

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】B143P号

阳光城集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对拟发行的“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第一期华济建筑实业资产支持票据”信用状况进行综合分析和评估，评定优先级资产支持票据信用等级为 AAA_{sf}。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年十一月十日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城集团”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与阳光城集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评对象的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第一期华济建筑实业 资产支持票据信用评级报告

资产支持票据	信用等级	发行规模 (万元)	规模占比 (%)	预期到期日
优先级	AAA _{sf}	49900.00	99.80	2021/11/18
次级	NR	100.00	0.20	2021/11/18
合计	-	50000.00	100.00	-

注: NR 为未评级。

交易概览

特殊目的载体	特殊目的信托	受托人/受托机构	中国金谷国际信托有限责任公司
发起机构/委托人/ 资产服务机构	深圳前海联捷商业保理有限公司	资金保管机构	中国民生银行股份有限公司厦门分行
共同债务人	阳光城集团股份有限公司 (简称“阳光城集团”)	法律顾问	北京市金杜律师事务所上海分所
		登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司

评级观点

本期资产支持票据基础资产共同债务人阳光城集团综合实力很强,其对应应收账款债权确认负有到期无条件清偿应付款的义务,对本期资产支持票据有很强的增信作用。本期资产支持票据还设置了较为严格的基础资产合格标准,以及不合格资产赎回机制,有利于保障基础资产信用质量。但东方金诚也关注到,阳光城集团债务将集中于未来1~2年到期,存在集中偿付压力。

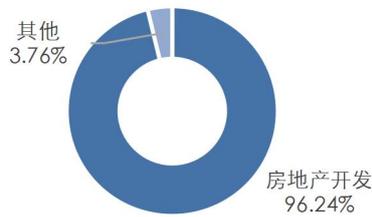
评级关键要素

交易结构	资金归集	债务人应于兑付日前第9个工作日归集应收账款至信托账户;共同债务人应于兑付日前第7个工作日向信托账户支付尚未偿还的应付账款的差额部分	基准情形	基础资产回款扣除税费后对优先级资产支持票据本息的覆盖倍数为1.0186倍
	本息兑付	优先级资产支持票据到期一次性还本付息;次级资产支持票据以剩余资金分配		
资产池	基础资产类型	基于公开型无追索权保理合同产生的应收账款债权	现金流及压力测试	压力情形
	资产池应收账款余额 (万元)	54499.44		
	应收账款笔数 (笔)	1008		
	债务人户数 (户)	23	增信措施	外部增信
	融资人户数 (户)	361		
	单笔应收账款平均金额 (万元)	54.07		
	债务人行业分布及金额占比	房地产行业 (56.29%)、建筑行业 (43.71%)		
债务人最大区域及金额占比	福建省 (37.60%)	内部增信	优先/次级结构;不合格资产赎回;信用触发机制	
		外部增信	阳光城集团 (AAA/稳定) 作为共同债务人债务加入,增信作用很强	

特别提示: 本报告最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。本报告是基于委托方于2020年11月10日及之前提供的相关资料所出具的售前评级报告。东方金诚将根据资产支持票据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整,在发生重大变化的情况下确认评级报告的评级结果有可能与本报告不一致。

共同债务人阳光城集团主要数据及指标

2019 年收入构成



债务结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标 (单位: 亿元、%、倍)

项目	2017	2018	2019	2020.9
资产总额	2132.50	2633.40	3075.52	3562.79
所有者权益	305.70	409.73	508.99	551.70
全部债务	1134.89	1126.13	1123.21	1100.97
营业收入	331.63	564.70	610.49	380.64
利润总额	36.04	63.89	67.71	47.00
经营性净现金流	88.19	218.31	153.96	218.15
营业利润率	17.26	19.04	20.17	19.04
资产负债率	85.66	84.44	83.45	84.52
流动比率	169.44	150.14	154.17	140.14
全部债务/EBITDA	27.78	15.41	14.12	-
EBITDA 利息倍数	0.58	0.83	0.93	-

注: 表中数据来源于阳光城集团 2017 年~2019 年合并审计报告及 2020 年 9 月合并财务报表, 其中, 2018 年财务数据为 2019 年追溯调整期初数据; 全部债务不包含其他权益工具中的永续中票。

优势

- 本期资产支持票据设置较严格的基础资产合格标准, 同时设置了不合格基础资产赎回机制, 有利于保障基础资产信用质量;
- 共同债务人阳光城集团具有很强的抗风险和偿债能力, 其对每笔入池应收账款债权确认负有到期无条件清偿应付款的义务, 具有很强的增信作用;
- 债务人直接将未偿应收账款余额划付至信托账户, 可以有效地降低本期资产支持票据的资金混同风险。

关注

- 基础资产对应收账款债务人所属行业主要为房地产行业及建筑行业, 受相关行业政策性影响很大;
- 阳光城集团在建和拟建项目未来投资规模较大, 部分债务将集中于未来 1~2 年到期, 存在集中偿付压力;
- 资产服务机构对不合格资产具有赎回义务, 若其经营状况恶化, 将对优先级资产支持票据的本息兑付产生一定不利影响。

评级日期
2020/11/10

评级组长
李睿

评级成员
聂秋霞

评级方法及模型

《东方金诚非金融企业资产支持票据 (债权类) 信用评级方法及模型 (RTFB002201907)》

历史评级信息

资产支持票据	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

资产支持票据概况

交易结构概况

融资人¹基于基础合同²向债务人履行合同义务,因而对债务人享有应收账款债权及其附属担保权益³(如有)。深圳前海联捷商业保理有限公司(以下简称“前海联捷”)向融资人提供保理服务,受让该等未到期应收账款债权及其附属担保权益,由融资人向债务人出具《应收账款转让通知书》(适用于供应商通知)通知应收账款债权及其附属担保权益转让至前海联捷。前海联捷将上述应收账款债权及其附属担保权益作为信托财产,信托予中国金谷国际信托有限责任公司(以下简称“金谷信托”),设立“深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第一期华济建筑实业资产支持票据信托”(以下简称“本期信托”或“发行载体”),并向债务人出具《应收账款转让通知书》(适用于保理商通知)通知债务人应收账款债权及其附属担保权益转让至本期信托。金谷信托作为发行载体的管理机构发行以信托财产为支持的“深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第一期华济建筑实业资产支持票据”(以下简称“本期资产支持票据”)。

债务人针对上述《应收账款转让通知书》出具《付款确认书》,确认于债务人还款日(应收账款到期日的前第【2】个工作日)履行到期清付应收账款债权的义务,不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利(包括但不限于因基础交易合同项下融资人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利),同意相应账款到期支付不附条件。

阳光城集团股份有限公司(以下简称“阳光城集团”)出具《付款确认书》,同意与债务人作为共同债务人对该等应收账款债权承担到期付款义务且不得以任何理由(包括但不限于商业纠纷)抗辩,直至应收账款债权获得全部清偿;如债务人未能在该等债务人还款日足额清偿该笔应收账款债权,阳光城集团将在应收账款到期日当天履行到期清付该笔应收账款债权的义务,确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利,同意相应账款到期支付不附条件。

根据《服务合同》⁴,前海联捷对本期信托信托财产进行管理,提供与相应的资产及其处置回收有关的管理服务及其他服务。根据《资金保管合同》,中国民生银行股份有限公司厦门分行(以下简称“民生银行厦门分行”)为本期信托提供资金保管服务。

本期资产支持票据交易结构具体如图表1所示:

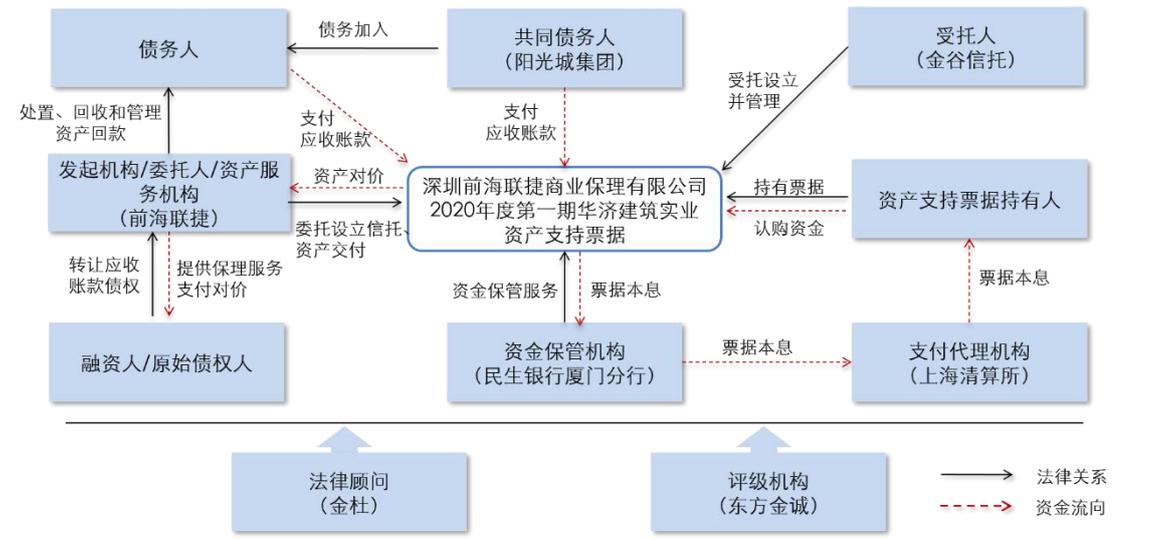
¹ 融资人:系指与委托人签订应收账款转让合同并将其在基础合同项下的应收账款转让予委托人办理保理业务的法人或其他组织。

² 基础合同:系指融资人与债务人签订的应收账款转让合同项下的标的合同,融资人基于该合同对债务人享有现有的或未来的应收账款债权,并将其转让予委托人获取保理融资,包括但不限于《货物销售合同》、《服务合同》、《建设工程施工合同》等。

³ 附属担保权益:系指与应收账款债权有关的、为委托人的利益而设定的任何合法有效且可转让的担保或其他权益,包括但不限于基于应收账款债权产生的赔偿金以及其他收益。

⁴ 《服务合同》合同编号:金谷信(2020)第101-2号。

图表 1：交易结构图



基础资产

本期资产支持票据的基础资产系指由委托人前海联捷为设立本期信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益（如有）。

前海联捷提供了本期资产支持票据的资产池信息。入池资产均基于公开型无追索权国内保理业务产生，截至初始起算日⁵，包括 1008 笔、金额为 54499.44 万元的应收账款债权，涉及 23 户债务人和 361 户融资人⁶，概况如图表 2 所示。

图表 2：入池资产池概况

资产类型	基于公开型无追索权国内保理合同产生的应收账款债权
基础交易合同项下应收账款类型	工程、材料、服务类
应收账款金额（万元）	54499.44
应收账款笔数（笔）	1008
融资人户数（户）	361
债务人户数（户）	23
单笔应收账款平均金额（万元）	54.07
单户债务人应付账款平均金额（万元）	2369.54
单户债务人应付账款最高金额（万元）	8264.20
单户债务人应付账款最低金额（万元）	49.33

本期资产支持票据对入池资产设置了合格标准（详见“基础资产信用质量分析”部分），并设置了不合格资产赎回机制。

资产支持票据

本期资产支持票据的拟发行规模为 50000.00 万元，采用优先/次级结构化设计，其中，优

⁵ 初始起算日：系指资产池的封池日 2020 年 9 月 28 日，即从该日起（含该日）资产池产生的全部回收款应归入信托财产。

⁶ 融资人分公司与融资人统一计算为一户融资人。

优先级资产支持票据拟发行规模为 49900.00 万元，次级资产支持票据拟发行规模 100.00 万元。

优先级资产支持票据采用固定利率计息，到期一次性还本付息。在支付日，优先级资产支持票据预期收益及当期应付本金全部偿付完毕后，剩余信托财产支付次级资产支持票据持有人。次级资产支持票据不设预期收益率。资产支持票据的基本要素如图表 3 所示。

图表 3：资产支持票据基本要素（单位：万元、%）

资产支持票据	拟发行规模	占比	本息支付方式	预期到期日
优先级	49900.00	99.80	到期一次性还本付息	2021/11/18
次级	100.00	0.20	到期分配剩余收益及本金	2021/11/18
合计	50000.00	100.00	--	--

交易结构分析

结构化安排

1. 优先/次级结构及预期现金流超额覆盖

本资产支持票据采用优先/次级结构化设计，优先级资产支持票据能获得次级资产支持票据 0.20% 的信用支持。本期信托入池资产对应的应收账款余额为 54499.44 万元，本期信托优先级资产支持票据拟发行规模为 49900.00 万元，假设发行利率为 7.00%，同时考虑信托计划相关费用（包括转让增值税及附加、保管费等相关信托计划费用）的情况下，入池资产预期回收现金流对本期拟发行的优先级资产支持票据本息及信托计划相关费用的覆盖倍数为 1.02 倍，能够全额覆盖本期拟发行的优先级资产支持票据的本息。

2. 不合格资产赎回

根据《信托合同》，在本期信托存续期间，如委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格基础资产，发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知前述其他方。委托方应当将出现上述情形的原因说明提供给受托人和评级机构，并应在重大方面纠正该等情形，如该情形一旦发生即无法被纠正或在通知后 30 日内不能被纠正的，受托人有权通知委托人且委托人有义务对前述不合格资产予以赎回。

如受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求或优先级资产支持票据持有人组成的资产支持票据持有人会议作出赎回不合格资产的决议，委托人应于相应的赎回起算日零时（0:00）确定每笔不合格资产的赎回价格并由受托人书面确认，委托人应于受托人确定赎回价格后的【2】个工作日（含该日）内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户。不合格资产的赎回价格等于在赎回起算日零时（0:00）该等不合格资产的未偿价款余额⁷。在受托人收到委托人赎回不合格资产所支付的相当于赎回价格的资金后，受托人自赎回起算日零时（0:00）起对该不合格资产和相关资产文件的（现时的和未来的、实际的和或有的）权利、权益、利益和收益全部转让给委托人。

⁷ 未偿价款余额：就某一日期相对于每一笔应收账款债权而言，系指 A-B：A 指其初始起算日未偿价款余额；B 指自初始起算日之后起至该日之前，有关该笔应收账款债权的所有已经偿还的价款。其中初始起算日未偿价款余额系指每笔应收账款债权截至初始起算日零时（00:00）时债务人未偿还的价款金额。

东方金诚认为，委托人资本实力一般，但业务管理和风险管理体系较为完善，具有一定的不合格基础资产赎回能力。

3.信用触发机制

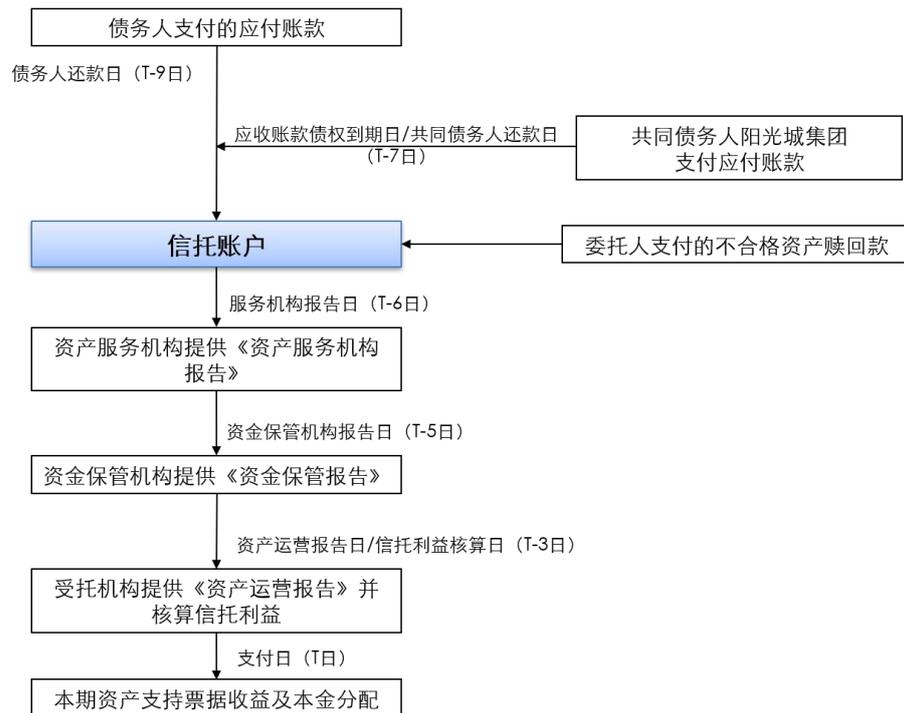
本期资产支持票据设置了提前清偿事件（详见附件一）。若发生提前清偿事件，资产服务机构、阳光城集团或债务人应在知悉上述事件起1个工作日内通知受托人。受托人知悉该事件后【5】个工作日内，发出召开资产支持票据持有人会议的通知，根据资产支持票据持有人会议的决议决定是否提前终止资产支持票据，并根据资产支持票据持有人会议的决议决定是否通知债务人或共同债务人提前还款。

东方金诚认为，上述信用触发机制能够在一定程度上缓解风险事件的影响，从而为优先级资产支持票据本息兑付提供一定的保障。

现金流归集与现金流支付机制

受托人为本期信托在资金保管机构开立独立人民币银行结算账，作为信托账户。为促进资金及时归集、收益如期支付，《信托合同》中规定了本期资产支持票据现金流归集和分配的具体流程，如图表4所示。

图表4：现金流归集和支付流程图



注：T日为支付日⁸，T-n日为支付日前的第n个工作日。

1.现金流归集机制

根据交易结构安排，债务人应于债务人还款日（应收账款到期日前第【2】个工作日，即T-9日，T日为支付日）将应收账款转让合同项下应收账款的未偿价款余额支付至信托账户。如债务

⁸ 支付日：系指登记托管机构向资产支持票据持有人实际划转其信托利益分配款项之日，具体指2021年11月18日。

人未能在债务人还款日足额清偿应收账款债权，共同债务人阳光城集团应根据《付款确认书》的约定，于应收账款到期日/共同债务人还款日（T-7日）将应收账款转让合同项下应收账款的未偿价款余额支付至信托账户。在本期信托存续期内，融资人及资产服务机构应将收到的任何属于回收款的款项（如有）及时转付至信托账户。受托人应于支付日前的第【3】个工作日（T-3日），指令资金保管机构将信托账户中与《付息兑付通知单》相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持票据的本息及收益。

2. 现金流支付机制

本期信托终止前，在支付日（T日），本期资产支持票据的分配顺序依次为（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：信托承担的且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（如有），同顺序按比例支付资金保管机构报酬、评级机构报酬、审计机构报酬、受托人可报销的费用支出及以固有财产垫付的费用（如有），优先级资产支持票据利息，优先级资产支持票据的本金直至清偿完毕，次级资产支持票据本金直至清偿完毕，剩余资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

本期信托终止后，受托人将清算所得信托资产按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：信托承担的且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（如有），本期信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用，同顺序按比例支付资金保管机构报酬、评级机构报酬、审计机构报酬、受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额、受托人以固有财产垫付的费用（如有），优先级资产支持票据利息，优先级资产支持票据的本金，剩余信托财产全部按原状分配给次级资产支持票据持有人。

交易结构风险

1. 应收账款抗辩/抵销风险

本期资产支持票据存续期间，若各融资人未履行或未完全履行基础交易合同项下的义务或履行义务有瑕疵，则存在债务人可能主张商业纠纷抗辩权而不履行付款义务。同时，债务人可能向融资人行使抵销权，从而导致入池资产回收款减少，造成本期资产支持票据财产受到损失。

根据入池资产合格标准，融资人已经完全、适当地履行了基础合同项下的合同义务，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；且债务人和共同债务人已分别出具《付款确认书》确认其对应收账款转让合同项下的应收账款的未偿价款余额到期支付不附条件，并且确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利（包括但不限于债务人因基础交易合同项下融资人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）。

东方金诚认为，通过上述条款设置，本期资产支持票据应收账款抗辩/抵销风险能够得到较好地缓释。

2. 资产服务机构/委托人履约风险

作为资产服务机构，前海联捷为本期信托提供与相应的资产及其处置回收有关的管理服务及其他服务；作为本期信托的委托人，前海联捷对不合格资产承担赎回义务。前海联捷的正常

持续经营是其为本期资产支持票据提供上述相关服务的前提。

前海联捷成立于2016年11月，截至2020年6月末，前海联捷总资产30.69亿元，所有者权益6.15亿元；2019年及2020年1~6月，前海联捷分别实现营业收入5.73亿元和4.01亿元，实现净利润分别为-0.23亿元和0.58亿元。

根据《信托合同》，若前海联捷丧失清偿能力或未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需资格（特别是从事与入池资产有关的保理业务的资格）、许可、批准、授权和（或）同意或上述条件被中止、收回或撤销时，都将触发资产服务机构解任事件，受托人和主承销商应于事件发生后通知资金保管机构、评级机构以及所有资产支持票据持有人，并召集资产支持票据持有人会议决议是否解任资产服务机构，若解任资产服务机构的，受托人应委任替代资产服务机构。上述安排能够一定程度缓解委托人及资产服务机构履约风险对本期资产支持票据造成的不利影响。

东方金诚认为，本期信托通过设置较严格的入池资产合格标准，能有效降低出现不合格资产的可能性。东方金诚将会持续关注前海联捷的运营和财务状况，并及时做出分析。

3.混同风险

混同风险是指当资产服务机构或受托人履约能力下降或信用状况严重恶化时，本期信托财产可能与资产服务机构或受托人的其他资金混同，从而造成信托财产的损失。

根据《信托合同》约定，本期信托的资产回款由债务人于债务人还款日直接偿付至信托账户；若债务人未能偿付相关款项，共同债务人于应收账款到期日将应收账款的未偿价款余额支付至信托账户。由于应收账款回款系由债务人/共同债务人直接付款至信托账户，本期资产支持票据因资产服务机构导致的资金混同风险较低。

另一方面，受托人将本期信托财产与其固有财产以及管理的其他财产均分别管理、分别记账。同时，本期信托引入资金保管机制，由民生银行厦门分行对本期信托资金提供资金保管服务。东方金诚认为，上述制度安排能够较好地降低资产回收款与受托人的其他财产相混同的风险。

4.流动性风险

优先级资产支持票据的期限、还本付息方式与入池应收账款回款期限相匹配，但可能面临由于发行利率提高、信托计划费用提高等因素，导致信托计划现金流入对现金流出的覆盖程度有所降低。

东方金诚在“压力测试”部分考虑了优先级资产支持票据收益率较预期上升的因素对优先级资产支持票据的影响，认为优先级资产支持票据流动性风险较小。

法律完备性

北京市金杜律师事务所上海分所为本期资产支持票据出具了《北京市金杜律师事务所上海分所关于深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第一期华济建筑实业资产支持票据信托项目之法律意见书》（以下简称“《法律意见书》”），认为本期资产支持票据发起机构及相关中介机构均具备法律、法规和规范性文件要求的相关资质，发行文件已按法律、法规和规范性文件的要求

要求编制，各交易文件一经合法有效地签署和交付，在交易文件各方生效并具有约束力；资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，真实有效、权属明确，不存在任何抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形；交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排，并制定了自信托生效之日起符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求的投资者保护机制；信用增进方式符合《合同法》、《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定，合法有效；募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。

基础资产信用质量分析

合格标准

根据《信托合同》，在初始起算日和信托财产交付日，每一笔资产⁹均应符合合格标准：

- (1) 融资人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，融资人与债务人双方签署的基础合同在适用法律项下均合法有效；融资人在向委托人转让其享有的应收账款前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款；
- (2) 委托人为融资人提供的保理服务真实、合法、有效，委托人与融资人双方签署的应收账款转让合同在适用法律下均合法、有效，应收账款转让合同项下交易对价公允；委托人向融资人受让其享有的该笔应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有了该笔应收账款债权；
- (3) 融资人已经完全、适当地履行了基础合同项下的合同义务，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；
- (4) 资产对应的全部应收账款转让合同、付款确认书、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；
- (5) 应收账款转让合同项下的应收账款转让对价已全部支付予融资人；
- (6) 资产均来源于委托人自行为融资人办理的保理业务，不存在再保理的情形；
- (7) 委托人已就融资人将该笔应收账款转让予委托人的事宜向债务人发出书面通知；
- (8) 债务人已向融资人、委托人出具付款确认书，且该付款确认书在适用法律下均合法、有效；
- (9) 共同债务人已向委托人、受托人出具付款确认书，且该付款确认书在适用法律下均合法、有效；
- (10) 应收账款由融资人转让予委托人的相关事宜已在中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统¹⁰完成应收账款转让登记；
- (11) 同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；
- (12) 债务人及共同债务人如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，合法有效存续，且未被列入失信被执行人名单；
- (13) 融资人具有订立基础合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；

⁹ 资产：系指由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益（如有）。

¹⁰ <https://www.zhongdengwang.org.cn/zhongdeng/index.shtml>

- (14) 融资人与债务人、共同债务人不存在关联关系；
- (15) 债务人在资产文件项下不享有任何主张扣减、减免或抵销应付款项的权利（法定抵销权除外）；
- (16) 资产未设定任何抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担；
- (17) 资产不涉及预付款及工程施工质量保证金等应收保证金款项；
- (18) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (19) 资产项下的债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；
- (20) 资产项下的融资人、债务人、共同债务人在委托人处均不存在不良保理记录；
- (21) 资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施，以至于对资产支持票据受让、持有资产及资产的可回收性产生重大不利影响；
- (22) 委托人已经履行并遵守了资产所对应的任一份应收账款转让合同；
- (23) 资产可以进行合法有效的转让，且无需取得融资人、债务人、共同债务人或其他主体的同意，或资产可以进行合法有效转让的条件均已满足；
- (24) 资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均不晚于信托生效日起满【12】个月的对应日，即不晚于优先级资产支持票据的预期到期日；

就资产池而言，系指：

- (25) 资产池项下融资人数量不得少于 10 个；至少包括 10 个相互之间不存在关联关系的融资人；单一融资人对应资产在资产池占比不得超过 50%。

东方金诚认为，资产合规标准较为严格，债务人和共同债务人阳光城集团已经确认其对应收账款转让合同项下的应收账款未偿价款余额到期支付不附条件，并且确认不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利。同时，在当期信托存续期间，若发现不合格资产，委托人有义务赎回。东方金诚认为，上述安排能较好地保障入池资产的信用质量，有利于优先级资产支持票据的本息兑付。

资产池特征分析

资产池包括 1008 笔、金额为 54499.44 万元的应收账款债权，涉及 361 户融资人以及 23 户债务人。本期资产支持票据本息的足额如期兑付依赖于入池应收账款债权现金流的实现，东方金诚通过对资产池应收账款余额分布、应收账款合同类型、债务人行业分布、债务人区域分布、债务人及债权人集中度、债务人信用质量等方面的分析，考察基础资产的整体信用质量。

1. 应收账款余额分布

资产池对应的单笔应收账款余额最高为 2940.17 万元，最低为 1.42 万元，平均应收账款余额为 54.07 万元。应收账款余额主要分布于 100 万元及以下，对应的应收账款笔数合计占比 90.77%，金额合计占比 37.11%。

图表 5：应收账款余额分布（单位：笔、%、万元）

应收账款余额分布	应收账款笔数	笔数占比	应收账款余额	余额占比
----------	--------	------	--------	------

100 万元以下 (含)	915	90.77	20227.12	37.11
100 (不含) ~200 万元 (含)	51	5.06	7498.13	13.76
200 (不含) ~500 万元 (含)	24	2.39	6766.97	12.42
500 (不含) ~1000 万元 (含)	11	1.09	7748.27	14.22
1000 (不含) ~2000 万元 (含)	6	0.60	9318.78	17.10
2000 万元以上 (不含)	1	0.10	2940.17	5.39
合计	1008	100.00	54499.44	100.00

2. 应收账款业务类型

资产池涉及的基础资产业务类型以工程进度款为主，对应收账款笔数占比和金额占比分别为 54.37% 和 77.36%。

图表 6：应收账款业务类型（单位：笔、%、万元）

业务类型	应收账款笔数	笔数占比	应收账款余额	余额占比
工程进度款	548	54.37	42162.91	77.36
采购款	397	39.38	9672.36	17.75
工程结算款	37	3.67	2019.19	3.70
租赁款	22	2.18	464.94	0.85
监理费	4	0.40	180.03	0.33
合计	1008	100.00	54499.44	100.00

3. 债务人行业分布

资产池对应的债务人均为阳光城集团下属公司，属于房地产行业及建筑行业，行业集中度较高，共同债务人为阳光城集团，属于房地产行业。债务人及共同债务人的持续经营受房地产行业及建筑行业信用状况的影响很大。

4. 债务人区域分布

资产池对应的债务人主要位于福建省，应收账款余额和笔数占比分别为 37.60% 和 86.01%。整体来看，资产池区域集中度一般。

图表 7：债务人区域分布（单位：笔、%、万元）

债务人区域	应收账款笔数	笔数占比	应收账款余额	余额占比
福建	867	86.01	20490.46	37.60
湖南	41	4.07	9866.83	18.10
重庆	65	6.45	9706.51	17.81
山西	11	1.09	5304.89	9.73
广东	7	0.69	4541.98	8.33
贵州	1	0.10	1968.13	3.61
广西	6	0.60	948.90	1.74
安徽	4	0.40	928.08	1.70
河南	2	0.20	409.19	0.75

浙江	1	0.10	204.62	0.38
甘肃	3	0.30	129.84	0.24
合计	1008	100.00	54499.44	100.00

5. 债务人集中度

资产池涉及债务人 23 户，前五大债务人基本情况如图表 8 所示。入池资产中单户债务人应收账款最高为 8264.20 万元，占比 15.16%，前五大直接债务人应收账款金额占比 60.52%，其中中华济建设工程集团有限公司（以下简称“华济建工”）应收账款余额占比超过 15%，对资产池信用质量的影响较大。

图表 8：前五大债务人情况（单位：笔、%、万元）

债务人名称	应收账款笔数	笔数占比	应收账款余额	余额占比
华济建设工程集团有限公司	161	15.97	8264.20	15.16
长沙中泛置业有限公司	34	3.37	8160.68	14.97
新鸿天装饰工程有限公司	480	47.62	7632.85	14.01
福建省森泰然景观工程有限公司	226	22.42	4593.41	8.43
重庆穆光房地产开发有限公司	7	0.69	4331.74	7.95
合计	908	90.08	32982.89	60.52

华济建工前身系福州南港建筑工程有限公司，成立于 1999 年 11 月，2017 年 12 月由阳光城集团收购改组，成为阳光城集团建筑业务板块全资子公司。截至 2020 年 6 月末，华济建工注册资本 2.00 亿元，由阳光城集团全资控股。

华济建工主要从事房地产建筑施工业务，具备房屋建筑施工总承包贰级、地基基础工程专业承包贰级、消防设施工程专业承包贰级、建筑装修装饰工程专业承包贰级等专业资质。华济建工主要服务于阳光城集团房地产项目，截至 2020 年 6 月末，已承建成都半山悦、西昌文澜府、许昌翡丽花园、佛山绿岛湖等多个高端住宅项目，业务覆盖全国 30 个省市地区，项目经验较为丰富。

截至 2019 年末，华济建工资产总额 29.58 亿元，其中流动资产为 25.94 亿元，主要由其他应收款 17.37 亿元、存货 3.21 亿元、应收账款 2.58 亿元和货币资金 2.38 亿元构成，其他应收款主要系关联公司往来款，金额较高对其资金造成一定占用，存货主要系未结算完毕的建筑工程和部分施工原材料；非流动资产 3.64 亿元，主要为长期股权投资 1.63 亿元和其他非流动资产 2.00 亿元，其中非流动资产为银行定期存单。同期末，负债总额 27.19 亿元，主要为其他应付款 20.12 亿元、应付账款 3.23 亿元、预收账款 1.76 亿元和长期借款 1.81 亿元，其他应付款主要为关联方往来款，应付账款主要为应付货款和应付劳务款，预收账款为预收工程款和已结算未完工款项。盈利方面，自 2017 年末被阳光城集团收购改组后，2018 年以来华济建工收入连续大幅增长，2019 年实现营业收入 15.45 亿元，较 2018 年增长 128.69%；利润总额 0.75 亿元，较 2018 年的-0.17 亿元扭亏为盈。

整体来看，华济建工项目经验较丰富，但与关联单位往来款较多，对资金形成一定占用，

盈利能力较差，还款能力主要依赖阳光城集团的偿付能力。阳光城集团的信用质量见“共同债务人”信用质量分析部分。

6. 融资人集中度

资产池涉及融资人 361 户，应收账款余额占比超过 5% 的 3 户融资人情况如图表 9 所示。入池资产中单户融资人应收账款最高为 7498.89 万元，应收账款余额占比为 13.76%，前三大融资人应收账款余额占比 25.40%，前五大融资人应收账款余额占比为 32.44%。总体来看，融资人较为分散。

图表 9：应收账款余额占比超过 5% 的融资人情况（单位：笔、%、万元）

债权人名称	应收账款笔数	笔数占比	应收账款余额	余额占比
名筑建工集团有限公司	6	0.60	7498.89	13.76
重庆拓达建设（集团）有限公司	3	0.30	3384.62	6.21
福建天启劳务派遣有限公司	175	17.36	2960.84	5.43
合计	184	18.25	13844.35	25.40

共同债务人信用质量分析

1. 主体概况

阳光城集团前身为 1991 年 8 月成立的福建省石狮新发股份有限公司（以下简称“石狮新发”），初始注册资本为 800.00 万元，经多次股权转让和增资后，1996 年 12 月，石狮新发在深交所挂牌上市，证券代码为 000671.SZ。2002 年 4 月，石狮新发第一大股东福建省南湖集团公司将其持有的 26369280 股股份转让予福建阳光投资有限公司（以下简称“阳光投资”，现已改名为福建阳光集团有限公司），阳光投资成为石狮新发第一大股东，持股比例 27.71%。2004 年 2 月，石狮新发更名为福建阳光实业发展股份有限公司（以下简称“阳光发展”）；2009 年 5 月，阳光发展变更为现名，次月证券简称变更为“阳光城”。

经过股权分置改革、股权转让、多次定向增发和配股，截至 2020 年 9 月末，阳光城集团实收资本为 41.00 亿元，福建阳光集团有限公司（以下简称“福建阳光”）直接及间接持股比例合计 33.92%¹¹，为阳光城集团的控股股东；上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”）持有阳光城集团 17.10% 股份，是阳光城集团第二大股东。2020 年 9 月 9 日，泰康人寿保险有限公司及泰康养老保险股份有限公司受让上海嘉闻持有的阳光城集团 13.53% 股份，成为阳光城集团第二大股东。阳光城集团实际控制人为自然人吴洁。截至 2020 年 11 月 3 日，阳光城集团总股本中未解押股权质押数量共 15.11 亿股，占总股本的 36.66%。

2. 业务运营

阳光城集团营业收入和毛利润主要来源于房地产开发业务，近年来均快速增长，毛利率有所波动

阳光城集团主要从事房地产开发业务，辅以少量的物业管理、酒店运营及建筑施工等其他业务。2017 年~2019 年，阳光城集团营业收入和毛利润均逐年显著增长，主要是房地产项目

¹¹ 福建阳光直接持有阳光城集团 18.77% 股份，通过全资子公司东方信隆资产管理有限公司间接持有阳光城集团 15.15% 股份。

结转收入增多及利润提升所致；同期，阳光城集团综合毛利率水平逐年增长，其中2017年~2018年主要受益于房地产项目结转价格的提升，2019年主要系通过股权收购新增毛利率较高的物管业务所致。2020年1~9月，阳光城集团房地产开发业务毛利率较2019年有所下降，主要系当期结算项目价格有所下降，同时受毛利率相对较低的建工板块业务收入占比的上升影响，其他业务整体毛利率有所下降，整体毛利率下降。

图表 10 阳光城集团营业收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	327.21	98.67	555.01	98.28	587.53	96.24	361.17	94.89
其他	4.42	1.33	9.69	1.72	22.97	3.76	19.47	5.11
合计	331.63	100.00	564.70	100.00	610.49	100.00	380.64	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	80.39	24.57	142.34	25.65	150.02	25.53	81.94	22.69
其他	2.78	62.78	4.81	49.66	12.25	53.32	7.69	39.51
合计	83.16	25.08	147.15	26.06	162.26	26.58	89.63	23.55

数据来源：阳光城集团提供，东方金诚整理

阳光城集团房地产业务布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市，项目开发经验丰富，具有很强的市场竞争力

阳光城集团房地产业务始于福州，2012年开始向长三角、珠三角和京津冀地区以及中西部核心二线城市拓展，逐步实现了长三角、珠三角、京津冀+大福建+战略城市点的“3+1+X”的多元化城市布局。2017年，阳光城集团提出“三全”投资战略，即全地域发展、全方式拿地、全业态发展，区域分布更加广泛。截至2020年6月末，阳光城的房地产项目已布局国内的福州、杭州、上海、绍兴、佛山、广州、长沙、重庆、南宁、郑州、乌鲁木齐、天津、湖州、成都、西安等超100个城市，以一二线城市和中西部核心二线城市为主，并选择性地布局核心一二线城市周边的部分三线城市。2020年，阳光城集团位列中国房地产开发企业500强榜单第13位，较上年提高1位次；位居2019中国房地产上市公司A股十强。根据克而瑞研究中心公布的《2019年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》，阳光城集团全口径和权益合同销售金额分别位列第13位和第14位，市场竞争地位很强。

阳光城集团房地产项目开发经验丰富，已形成了较为成熟的满足不同层次需求的产品体系，主要包括“城市新筑”、“浪漫城邦”、“时尚公寓”和“生态住宅”等住宅系列以及商务办公、商业综合体、星级酒店等商业系列。2017年来，阳光城集团提出“规模上台阶，品质树标杆”战略，加强产品品质管控，建立室内装修绿色材料体系，推出“绿色智慧家”产品品牌。截至2019年末，全国落地授牌的“绿色智慧家”项目44个，总建筑面积530万平方米。

受益于良好的项目布局，同时依托高周转实现项目快速开发，近年来阳光城集团合同销售金额及销售面积显著增长，新冠肺炎疫情爆发期间对短期销售及回款形成负面影响，4月以来随着国内疫情的缓和，销售有所回升，较大规模的合同负债为未来业绩的实现提供了有力支撑

阳光城集团实施提升销售规模、提高周转速度、提升产品品质和降低开发成本的“三升一降”策略，着力提升运营效率，同时提高产品适销性，实现项目的快速开发和高周转。随着区域业务的深耕和布局的扩张，2017年~2019年，阳光城集团全口径合同销售面积及销售金额年均复合增长率分别为61.19%和51.84%，权益合同销售面积及销售金额年均复合增长率分别为34.39%和26.68%，均保持快速增长；平均合同销售单价有所波动但仍处于高位，2018年以来有所下降，主要系单价相对较低的二三线城市销售占比提升及一线城市限价影响。

2020年新冠肺炎疫情爆发，短期内对阳光城集团的项目施工、竣工及结转进度以及收入及毛利润的稳定性形成一定不利影响。随着疫情逐步得到控制，4月份以来房地产项目销售金额和面积大幅回升。2020年1~9月，阳光城集团实现全口径合同销售金额1472.36亿元，全口径合同销售面积1070.51万平方米，较2019年同期分别增长2.02%和12.69%。

图表 11：2017年~2019年及2020年1~9月阳光城集团房地产开发业务主要销售数据（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~9月
全口径合同销售面积	659.40	1266.40	1713.27	1070.51
其中：权益合同销售面积	606.67	895.11	1095.61	703.22
全口径合同销售金额	915.30	1628.56	2110.31	1472.36
其中：权益合同销售金额	842.10	1183.25	1351.43	942.70
平均合同销售价格（全口径）	13880.80	12859.86	12317.43	13753.82
结算销售收入	327.21	555.01	587.53	361.17
结算面积	241.34	382.27	454.10	314.31
平均结算价格	13558.05	14518.80	12938.28	11490.93
期末预收账款（合同负债）	401.51	621.21	801.06	909.46
期末预收账款/结算收入	1.23	1.12	1.36	-

资料来源：阳光城集团2017年~2019年年报及2020年中期报告，东方金诚整理

阳光城集团房地产项目销售区域主要集中在大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市。近年来，阳光城集团项目布局向中西部城市拓展，在长沙、重庆、南宁、郑州、西安等中西部内地区域的销售金额占比有所提高；在以福州、厦门为代表的福建地区以及长三角区域合同销售金额比重有所下降，但占比仍较高。截至2020年6月末，阳光城集团并表范围内已完工项目合计90个，主要位于广州、漳州、厦门、柳州、龙岩、西安、宁波等城市，规划计容建筑面积1337.57万平方米，剩余未售面积238.74万平方米。

2017年~2019年，受益于结算面积的持续提升，阳光城集团房地产开发业务收入和毛利润均逐年增长，业务毛利率总体提高，业务获利能力很强。2019年房地产开发业务收入587.53亿元，毛利润150.02亿元，同比分别增长5.86%和5.40%；毛利率25.53%，相对稳定。截至2020年9月末，阳光城集团合同负债为909.46亿元，能够为未来业绩提供有力支撑。

阳光城集团在建及拟建项目位于长沙、重庆、西安、佛山、北京、广州、福州等一二线城市的项目占比较高，未来可售面积充足，但部分项目位于三四线城市，叠加新冠疫情的影响，短期内房地产项目去化及回款将面临一定压力

阳光城集团通过招拍挂、合作开发、收并购、一级土地整理、三旧改造等多元化方式获得土地，以收并购方式为主，2018年以来增加招拍挂的拿地占比，拿地节奏相对放缓。2017年~2019年及2020年1~6月，阳光城集团分别支付权益土地出让金723.63亿元、306.48亿元、491.77亿元和327.95亿元，补充权益计容面积2021.63万平方米、1332.52万平方米、1268.65万平方米和827.53万平方米；平均楼面地价分别为5684.86元/平方米、4204.42元/平方米、5167.86元/平方米和6637元/平方米，2019年以来有所增长。

截至2020年6月末，阳光城集团房地产全口径¹²项目剩余未售建筑面积4993.77万平方米（整体权益比例为65.54%），预估剩余未售货值6844.80亿元，其中一二线城市预计未来可售货值占比73.71%，累计成本地价4430.79元/平方米，2020年6月末全口径合同销售均价12382.92元/平方米，地售比较好。根据阳光城集团提供的并表范围内房地产项目明细，截至2020年6月末，阳光城集团并表范围内在建项目合计112个，剩余可售面积1918.51万平方米，其中权益剩余可售面积1713.20万平方米，以长沙、重庆、昆明、北京、佛山等代表的一二线城市项目权益可售面积占比64.17%，比重较高，以北海、汕尾、宜昌、乌鲁木齐等为代表的三四线及以下城市项目权益剩余可售面积占比约35.83%。

截至2020年6月末，阳光城集团并表口径拟建项目合计32个，未来可售面积555.50万平方米，其中权益未来可售面积475.63万平方米，业态以住宅为主，以一二线城市项目居多，其中以广州、上海为主的一线城市项目未来可售面积占比23.83%，以沈阳、佛山、西安、长沙等为主的二线城市项目未来可售面积占比48.88%；一二线城市合计占比约72.71%。

整体来看，阳光城集团剩余权益可售面积较为充足，其中长沙、广州、重庆、佛山、西安等一二线城市项目占比较高，对未来销售提供支撑，但部分位于三四线城市项目销售去化面临一定挑战。新冠肺炎疫情的负面影响使短期内推盘销售节奏有所放缓且销售回款面临一定压力，但4月份以来，随着国内疫情的缓和，阳光城集团房地产开发项目均已复工，未来随着项目赶工及加大推盘力度，长期来看影响可控。

阳光城集团在建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧的背景下，面临较大的资金压力

截至2020年6月末，阳光城集团合并口径在建项目计划总投资额2906.85亿元，已累计投入1646.06亿元，尚需投资额1260.79亿元，资金来源主要为自有资金、商品房预售款、银行贷款和债券等其他外部融资。合并口径拟建项目计划总投资额785.40亿元，已累计投资214.88亿元，尚需投资额570.52亿元，在房地产市场调控政策背景下，阳光城集团在建及拟建项目未来投资金额较大，面临较大的资金压力。

阳光城集团合作对象主要为行业内知名房企，2017年以来合作开发项目规模增长较快，项目主要位于南宁、泉州、福州等二线城市，未来可售面积充足，楼面地价较销售价格相对较低

2017年以来，阳光城集团提高合作开发项目比例，参股房地产项目规模增长较快，合作对象主要为全国及区域性房地产行业排名靠前房企。阳光城集团按照对房地产项目的权益比例分摊土地及建安等成本，核算投资收益。

¹² 该统计口径包括阳光城集团合并报表范围内子公司及参股子公司全部的土地储备，未考虑权益比例。

截至 2019 年末，阳光城集团未纳入合并报表范围的参股在建项目 117 个，总可售面积 2271.04 万平方米，权益可售面积 684.45 万平方米，剩余权益可售面积 353.76 万平方米，其中以南宁、泉州、绍兴、天津等的一、二线城市未来权益可售面积占比约 60%，以清远、株洲、漳州和宜昌等的三四线及以下城市未来权益可售面积占比约 40%，平均楼面地价¹³为 5785.70 元/平方米。同期末，未纳入合并报表范围的参股拟建房地产项目 21 个，总可售面积合计 658.28 万平方米，权益可售面积 152.92 万平方米，权益未售面积 151.56 万平方米。

2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，阳光城集团对联营和合营企业的投资收益分别为 -0.74 亿元、-0.03 亿元、7.07 亿元和 12.08 亿元，随着参股公司项目逐渐结转，2019 年以来对应的投资收益稳增长明显。考虑到阳光城集团参股在建项目较多且未来可售面积充足，随着合作开发在建项目的逐步完工和结转，预计投资收益在未来 1~2 年内有望进一步提升。

3. 财务分析

阳光城集团提供了 2017 年~2019 年经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的合并财务报告和 2020 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。其中，2018 年财务数据为 2019 年追溯调整期初数据。

图表 12: 2017 年~2019 年及 2020 年 9 月阳光城集团主要财务数据及指标（单位：亿元、%、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额	2132.50	2633.40	3075.52	3562.79
所有者权益	305.70	409.73	508.99	551.70
全部债务	1134.89	1126.13	1123.21	1100.97
营业收入	331.63	564.70	610.49	380.64
利润总额	36.04	63.89	67.71	47.00
营业利润率	17.26	19.04	20.17	19.04
资产负债率	85.66	84.44	83.45	84.52
流动比率	169.44	150.14	154.17	140.14
全部债务/EBITDA	27.78	15.41	14.12	-
EBITDA 利息倍数	0.58	0.83	0.93	-
经营活动产生的现金流量净额	88.19	218.31	153.96	218.15
投资活动产生的现金流量净额	-320.18	-158.72	-64.19	-119.48
筹资活动产生的现金流量净额	397.13	-62.91	-48.61	-80.00

资料来源：阳光城集团提供，东方金诚整理

近年来阳光城集团资产规模保持增长，以存货等流动资产为主，其他应收款和长期股权投资受房地产合作开发项目增多影响显著增长，但资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响

2017 年~2019 年，阳光城集团资产总额持续增长，年均复合增长率为 20.09%，结构以存

¹³ 楼面地价为以权益总可售面积为权重的各项目楼面地价的平均值，剔除了代建代售项目。

货等流动资产为主。2019年末，阳光城集团资产总额3075.52亿元，流动资产占比88.60%，主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。其中，存货账面余额为1758.39亿元，开发成本和开发产品占比分别为87.54%和10.84%，已计提7.42亿元跌价准备，受限比例为44.25%，存货周转次数为0.28次；货币资金419.78亿元，其中受限金额52.87亿元；其他应收款379.96亿元，主要系收购股权意向金、应收联合营企业和合作方经营往来款，近年来波动增长，期末计提坏账准备3.16亿元，占账面余额的0.83%。同期末，非流动资产为350.53亿元，其中长期股权投资为148.48亿元，较2018年末大幅增长59.65%，主要系合作项目增加，合营联营企业投资增加所致；投资性房地产116.21亿元，主要为用于对外出租的房屋和建筑物等，均以公允价值计量，业态以商业和办公为主，位于上海、广州、福州、重庆等9个一二线城市；固定资产41.49亿元，主要为自用的办公楼等；其他非流动资产71.09亿元，主要为预缴税金，逐年增加。

2020年9月末，阳光城集团资产总额3562.79亿元，流动资产占比87.67%，资产构成较2019年末未发生大的变动。截至2020年9月末，阳光城集团受限资产949.43亿元，占对应资产账面价值的比例为36.02%，占净资产的比例为172.09%。资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响。

受永续债发行、未分配利润积累以及少数股东权益增加等因素影响，阳光城集团所有者权益逐年增长

近年来，受永续债的发行、未分配利润的积累以及少数股东权益增加等因素的影响，阳光城集团所有者权益逐年增长。2019年末，阳光城集团所有者权益为508.99亿元。从构成看，少数股东权益241.51亿元，近年持续快速增长，主要系合作开发项目及收购设立的非全资子公司增加所致；未分配利润125.87亿元，保持增长，主要为阳光城集团的经营积累；其他权益工具为50.00亿元，为2017、2018年发行的永续中票和可续期信托贷款；实收资本40.82亿元，近年来保持相对稳定。2020年9月末，阳光城集团所有者权益551.70亿元，较2019年末进一步增长，主要系利润积累所致，其中其他债权工具40.00亿元较2019年末下降10.00亿元，系阳光城于2020年9月28日偿付永续中票“17阳光城MTN003”所致。

受益于房地产项目结转规模扩大，阳光城集团营业收入和利润总额逐年增长，盈利能力强，新冠肺炎疫情将对短期内盈利能力的稳定性产生一定不利影响，但长期影响可控

2017年以来，阳光城集团营业收入和利润总额逐年增长，主要是房地产项目结转规模扩大所致，营业利润率持续提升，主营获利能力有所增强。2019年，阳光城集团实现营业收入610.49亿元，利润总额67.71亿元，较上年分别增长8.11%和5.97%；营业利润率、总资本收益率分别为20.17%和3.26%，近年来持续增长；净资产收益率8.49%，较2018年下降1.04个百分点，近年来有所波动。阳光城集团期间费用以销售费用和管理费用为主。受业务规模的扩大和融资规模的上升影响，阳光城集团期间费用逐年增长，2019年为期间费用56.62亿元，其中销售费用和管理费用分别为25.69亿元和21.88亿元，期间费用占同期营业收入的比重9.27%，较2018年上升2.28个百分点，对利润造成一定挤占。

2017年~2019年及2020年1~9月，阳光城集团资产减值损失分别为0.19亿元、-4.32

亿元、-5.88亿元和-2.67亿元，2018年和2019年阳光城集团对部分项目计提了存货跌价损失，对利润形成一定侵蚀；同期，投资收益分别为0.70亿元、0.55亿元、8.14亿元和11.58亿元，2019年和2020年1~9月，部分合作开发项目陆续进入结算期，期内权益法核算的长期股权投资收益分别为7.07亿元和12.08亿元。

2020年1~9月，阳光城集团实现营业收入380.64亿元，较2019年同期增长18.85%；利润总额和净利润分别为47.00亿元和30.28亿元，较2019年同期分别增长18.00%和20.42%。4月份以来随着国内疫情的缓和，随着阳光城集团推盘和销售力度的加大，房地产开发业务合同销售金额将有望继续增长，长期影响可控。

受益于项目销售回款的增加和阳光城集团对收支现金流的严格管控，2017年以来经营性净现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流持续净流出，对外部融资依赖程度较高

2017年~2019年，阳光城集团加大现金流收支管控，经营性净现金流持续表现为净流入，2019年为153.96亿元；同期，投资活动净现金流持续表现为净流出，但净流出规模有所下降，主要系2017年股权收并购拿地及合作开发项目投资规模较大，后续收并购速度放缓，支付收购股权承担债务、预付投资款、意向金、保证金等大幅减少所致，2019年投资活动净现金流为-64.19亿元；受到期债务偿付增加以及控制债务增长影响，2018年以来筹资活动净现金流由净流入转为净流出，2019年为-48.61亿元。鉴于阳光城集团在建及拟建项目未来投资规模较大，预计短期内对外部融资依赖程度仍较高。

随着阳光城集团去杠杆政策的实施，2017年以来有息债务规模稳中有降，以长期有息债务为主，债务结构逐步改善，但部分债务将于2020年下半年和2021年到期，存在集中偿付压力

业务规模的快速扩张使得外部融资需求持续上升，近年来阳光城集团负债总额逐年增长，结构以流动负债为主。2019年末，阳光城集团负债总额2566.53亿元，流动负债占比为68.87%。流动负债中，预收款项、其他应付款和一年内到期非流动负债占比较高。2019年末，预收账款801.06亿元，主要为房屋预售款，较2018年末增长28.95%；其他应付款323.10亿元，较2018年末增长44.10%，主要为应付合作方款项、应付关联方往来款和购房意向金等，近年增长显著。随着部分债务的偿付，一年内到期的非流动负债241.74亿元，较2018年末下降20.15%。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，保持增长。2019年末，长期借款665.19亿元，同比增长29.37%，主要为项目开发贷以及并购贷；应付债券122.53亿元。2020年9月末，阳光城集团负债总额3011.09亿元，较2019年末增长17.32%，流动负债占比74.02%，较2019年末提升5.15个百分点，其中其他应付款大幅增长93.01%至623.62亿元，主要系应付合作方款项、应付押金及保证金等款项随着合作项目的增多而大幅增长。

2017年以来，阳光城集团有息债务规模稳中有降。截至2020年9月末，阳光城集团全部债务为1100.97亿元，较2019年末下降1.98%；其中长期债务占比69.84%，较2019年末下降0.29个百分点；同期末，阳光城集团资产负债率为84.52%，若考虑到预收账款因素，调整后资产负债率¹⁴为79.21%，全部债务资本化比率为66.62%。以2020年9月末债务为基础，阳光城集团于2020年10~12月、2021年、2022年和2022年以后到期的有息债务分别为112.83

¹⁴ 调整后资产总额=财务报表资产总额-（预收账款+合同负债）*（1-当期综合毛利率）；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款-合同负债。

亿元、250.46 亿元、363.89 亿元和 373.79 亿元，2021 年~2022 年债务到期较为集中，面临集中偿付压力。

从短期偿债能力指标来看，近年来阳光城集团流动比率和速动比率总体有所下降。截至 2020 年 9 月末，阳光城集团流动比率和速动比率分别为 140.14%和 50.88%；同期末，非受限货币资金/短期债务为 1.16 倍，非受限货币资金能够覆盖短期债务。从长期偿债能力指标来看，阳光城集团近年来长期偿债指标有所改善，EBITDA 利息倍数有所提升，2019 年为 0.93 倍，全部债务/EBITDA 逐年下降，2019 年为 14.12 倍。截至 2020 年 9 月末，阳光城集团合并口径的银行授信总额为 1174.94 亿元，其中未使用额度 485.50 亿元。

综上，东方金诚评定阳光城集团的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。东方金诚认为，阳光城集团作为共同债务人对本期资产支持票据具有很强的增信作用。

现金流分析及压力测试

现金流分析

东方金诚根据本期信托的现金流支付机制、结构化安排以及资产池的组合特征，构建了本期信托的现金流模型，并进行了压力测试。其中，现金流的流入为债务人支付的应收账款债权到期款，现金流的流出包括税费、各参与机构费用、优先级资产支持票据利息和本金等。

基准情形下，入池资产预期回收现金流入为 54499.44 万元，假设优先级资产支持票据预期收益率为 7.00%，同时考虑增值税及附加、保管费等相关信托计划费用¹⁵，入池资产预期回收现金流入对本期信托预期支出的覆盖倍数为 1.0186 倍。

图表 13：正常情景下现金流预测（单位：万元、倍）

预期基础资产回款	优先级资产支持票据本息金额	本期信托税费支出	覆盖倍数
54499.44	53383.43	123.42	1.0186

压力测试

东方金诚通过设置压力条件，考察主要压力情形下基础资产现金流入对本期信托优先级资产支持票据本息保障程度。

若本期优先级资产支持票据实际发行利率高于预计发行利率，将增加现金流出的规模。东方金诚以优先级资产支持票据发行利率上浮 100BP 作为压力情景，测算出入资产预期回收现金流入对本期信托预期支出的覆盖倍数为 1.0089 倍，仍能够实现对本期信托预期支出的全额覆盖。

图表 14：压力情景下现金流预测（单位：万元、倍）

预期基础资产回款	优先级资产支持票据本息金额	本期信托税费支出	覆盖倍数
54499.44	53881.06	139.35	1.0089

综合考虑现金流分析和压力测试结果，东方金诚认为，入池资产预期回收现金流入能够保障本期信托优先级资产支持票据的本息兑付。

¹⁵ 主要包括信托管理费 0.01%、资金保管费率 0.005%。

参与机构履约能力分析

委托人/资产服务机构

作为本期资产支持票据的委托人/资产服务机构，前海联捷为本期资产支持票据提供资产管理服务，并承担不合格资产的赎回义务。

前海联捷成立于2016年11月，由联易融数字科技集团有限公司¹⁶（以下简称“联易融数科”）的全资子公司深圳前海环融联易商业保理有限公司（下称“环融联易保理”）全资设立，初始注册资本0.50亿元。经多次增资，截至2020年6月末，前海联捷注册资本和实收资本均为5.50亿元，由环融联易保理全资控股，实际控制人为宋群。

前海联捷主营商业保理业务，业务定位于为强信用资质、大型优质企业的上游供应商提供供应链金融服务，与其股东联易融数科运营的供应链金融业务类型、业务流程、业务系统保持一致，并与联易融数科使用同一套业务系统。联易融数科成立于2016年2月，由深圳简慧链投资管理合伙企业（有限合伙）、深圳市本源乐动资本管理中心（有限合伙）、林芝利创信息技术有限公司、林芝腾讯投资管理有限公司等9家公司联合设立。通过与腾讯等股东在区块链技术、数据等方面的深度合作，前海联捷持续加大金融科技投入，信息化应用技术水平较强。

截至2020年6月末，前海联捷建立了股东、执行董事1名、监事1名、经理1名的法人治理结构，初步设置了强信用业务条线、信息科技中心、运营中心、项目管理部、风险管理部、法务合规部、战略与财务部、人力行政部和产品执行部9大职能部门的组织架构。前海联捷搭建了风险管理体系，在核心企业的申请条件、保理业务应收账款债权条件、尽职调查、后期审批及贷后管理等方面制定了相应的内部管理制度。截至2020年6月末，前海联捷合作核心企业共139家，累计资产交易规模合计1791.6亿元，累计服务供应商数量约13000家；同期末，前海联捷现有合作核心企业共49家，累计资产交易规模合计1290.59亿元，不良率为0，关联交易为0，风险集中度为4.24%，风险准备金率为1%，风险资产为净资产的4.50倍。

截至2020年6月末，前海联捷总资产规模30.69亿元，负债规模24.54亿元，净资产6.15亿元，资产负债率为79.95%。2019年及2020年1~6月，前海联捷实现营业收入总额5.73亿元和4.09亿元，主要为保理服务费收入，分别实现净利润-0.23亿元和0.58亿元。2020年6月末，前海联捷无对外担保。资产证券化方面，据CNABS数据，截至2020年10月末，前海联捷参与供应链保理融资资产证券化产品共344单，总规模5461.49亿元，资产证券化业务经验丰富。

综上所述，前海联捷业务定位明晰，风控体系较完善，在供应链金融资产支持计划中担任资产服务机构的经验丰富。东方金诚认为，前海联捷作为资产服务机构具有较好的履约能力。

受托人

金谷信托前身为成立于1993年4月的中国金谷国际信托投资有限责任公司。2008年7月，中国信达资产管理公司（以下简称“信达资管”）对金谷信托实施重组并增资，2009年9月，银监会批准金谷信托重新登记，并颁发新的金融许可证，金谷信托完成工商变更登记手续，更

¹⁶ 联易融数科原名为深圳前海联易融金融服务有限公司，2019年8月因业务发展需要更名为现名。

名为现名，注册资本为 12.00 亿元。历经多次增资，截至 2019 年末，金谷信托注册资本 22.00 亿元，信达资管、中国妇女活动中心和 中国海外工程有限责任公司分别持股 92.29%、6.25% 和 1.46%。

截至 2019 年末，金谷信托总资产规模 52.95 亿元，所有者权益 40.44 亿元；2019 年实现营业收入 5.17 亿元，利润总额 0.72 亿元。截至 2019 年末，金谷信托受托资产规模为 1008.91 亿元，其中集合信托计划规模为 291.46 亿元，单一信托计划规模为 218.67 亿元，财产权信托计划规模为 492.78 亿元。2019 年，金谷信托实现手续费及佣金收入 2.63 亿元。在资产证券化业务领域，金谷信托积极部署和推动相关业务，截至 2019 年末，金谷信托在资产证券化业务累计发行规模超 1900 亿元，涵盖信贷类和企业类资产证券化项目，基础资产和业务品种多样；2019 年，据 CNABS 数据，金谷信托作为受托机构/发行载体管理机构共参与 7 个资产证券化项目的发行，受托经验较丰富。

风险管理方面，金谷信托建立了包括董事会、经营层、职能管理部门和各业务部门组成的四级风险管理体系，并形成了事前、事中、事后三条风险管理的主线，针对战略风险、政策风险、合规风险、集中度风险、流动性风险、信用风险、市场风险、操作风险以及声誉风险等多个方面进行了有效的管理和防控。

综上，东方金诚认为，金谷信托资本实力较为雄厚，综合实力较强，受托管理经验较丰富，能够为本期信托提供合格的管理服务。

资金保管机构

民生银行是国内首家主要由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，成立于 1996 年 2 月，分别于 2000 年和 2009 年在上海证券交易所和香港联交所上市（股票代码分别为 600016.SH 和 01988.HK）。经过多次增资扩股，截至 2020 年 9 月末，民生银行总股本为 437.82 亿股，其中香港中央结算（代理人）有限公司持股比例 18.91%，为民生银行第一大股东。

民生银行的综合实力在全国性股份制商业银行中位居前列，截至 2020 年 9 月末，民生银行合并口径资产总额为 69270.25 亿元，归属于母公司股东权益总额为 5327.69 亿元，吸收存款总额 37513.60 亿元，发放贷款和垫款总额 38274.21 亿元；不良贷款率为 1.83%；按照新监管口径计算的期末资本充足率为 13.11%、一级资本充足率为 9.86%、核心一级资本充足率为 8.57%。2019 年及 2020 年 1~9 月，民生银行分别实现营业收入 1804.41 亿元和 1433.21 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 538.19 亿元和 373.29 亿元。

民生银行已构建了董事会领导下的职责清晰、分工明确的全面风险管理组织架构。在董事会下设风险管理委员会，负责在董事会的授权内行使全行风险管理重大决策及执行监督的职责。同时，不断推进风险管理技术的开发和应用，深化落实新资本协议，已经建立了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险等的全面风险管理体系，民生银行风险管理能力不断提升。

在资产托管业务方面，民生银行大力整合内部资源，搭建外部合作平台，积极推进交叉营销，实现资产托管业务跨越式发展。截至 2019 年末，民生银行资产托管规模（含各类资金监管业务）突破 10 万亿元，比上年末增长 14.88%。

东方金诚认为，民生银行业务发展情况良好，资本实力很强，风险管理制度较为健全，经营和财务风险很低，其作为本期资产支持票据的资金保管机构具备很强的履职能力。

结论

东方金诚通过对本期资产支持票据的交易结构、基础资产信用质量、增信措施以及各参与方履约能力等因素的综合分析，并在现金流分析及压力测试的基础上评定优先级资产支持票据信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

附件一：信用触发事件

提前清偿事件

系指以下任一事件：

- (a) 阳光城集团发生重大诉讼且存在败诉风险可能导致其丧失清偿能力；
- (b) 阳光城集团发生其他任何可能导致其丧失清偿能力事件；
- (c) 评级机构给予优先级资产支持票据的信用评级等于或低于 AA-_{sf} 级时；
- (d) 评级机构给予阳光城集团的主体长期信用等级等于或低于 AA-级时；
- (e) 委托人未按照《信托合同》要求履行不合格资产赎回义务时；

(f) 阳光城集团发生以下情形之一：阳光城集团及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；阳光城集团未能清偿资产支持票据利息；阳光城集团及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：(1) 人民币 1 亿元，或 (2) 阳光城集团最近一年经审计的合并财务报表净资产的 5%，以较低者为准；在资产支持票据存续期间阳光城集团年度审计报告资产负债率（负债总额/资产总额）超过 89%；在资产支持票据存续期内，发生阳光城集团控股股东福建阳光集团有限公司或实际控制人吴洁变更的情形。

发生以上 (a) 项至 (f) 项所列的任何一起提前清偿事件时，资产服务机构、阳光城集团或债务人应在知悉上述事件起 1 个工作日内通知受托人。受托人收到通知后 2 个工作日内将有关该重大事项的情况向资产支持票据持有人披露。受托人知悉该事件后【5】个工作日内，发出召开资产支持票据持有人会议的通知，根据资产支持票据持有人会议的决议决定是否提前终止资产支持票据，并根据资产支持票据持有人会议的决议决定是否通知债务人或共同债务人提前还款。

资产服务机构解任事件

系指与资产服务机构相关的以下任一事件：

- (a) 资产服务机构停止或明确表示将停止其全部或实质部分的保理业务；
- (b) 发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- (c) 资产服务机构未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需的资格（特别是从事与资产有关的保理业务的资格）、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；

(d) 资产服务机构未能于服务机构报告日当日或之前交付相关报告期间的资产服务机构报告（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而使资产服务机构提供资产服务机构报告的日期延后），且经受托人书面通知要求提交报告后超过 10 个工作日内仍未提交；

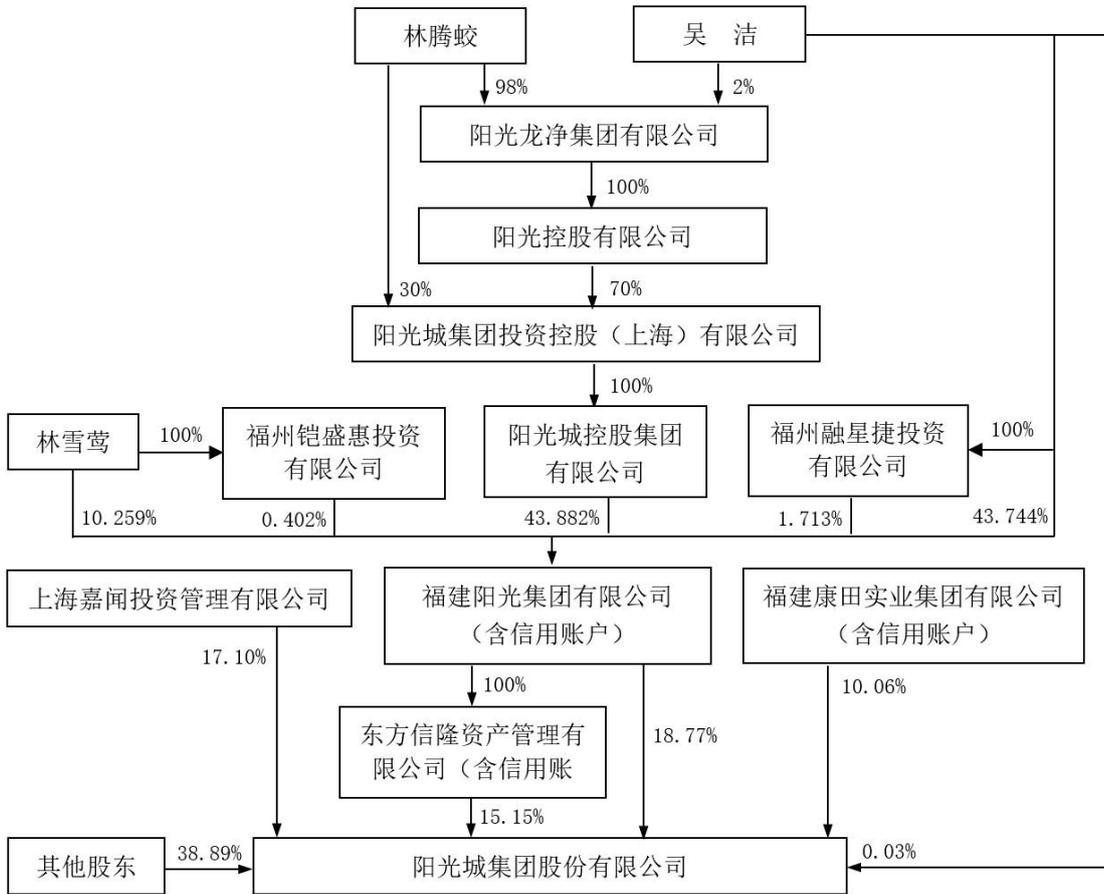
(e) 资产服务机构严重违反：(i) 《服务合同》项下除提供报告义务以外的其他义务；(ii) 资产服务机构在《服务合同》中所做的任何陈述和保证，且在资产服务机构实际得知（不管是

否收到受托人的通知) 该等违约行为后, 该行为仍持续超过 15 个工作日, 以致对资产池的回收产生重大不利影响;

(f) 资产支持票据持有人会议合理认为已经发生与资产服务机构有关的重大不利变化;

(g) 仅在委托人为资产服务机构时, 资产服务机构未能落实《服务合同》的规定, 在信托生效日后 90 日内, 未能按照受托人的要求, 对《服务合同》指明的所有资产文件以及与上述资产文件相关的所有文件按《服务合同》的约定进行保管。

附件二：截至2020年9月末阳光城集团股权结构图



附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营效率指标	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：资产支持票据信用等级符号及定义

符号	定义
AAA _{sf}	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{sf}	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{sf}	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{sf}	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C _{sf}	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“深圳前海联捷商业保理有限公司2020年度第一期华济建筑实业资产支持票据”的存续期内密切关注基础资产质量变化、交易结构稳定性、参与方实际履约能力及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评对象信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人等相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于资产管理报告、托管报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年5月10日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。