务仍以短期有息债务为主，面临一定的短期集中偿付压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年六月二十七日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用者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。

跟踪评级说明

受华林证券委托，大公于 2017 年 7 月 4 日对本计划优先级资产支持证券进行了首次信用评级，确定优先级资产支持证券信用级别均为 AA+，本计划已于 2017 年 7 月 31 日设立。本次跟踪评级期间为 2017 年 7 月 4 日至本报告出具日，其中资产池信息截至 2018 年 5 月 31 日，资产支持证券偿付信息截至 2017 年 12 月 31 日。在此期间，大公对本计划基础资产和主要参与方进行了信息收集，在分析所获得相关信息的基础上得出本次跟踪评级结论。

资产支持专项计划概要

基础资产

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

本计划物业资产系指自专项计划成立日起未来五年借款人根据《物业服务合同》（以下简称“《物业服务合同》”）约定且实际提供物业服务而有权收取的应收未收的所有物业管理费、车位管理费（包括未偿本金部分以及利息部分）及其他应收款项，以及自专项计划成立日起至案场合同终止日借款人根据《案场服务合同》（以下简称“《案场服务合同》”）约定且实际提供物业服务而有权收取的应收未收的所有案场服务费（包括未偿本金部分以及利息部分）及其他应收款项（以下简称“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。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 2017 年年度资产管理报告》¹（以下简称“管理报告”），在报告期间 2017 年 7 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日，专项计划账户收到基础资产归集资金共计 1,862.29 万元。2018 年 1~5 月河南新和昌共归集资金 2,975.73 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

¹ 计划管理人只出具年度资产管理报告。

02、新和昌 03、新和昌 04 和新和昌 05 五档；次级资产支持证券预计募集规模为 0.26 亿元，由特定原始权益人新和昌物业全额认购。本计划优先级资产支持证券新和昌 01~05 均为按年支付预期收益，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。截至本报告出具日，本计划资产支持证券未到本息兑付日，资产支持证券本金及利息尚未偿付。

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	预期到期日
新和昌 01	3,600.00	16.26	1 年	2018 年 7 月 31 日
新和昌 02	3,900.00	17.73	2 年	2019 年 7 月 31 日
新和昌 03	3,900.00	17.73	3 年	2020 年 7 月 31 日
新和昌 04	3,900.00	17.73	4 年	2021 年 7 月 31 日
新和昌 05	4,100.00	18.64	5 年	2022 年 7 月 31 日
新和昌次	2,600.00	11.82	5 年	2022 年 7 月 31 日
合计	22,000.00	100.00	-	-

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

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

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：

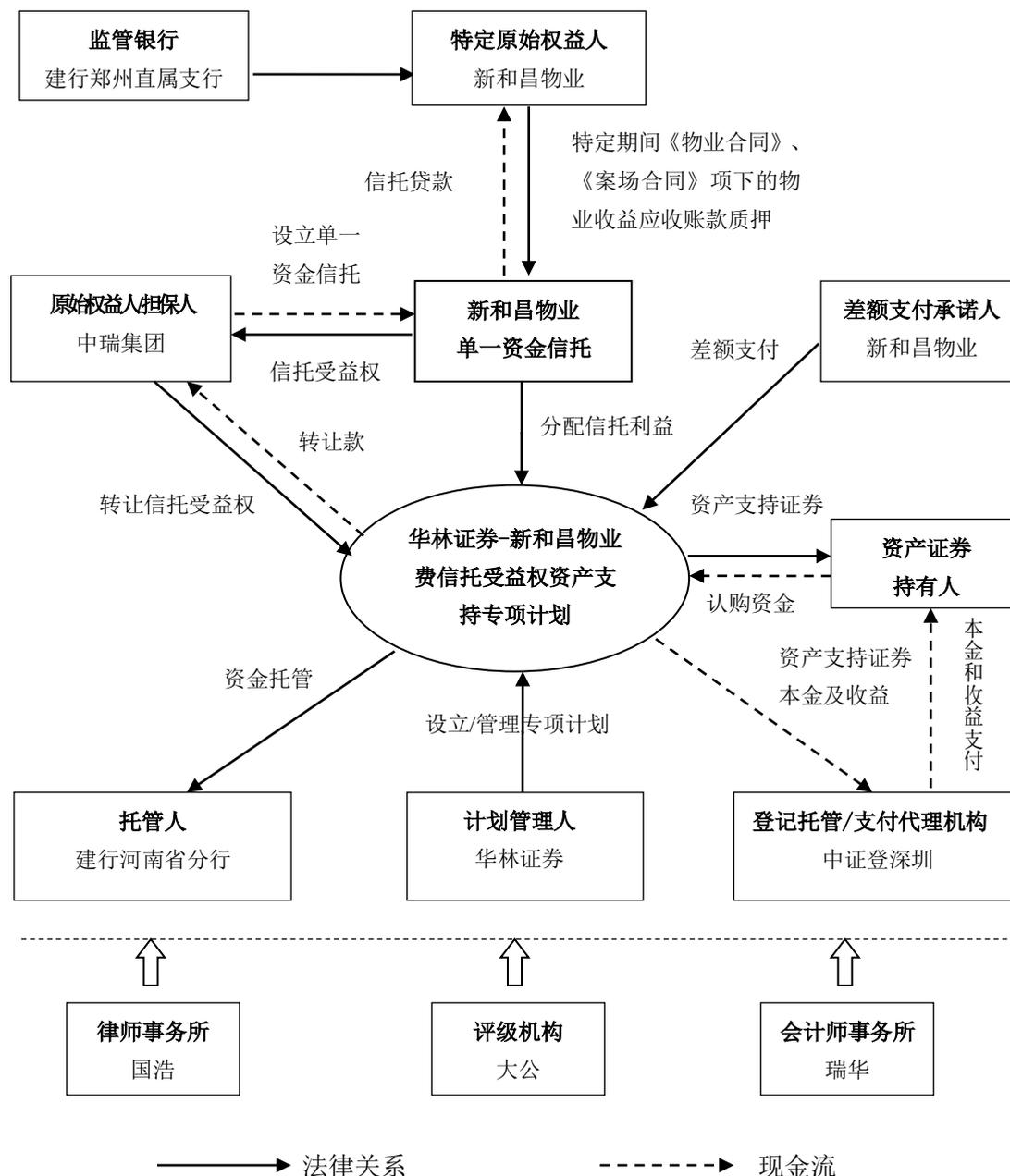


图 1 专项计划交易结构

资料来源：根据《计划说明书》及《标准条款》整理

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。

2017年以来，公司物业管理费收入持续增长；但受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，未来物业费收入仍具有一定的不确定性

作为本计划还款来源的物业费收入分为物业管理费、车位管理费和案场服务费。2017年，公司物业费收入为5,726.73万元，其中物业管理费收入为4,843.52万元，车位管理费收入为530.59万元，案场服务费收入为352.62万元。其中，物业管理费收入同比增长46.24%；综合年收缴率²为90.32%。公司物业管理费收入存在一定的缴费逾期和欠费等情况。2018年1~3月的综合年收缴率为50.13%，考虑到部分业主会在下半年度结清当年物业管理费，预计2018年1~3月的综合收缴率将会与2018年全年综合收缴率相差较大。新和昌物业目前提供服务的小区标准主要集中在0.5~5.9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，与新和昌物业目前的物业收费标准相适应。

表3 2015~2017年及2018年1~3月各地物业管理费收缴情况（单位：万元、%）

地区	2018年1~3月		2017年		2016年		2015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	1,081.97	50.87	1,967.56	92.23	1,305.10	91.08	1,161.20	95.74
武汉市	635.61	67.46	920.88	98.01	619.49	97.51	531.41	93.03
合肥市	880.09	53.61	1,277.85	96.41	922.63	95.93	622.61	97.83
扬州市	276.59	27.05	677.23	70.25	464.75	66.60	254.96	62.60
合计	2,874.26	50.13	4,843.52	90.32	3,311.96	88.84	2,570.17	90.89

数据来源：根据公司提供资料整理

整体来看，2017年以来，公司物业管理费收入持续增长；公司收费管理能力一般，受缴费逾期和个别住户欠费情况的影响，计划存续期间收缴率可能会发生变动，导致未来物业管理费收入仍具有一定的不确定性。

² 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。

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

截至2018年3月末，公司管理小区收费面积273.92万平方米，其中已接管项目物业收费面积259.13万平方米，预计接管项目物业收费面积14.79万平方米，两者在总收费面积中占比分别为94.60%和5.40%；公司管理小区物业管理费应收金额6,210.45万元，已接管项目和预计接管项目分别占比93.25%和6.75%。

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	259.13	94.60	5,791.17	93.25
预计接管物业	14.79	5.40	419.28	6.75
合计	273.92	100.00	6,210.45	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仍最多，物业管理面积仍最大，管理面积占整体入池面积比为41.23%，基础资产物业合同仍存在较高的区域集中风险。

地区	物业数量	物业面积	面积占比（%）
郑州市	10	112.95	41.23
合肥市	4	85.10	31.07
扬州市	5	48.29	17.63
武汉市	2	27.58	10.07
合计	21	273.92	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2018年3月末，物业管理费收入仍主要来自多层高层、洋房及公寓，该项业态的物业管理面积为230.84万平方米，占所有业态物业管理面积的84.27%。

地区	多层/高层/洋房/公寓		别墅		商铺		写字楼	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州	96.19	41.67	10.47	57.06	6.29	37.87	0.00	0.00
合肥	75.83	32.85	0.00	0.00	3.66	22.03	5.61	69.09
扬州	36.30	15.73	7.88	42.94	4.11	24.74	0.00	0.00
武汉	22.52	9.76	0.00	0.00	2.55	15.35	2.51	30.91
合计	230.84	100.00	18.35	100.00	16.61	100.00	8.12	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

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

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。其中，2017年物业管理收费权预测现金流入为5,574.51万元，公司2017年实际现金流入为5,176.38万元。实际发生现金流低于预测现金流，主要是由于专项计划现金流按年预测，2017年对应的预测期间为2017年1月1日至2017年12月31日，而实际现金流由于与专项计划的归集日相匹配，2017年实际现金流对应的期间为2017年1月1日至2017年12月16日，与预测期间相差15天。物业费的收缴高峰期为每年的6月和12月，2018年1月的归集期间为2017年12月18日至2018年1月16日，现金流归集金额较大，为1,947.43万元，即2017年7月31日至2018年1月16日信托财产专户内归集的物业资产现金流总额为3,809.72万元。2018年1~5月公司共归集资金2,975.73万元。

在监管期间，物业服务机构每月归集一次《物业服务合同》和《案场合同》项下的物业费收入。专项计划成立日至2018年5月31日，基础资产回收款总计4,838.02万元，T1专项计划应付本息合计为4,976.10万元。截至本报告出具日，本计划资产支持证券未到本息兑付日，资产支持证券本金及利息尚未偿付。

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

时间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T1	5,574.51	5,230.00	88.80	1.05	T1	5,574.51	4,976.10	11.94	1.12
T2	5,691.89	5,483.00	0.00	1.04	T2	5,691.89	5,042.10	11.58	1.13
T3	5,619.12	5,403.50	0.00	1.04	T3	5,619.12	4,776.90	11.19	1.17
T4	5,474.98	5,211.00	0.00	1.05	T4	5,474.98	4,500.00	10.8	1.21
T5	5,474.98	5,112.00	0.00	1.07	T5	5,474.98	4,407.50	10.41	1.24

注：1、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》、大公预测

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1.02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1.12倍，基础资产

现金流对本计划优先级各期相关费用及应付本息仍能够足额覆盖。

压力测试

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

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

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

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

收缴率基础上下降 5.00%。

根据大公压力测试，在不考虑其他税费、计划管理人对专项计划账户内资金进行再投资和资金沉淀等情况下，在压力情景下，专项计划各期预计现金流扣除当期应付费后，对当期信托贷款应付本息覆盖倍数为 0.94³倍以上，对当期专项计划应付本息覆盖倍数达到 1.00 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8 压力情景下预测现金流对于信托贷款应付本息及专项计划应付本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

时间	当期预计 现金流	当期信托贷 款应付本息	相关 费用	覆盖 倍数	时间	当期预计 现金流	当期专项计 划应付本息	相关 费用	覆盖 倍数
T1	4,991.32	5,230.00	88.80	0.94	T1	4,991.32	4,976.10	11.94	1.00
T2	5,261.58	5,483.00	0.00	0.96	T2	5,261.58	5,042.10	11.58	1.04
T3	5,229.02	5,403.50	0.00	0.97	T3	5,229.02	4,776.90	11.19	1.09
T4	5,061.39	5,211.00	0.00	0.97	T4	5,061.39	4,500.00	10.8	1.12
T5	5,090.55	5,112.00	0.00	1.00	T5	5,090.55	4,407.50	10.41	1.15

注：1、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》、大公预测

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

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

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

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

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。

的利率发生重大变化等仍可能导致本计划基础资产经营产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

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

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，仍具有一定的增信作用

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

次级资产支持证券规模为 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仍提供了一定的信用支持作用。

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

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

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

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

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

主要参与方

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2018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2018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。

我国物业管理行业仍处于起步阶段，行业进入壁垒仍较小，物业管理公司仍面临潜在进入者威胁；物业管理作为房地产生产链上重要的一环，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，作为房地产生产链上的重要一环，物业管理公司非但不会与开发商脱钩，反而会有越来越多的开发商成立自己控制的物业管理公司，借以提升竞争的平台。

由于物业管理行业的规模经济形成还处于起步阶段，物业管理行业作为劳动密集型的第三产业，其进入的规模经济壁垒仍较小，而组

建一个物业公司资本投入量仍较低，因此潜在进入者威胁将始终存在。

2017年，公司营业收入大幅增长，物业管理费仍是营业收入的主要来源

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

随着公司发展，接管物业项目不断增加，物业管理面积不断扩大。2017年，公司营业收入为13,124.25万元，同比增长77.28%，其中，物业管理费收入为5,358.02万元，同比增长40.23%；车位服务费收入为1,184.67万元，同比大幅增长194.17%；案场服务费收入为2,927.77万元，同比增长45.27%；前期介入费收入为541.60万元，同比略有下降；其他收入为3,112.19万元，同比大幅增加2,507.27万元，其他收入包括水电费、会所收入、清洁服务费、工本费、临时充电费及维修服务费等，占营业收入比重显著提高。同期，公司实现毛利润2,343.00万元，同比增长119.80%；毛利率同比上升3.45个百分点。

表9 2015~2017年及2018年1~3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：万元、%）

项 目	2018年1~3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	3,989.96	100.00	13,124.25	100.00	7,402.93	100.00	5,761.67	100.00
物业管理费	1,667.72	41.80	5,358.02	40.83	3,820.76	51.62	2,950.28	51.21
车位服务费	298.46	7.48	1,184.67	9.03	402.72	5.44	400.57	6.95
案场服务费	848.85	21.27	2,927.77	22.31	2,015.44	27.22	1,982.37	34.41
前期介入费	380.28	9.53	541.60	4.13	559.09	7.55	101.96	1.77
其他	794.65	19.92	3,112.19	23.71	604.92	8.17	326.50	5.67
毛利润	472.10	100.00	2,343.00	100.00	1,065.98	100.00	986.36	100.00
毛利率	11.83		17.85		14.40		17.12	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2018年1~3月，公司共实现营业收入3,989.96万元，其中物业管理费收入为1,667.72万元，占营业收入比重为41.80%；毛利润为472.10万元，毛利率为11.83%。

预计未来1~2年，随着公司业务规模的扩大，物业费收入仍将呈上升趋势。

依托于中瑞集团，新和昌物业的业务发展仍较快，管理的物业业态仍较为丰富

公司立足郑州，坚持“全国化发展、集团化管控、规范化运营”发展战略，业务范围涉及郑州、洛阳、合肥、扬州、武汉等国内重点城市。截至2018年3月末，公司累计接管项目23个，管理建筑面积339.77万平方米，储备面积141.85万平方米，其中包括写

字楼、商铺、高层、小高层、洋房、电梯洋房、联排别墅、叠拼别墅、公寓等物业形态。公司管理规模持续扩大，主要依托于中瑞集团所提供的资源。新和昌物业作为中瑞集团的子公司，负责中瑞集团旗下超过 90%的房地产项目物业管理，从商业定位到业态规划，从前期介入到商家入驻，新和昌物业作为资产运营者的身份全程参与其中。

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

2017年以来，公司总资产规模大幅增长，仍以流动资产为主；随着业务规模的扩张，公司负债大幅上升；2017年公司经营性净现金流转为净流出，对债务的保障能力较弱

新和昌物业提供了 2017 年财务报表及 2018 年 1~3 月财务报表⁴。瑞华对公司 2017 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，2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

2017 年末，公司资产总额为 5.35 亿元，同比大幅增长 4.24 亿元，资产仍以流动资产为主，占总资产比重为 94.77%。公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，2017 年末，公司货币资金为 2.07 亿元，同比增加 1.80 亿元，主要是公司通过发行本计划取得资金所致，其中受限资金为定期存款 1.94 亿元。同期，其他应收款为 2.74 亿元，同比增加 2.17 亿元，增长部分以与股东的往来款为主。由于新和昌物业主营业务为物业管理费和案场服务费，其非流动资产很少。公司非流动资产主要由持有至到期投资和固定资产构成，2017 年末，新增持有至到期投资科目 0.26 亿元，全部为公司作为原始权益人全额认购的本计划次级资产支持证券；固定资产为 112.29 万元，同比略有增长。

从资本结构方面来看，2017 年末，公司负债总额为 4.77 亿元，同比大幅增长 4.22 亿元，负债仍以流动负债为主，占总负债比重为 61.84%。公司流动负债主要由其他应付款构成，2017 年末，公司其他应付款为 2.12 亿元，同比增加 1.91 亿元，主要为资金往来款增加所致。公司非流动负债全部由长期借款构成，2017 年末，新增长期借款科目 1.82 亿元，主要为公司作为发行日发行本计划取得的借款。

2017 年末，公司所有者权益为 0.58 亿元，同比略有增长，主要由于新增合并企业郑州瑞兴物业管理有限公司所致；受负债持续快速扩张影响，资产负债率上升较快，同比增加 39.69 个百分点；流动比率和速动比率均为 1.72 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力仍较好。

盈利能力方面，2017 年，公司实现营业收入 1.31 亿元，同比增加 0.57 亿元；期间费用为 0.20 亿元，同比增加 0.12 亿元，主要是由于职工薪酬增加所致。

现金流方面，2017 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，主要由于资金往来大幅增加所致，对债务的保障能力较弱；投资性现

⁴ 仅包括资产负债表和损益表，未提供现金流量表。

金流表现仍为净流出，主要是支付定期存款所致；筹资性净现金流为 1.72 亿元，同比大幅增加，主要因为公司于 2017 年发行本计划所致。

表 10 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月新和昌物业主要财务指标（单位：万元、%）

项 目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
期末总资产	51,541.96	53,476.87	11,108.98	3,689.10
期末非流动资产合计	2,799.09	2,821.67	150.58	118.16
期末流动资产合计	48,742.87	50,655.20	10,958.40	3,570.94
期末负债总额	45,981.63	47,701.34	5,500.28	2,855.57
期末所有者权益	5,560.33	5,727.84	5,608.70	833.53
营业收入	3,989.96	13,124.25	7,402.93	5,761.67
期间费用	679.25	1,962.84	812.82	397.00
利润总额	-214.24	293.97	370.97	261.76
经营性净现金流	-	-45.03	2,620.53	230.79
投资性净现金流	-	-18,685.49	-5,239.19	-57.64
筹资性净现金流	-	17,232.20	4,508.00	0.00
期末资产负债率	89.21	89.20	49.51	77.41
毛利率	11.83	17.85	14.40	17.12
经营性净现金流/流动负债	-	-0.15	47.64	9.53
经营性净现金流/总负债	-	-0.09	47.64	9.53

数据来源：新和昌物业 2015~2017 年审计报告及 2018 年一季度报

截至 2018 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，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%。2015 年 12 月，更为现名。经过数次增资扩股和股权转让后，截至 2018 年 3 月末，中瑞集团注册资本为 30.00 亿元，控股股东为郑州瑞昌企业管理咨询有限公司（以下简称“郑州瑞昌”），持有中瑞集团 90.00% 股权，同时万永兴持有郑州瑞昌 70.00% 股权，故中瑞集团实际控制人为万永兴。

中瑞集团主要业务仍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仍主要为定位于二线省会城市的住宅开发，产品类型丰富。

中瑞集团仍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；2017年，中瑞集团收入和毛利润同比有所增长，毛利率同比略有下降

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，其中供应链管理业务是中瑞集团收入的主要来源；其他业务主要为物业等辅业，收入规模较小。2017年，中瑞集团营业收入485.18亿元，同比增长69.68亿元，主要由于煤炭和有色金属等贸易规模扩大所致。

表 11 2015~2017 年及 2018 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	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	137.76	100.00	485.18	100.00	415.50	100.00	231.37	100.00
供应链管理	114.30	82.97	413.80	85.29	328.40	79.04	186.14	80.45
供应链金融	3.06	2.22	13.44	2.77	8.30	2.00	8.60	3.72
房地产	19.56	14.2	55.97	11.54	77.82	18.73	36.51	15.78
其他	0.84	0.61	1.97	0.41	0.98	0.24	0.12	0.05
毛利润	15.25	100.00	41.80	100.00	37.63	100.00	26.06	100.00
供应链管理	6.64	43.53	17.10	40.91	13.25	35.20	8.22	31.53
供应链金融	2.66	17.45	11.98	28.66	6.87	18.26	6.12	23.48
房地产	5.75	37.71	12.34	29.52	17.35	46.13	11.64	44.65
其他	0.20	1.32	0.38	0.91	0.16	0.42	0.09	0.34
毛利率	11.07		8.62		9.06		11.26	
供应链管理	5.81		4.13		4.03		4.41	
供应链金融	87.02		89.14		82.79		71.17	
房地产	29.39		22.05		22.30		31.87	
其他	23.94		19.29		15.90		71.22	

数据来源：根据中瑞集团提供的资料整理

分业务板块来看，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。2017年，中瑞集团供应链管理业务收入为413.80亿元，同比增长26.00%，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2017年为13.44亿元，同比增长61.93%，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；中瑞集团以住宅开发为主，实现房地产业务营业收入55.97

亿元，同比下降 28.08%，主要由于市场受宏观调控影响，当期交付结转项目的销售面积下降所致。

2017 年，中瑞集团毛利润为 41.80 亿元，同比增长 11.08%，其中供应链管理业务毛利润同比增长 29.06%，主要由于煤炭及有色金属等大宗商品价格上升，业务量及贸易利润空间增加所致；供应链金融业务毛利润同比增加 74.38%，主要由于煤炭、钢铁、有色等行业效益持续向好，带动保理业务快速发展所致；房地产板块毛利润同比下降 28.88%，主要是受房地产业务销售大幅下降影响。

从毛利率来看，2017 年，中瑞集团毛利率略有下降，从业务板块看，供应链管理毛利率略有上升；供应链金融板块毛利率同比增长 6.35 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相对减少；房地产板块毛利率波动较小。

2017 年，中瑞集团收入和毛利润同比有所增长，毛利率同比略有下降。预计未来 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，营业收入将保持增长。

2017 年，中瑞集团资产规模有所增长，仍以流动资产为主；受限资产规模仍较大，对资产流动性仍产生一定不利影响

中瑞集团提供了 2017 年财务报表，瑞华对中瑞集团 2017 年财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月的财务报表未经审计。

2017 年末，中瑞集团总资产 666.62 亿元，同比增长 26.66%，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。资产结构仍以流动资产为主，占总资产比重为 93.02%，较 2016 年末略有下降。

中瑞集团流动资产仍主要由存货、其他应收款、应收保理款、货币资金及应付账款等构成。2017 年末，中瑞集团存货为 185.52 亿元，同比增长 29.66%，其中开发成本为 159.58 亿元；其他应收款为 184.14 亿元，同比大幅增长 97.64%，主要由于关联方资金往来增多，对资金形成占用，一定程度上影响了资产流动性，期末余额前五名其他应收款共计 68.91 亿元，占其他应收款年末余额的 37.41%；应收保理款为 85.32 亿元，同比增长 26.12%，应收保理款前五名客户合计金额为 16.53 亿元，全部为中瑞集团贸易客户，占应收保理款总额的 19.34%，集中度适中，中瑞集团列入损失类的应收保理款为 1.09 亿元，主要由于当期客户在业务到期前申请延期所致；货币资金为 72.58 亿元，同比减少 37.30 亿元，主要是银行承兑汇票保证金大幅减少所致，受限货币资金为 41.72 亿元，主要为信用证保证金和监管户资金等；应收账款为 43.13 亿元，同比增长 27.11%，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 97.60%，按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款共计 11.35 亿元，占比为 26.08%，未计

提坏账准备。

中瑞集团非流动资产仍主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。2017年末，长期股权投资为16.21亿元，同比增长15.95%，主要由于当期追加对联营企业等投资所致；投资性房地产为9.56亿元，同比增加8.06亿元，主要由于中瑞集团部分自建房产转为出租导致存货转入。

2017年末，中瑞集团受限资产合计为89.51亿元，占总资产比重为13.43%，占净资产比重为56.45%，其中受限货币资金为41.72亿元，用于抵押的存货为46.85亿元，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。

2018年3月末，中瑞集团总资产为690.85亿元，较2017年末增长3.63%，流动资产为645.86亿元，占总资产比重为93.49%；非流动资产为44.99亿元。

综上所述，2017年，中瑞集团资产规模有所增长，仍以流动资产为主；受限资产规模仍较大，对资产流动性仍产生一定不利影响。

2017年末，中瑞集团总负债规模有所增长，仍以流动负债为主；有息债务仍以短期有息债务为主，面临一定的短期集中偿付压力

2017年末，中瑞集团总负债508.05亿元，同比增长25.31%，仍以流动负债为主，占总负债比重为76.16%，较2016年末略有下降。截至2018年3月末，中瑞集团总负债为528.80亿元，其中流动负债为395.42亿元，占总负债比重为74.78%。

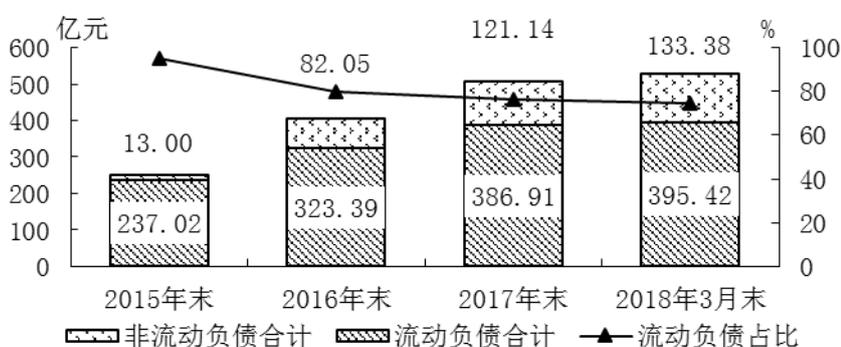


图2 2015~2017年末及2018年3月末中瑞集团负债构成情况

中瑞集团流动负债仍主要由预收款项、短期借款、其他应付款和应付账款等构成。2017年末，中瑞集团预收款项为147.06亿元，同比增加43.08亿元，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；短期借款为77.31亿元，同比增加11.58亿元，主要由于中瑞集团业务规模扩大所需资金增加所致，其中质押借款50.69亿元，抵押借款13.00亿元及保证借款13.63亿元；其他应付款为58.78亿元，同比增长67.42%，主要是中瑞集团投资项目增加导致关联方资金往来款增加所致；应付账款为44.68亿元，同比增加23.06亿元，

主要由于房地产项目增加及贸易业务规模扩大，致使应付货款及应付工程款增加所致。

中瑞集团非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成。2017年末，中瑞集团长期借款为65.16亿元，同比增长79.16%，主要由于中瑞集团资金需求增加，抵押借款增加所致；应付债券为53.35亿元，其中新增当期发行的中期票据20.00亿元。

截至2018年3月末，中瑞集团总有息债务为272.56亿元，其中短期有息债务为129.39亿元，占总息债务比重为47.47%；长期有息债务为143.18亿元，占比为52.53%。总有息债务占总负债比重为51.54%，面临一定的债务偿付压力。从有息债务期限结构来看，截至2018年3月末，中瑞集团有息债务主要集中在1年以内，总体看，中瑞集团具有一定的短期集中偿债压力。

表 12 截至 2018 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	(4,5]年	合计
金额	129.39	85.45	50.50	5.40	1.82	272.56
占比	47.47	31.35	18.53	1.98	0.67	100.00

2017年末，中瑞集团所有者权益分别为158.57亿元，同比增长35.46亿元，主要是由于郑州瑞昌增资10.00亿元、未分配利润增加以及中瑞集团股权投资带来的少数股东权益大幅增加所致。2018年3月末，中瑞集团所有者权益为162.05亿元。

2017年末，中瑞集团资产负债率为76.21%，同比变化不大；长期资本适合率有所下降，但数值仍高于100%，主要是受贸易行业性质影响所致，非流动资产规模较小；流动比率和速动比率略有提升，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。2018年3月末，资产负债率略有上升，流动比率和速动比率较2017年末变化不大。

表 13 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末中瑞集团资产结构指标情况（单位：%、倍）

指标	2018年3月末	2017年末	2016年末	2015年末
资产负债率	76.54	76.21	77.03	69.17
长期资产适合率	656.63	601.52	636.00	597.23
流动比率	1.63	1.60	1.53	1.44
速动比率	1.14	1.12	1.09	0.96

截至2018年3月末，中瑞集团对外担保共计104.68亿元，占净资产的比重为64.60%。

综合来看，2017年末，中瑞集团总负债规模有所增长，仍以流动负债为主；有息债务仍以短期有息债务为主，面临一定的集中偿付压力。

2017年，中瑞集团营业收入有所增长；期间费用规模大幅增加

2017年，中瑞集团营业收入485.18亿元，同比增长16.77%，主

要由于供应链管理板块收入增长所致；毛利率为 8.62%，略有下降。2018 年 1~3 月，中瑞集团营业收入为 137.76 亿元，同比增长 60.58%；毛利率为 10.92%，同比上升 3.65 个百分点。

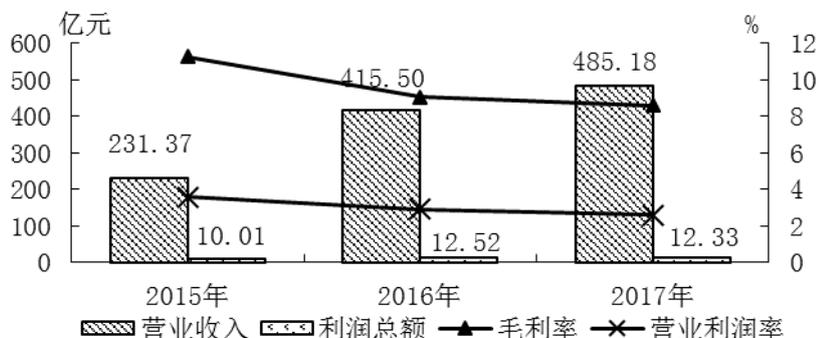


图 3 2015~2017 年中瑞集团收入和盈利情况

2017 年，中瑞集团期间费用合计 31.46 亿元，同比增加 8.06 亿元，主要由于销售费用中贸易业务运输费用增加较多以及财务费用中利息支出增加所致。2018 年 1~3 月，中瑞集团期间费用合计为 7.38 亿元，同比增长 43.02%。

表 14 2015~2017 年及 2018 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	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	36,208	2.63	154,069	3.18	121,620	2.93	82,583	3.57
管理费用	13,565	0.98	59,843	1.23	44,100	1.06	30,034	1.30
财务费用	24,051	1.75	100,706	2.08	68,231	1.64	33,215	1.44
期间费用	73,824	5.36	314,618	6.48	233,952	5.63	145,832	6.30

2017 年，中瑞集团营业利润为 12.52 亿元，同比增长 3.64%；利润总额为 12.33 亿元，同比下降 1.52%，主要是营业外收入中政府补助收入大幅减少所致；总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.37%和 6.01%，同比变化不大。2018 年 1~3 月，中瑞集团利润总额和净利润分别为 4.98 亿元和 3.74 亿元。

综合来看，2017 年中瑞集团营业收入有所增长；期间费用规模大幅增加。

2017 年，中瑞集团经营性净现金流同比大幅减少，对债务及利息的保障能力减弱

2017 年，中瑞集团经营性净现金流 4.52 亿元，同比大幅降低 82.44%，主要由于房地产板块产生的资金往来现金大幅减少所致；投资性净现金流为 -46.95 亿元，随着中瑞集团投资规模增大，仍为净流出；筹资性净现金流为 37.84 亿元，同比增加 10.37 亿元，主要由于当期增资所致。

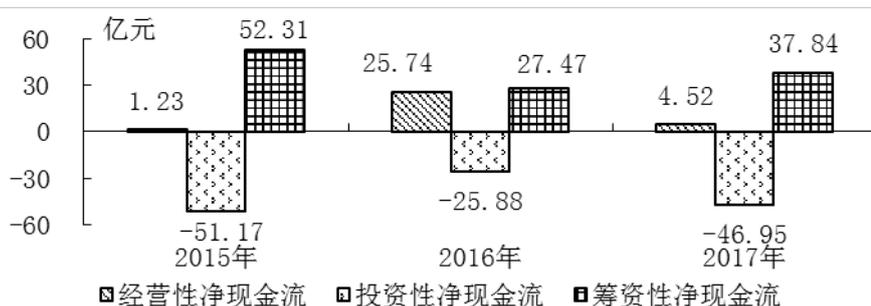


图4 2015~2017年中瑞集团现金流情况

2017年，瑞集团现金回笼率为110.90%，现金获取能力较好；经营性净现金流对债务和利息的保障能力下降；EBIT和EBITDA对利息的保障程度有所下降，保障程度一般。

计划管理人：华林证券

华林证券是国内首批成立的综合类证券公司之一，于1997年6月在西藏自治区注册成立，总部设在深圳。华林证券下设子公司共3家，分别为华林资本投资有限公司、华林创新投资有限公司和华林投资服务（深圳）有限公司。截至2017年末，华林证券注册资本人民币243,000.00万元，其中，深圳市立业集团有限公司出资174,039.71万元，持股比例71.62%、深圳市怡景食品饮料有限公司48,478.91万元，持股比例19.95%、深圳市希格玛计算机技术有限公司出资20,481.38万元，持股比例8.43%；净资本为人民币359,253.02万元。

华林证券的经营范围涵盖证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品等。华林证券以客户需求为中心，加快向现代财富管理机构转型的步伐，提供综合金融服务。在资产管理业务方面，华林证券高度重视业务和产品创新，华林证券积极推动资产管理业务转型发展，不断完善管理体系和研发新产品。华林证券管理资金规模稳步增长，产品线丰富完善。截至2017年末，公司存续资产管理产品184只，管理资产规模超千亿元。2017年，华林证券实现营业收入106,718.60万元，营业利润47,979.69万元，净利润46,212.63万元。

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。

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

施提供了良好保障。

监管银行：建行郑州直属支行

托管银行：建行河南省分行

中国建设银行股份有限公司(以下简称“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 2018 年 3 月末, 中央汇金投资有限责任公司和香港中央结算(代理人)有限公司为建设银行前两大股东, 持股比例分别为 57.11% 和 36.74%。

建设银行主要经营范围包括: 吸收公众存款; 发放短、中、长期贷款; 办理国内外结算; 办理票据承兑与贴现; 发行金融债券; 代理发行、代理兑付、承销政府债券; 买卖政府债券、金融债券; 从事同业拆借; 买卖、代理买卖外汇; 从事银行卡业务; 提供信用证服务及担保; 代理收付款项及保险业务; 提供保管箱服务; 经国务院银行业监督管理机构等监管部门批准的其他业务。2017 年末, 建设银行境内营业机构总计 14,890 个, 包括总行、37 个一级分行、341 个二级分行、13,297 个支行、1,213 个支行以下网点及 1 个总行信用卡中心。

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

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

截至 2018 年 3 月末, 建设银行总资产达 228,487.40 亿元, 比 2017 年末增长 3.27%; 贷款总额 131,520.89 亿元, 存款总额 168,996.61 亿元, 较 2017 年末分别增长 3.27%和 1.93%。截至 2018 年 3 月末, 建设银行不良贷款率为 1.49%, 同 2017 年末持平; 拨备覆盖率为 189.48%, 较 2017 年末上升 18.40 个百分点。同期, 建设银行资本充足率为 15.63%, 一级资本充足率为 13.71%, 核心一级资本充足率为 13.12%。2018 年 1~3 月, 建设银行实现营业收入 1,832.21 亿

元，同比上升 7.27%；实现净利润 740.76 亿元，同比增长 5.47%。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 17.05%。

表 15 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末建设银行主要经营指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月（末） ⁵	2017 年（末）	2016 年（末）	2015 年（末）
总资产	228,487.40	221,243.83	209,637.05	183,494.89
存款总额	168,996.61	163,637.54	154,029.15	136,685.33
贷款总额	131,520.89	129,034.41	117,570.32	104,851.40
所有者权益	18,536.16	17,958.27	15,896.54	14,450.83
营业收入	1,832.21	6,216.59	6,050.90	6,051.97
净利润	740.76	2,436.15	2,323.89	2,288.86
归属于母公司净利润	738.15	2,422.64	2,314.60	2,281.45
平均资产回报率	1.32	1.13	1.18	1.30
加权平均净资产收益率	17.05	14.80	15.44	17.27
不良贷款率	1.49	1.49	1.52	1.58
拨备覆盖率	189.48	171.08	150.36	150.99
人民币存贷比	-	70.73	68.17	69.80
人民币流动性比率	-	43.53	44.21	44.17
资本充足率	15.63	15.50	14.94	15.39
一级资本充足率	13.71	13.70	13.15	13.32
核心一级资本充足率	13.12	13.09	12.98	13.13

数据来源：建设银行 2015~2017 年年报及 2018 年一季报（A 股）

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，仍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产业链上重要的一环，仍受到房地产开发商的重视；新和昌物业总资产规模逐年增长，资产结构仍以流动资产为主，营业收入仍呈增长趋势；按照大公现金流预测，基础资产现金流入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，仍具有很强的增信作用。同时，

⁵ 2018 年 1~3 月，平均资产回报率和加权平均净资产收益率为年化值。



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

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

附件 1 资产支持证券信用等级符号和定义

大公信用评级是用一个简单的符号系统，给出关于特定债务或企业之信用风险客观、独立、公正的意见。大公资产支持证券信用评级反映了资产支持专项计划优先级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。	