

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]B08P 号

---

镇江华建置业有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对“镇江华建置业有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”的信用状况进行了综合分析，评定优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据信用等级为 AA<sub>sf</sub><sup>+</sup>，优先 B 级资产支持票据信用等级为 AA<sub>sf</sub>。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年一月三十日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]B08P 号

---

东方金诚国际信用评估有限公司通过对“镇江华建置业有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”的信用状况进行综合分析和评估，确定优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据信用等级为 AA<sub>sf</sub><sup>+</sup>，优先 B 级资产支持票据信用等级为 AA<sub>sf</sub>。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年一月三十日



## 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”)与镇江华建置业有限公司构成委托关系外,东方金诚评级人员与镇江华建置业有限公司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履行了实地调查和诚信义务,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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚非金融企业资产支持票据信用评级方法》,该信用评级方法发布于<http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由镇江华建置业有限公司提供,东方金诚进行了合理审慎地核查,但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 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,未受镇江华建置业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资人应审慎使用评级报告,自行对投资结果负责。
- 镇江华建置业有限公司2019年度第一期资产支持票据信用等级自发行日至到期兑付日有效;同时东方金诚将在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。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发,引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年1月30日



# 镇江华建置业有限公司2019年度第一期 资产支持票据信托信用评级报告

## 评级结果

资产支持 票据	信用 级别	规模 (亿 元)	规模 占比 (%)	预期 到期日
优先A1级	AA <sub>sf</sub>	1.00	12.50	2020.2.27
优先A2级	AA <sub>sf</sub>	2.00	25.00	2021.2.27
优先B级	AA <sub>sf</sub>	4.00	50.00	2022.2.27
次级	NR	1.00	12.50	2022.2.27
合计	-	8.00	100.00	-

注：NR为未评级。

## 交易概要

**载体形式：**特殊目的信托

**基础资产：**委托人以其根据4份《拆迁安置房购房协议》对镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所享有的应收账款债权

**委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人：**镇江华建置业有限公司

**债务人：**镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所

**保证人：**镇江市丹徒区建设投资有限公司

**初始起算日：**2018年6月19日

**预期到期日：**2022年2月27日

**受托人：**紫金信托有限责任公司

**主承销商/簿记管理人：**南京银行股份有限公司

**资金保管机构：**南京银行股份有限公司

**资金监管银行：**南京银行股份有限公司镇江分行

**登记托管机构/支付代理机构：**银行间市场清算所股份有限公司

## 评级时间

2019年1月30日

## 评级小组负责人

余珊

## 评级小组成员

李睿

邮箱：dfjc-jg@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

## 评级观点

受镇江华建置业有限公司（以下简称“华建置业”）委托，紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）将华建置业根据《拆迁安置房购房协议》对镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所（以下简称“拆迁事务所”）享有的应收账款债权作为信托财产，设立“镇江华建置业有限公司2019年度第一期资产支持票据信托”，以信托财产为支持发行资产支持票据（以下简称“本期资产支持票据”）。

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对本期资产支持票据的交易结构、基础资产信用质量以及参与机构履约能力等因素进行综合分析，并在现金流分析及压力测试基础上评定优先A级资产支持票据（优先A1级、优先A2级）的信用等级为AA<sub>sf</sub>，优先B级资产支持票据的信用等级为AA<sub>sf</sub>。东方金诚对次级资产支持票据未予评级。

## 特别提示

本报告是基于委托方于2019年1月29日及之前提供的相关资料所出具的售前评级报告，并非最终评级意见。待获得最终确定的评级资料后，东方金诚将会出具确认评级报告。确认评级报告的结论有可能与本报告不一致。

## 评级结果

资产支持 票据	信用 级别	规模 (亿 元)	规模 占比 (%)	预期 到期日
优先A1级	AA <sub>+</sub> sf	1.00	12.50	2020.2.27
优先A2级	AA <sub>+</sub> sf	2.00	25.00	2021.2.27
优先B级	AA <sub>sf</sub>	4.00	50.00	2022.2.27
次级	NR	1.00	12.50	2022.2.27
合计	-	8.00	100.00	-

注：NR 为未评级。

## 主要参与方主要财务数据和指标

丹徒建投	2015年	2016年	2017年	2018年 9月
资产总额(亿元)	227.56	282.20	363.03	375.72
所有者权益(亿元)	87.15	113.32	128.94	131.58
全部债务(亿元)	52.63	62.77	110.18	110.99
营业收入(亿元)	6.57	6.67	7.94	3.84
利润总额(亿元)	2.80	2.79	5.73	3.04
EBITDA(亿元)	2.82	2.81	6.22	-
营业利润率(%)	9.55	8.68	20.16	13.95
净资产收益率(%)	3.08	2.40	3.80	-
资产负债率(%)	61.70	59.85	64.48	64.98

华建置业	2015年	2016年	2017年	2018年 9月
资产总额(亿元)	24.61	27.48	42.71	52.82
所有者权益(亿元)	2.86	2.87	3.13	17.76
全部债务(亿元)	4.28	3.33	3.88	4.43
营业收入(亿元)	1.48	0.47	1.70	1.61
利润总额(亿元)	0.11	0.01	0.36	0.67
EBITDA(亿元)	0.11	0.01	0.36	-
营业利润率(%)	12.79	15.81	26.01	17.87
净资产收益率(%)	2.98	0.30	8.38	-
资产负债率(%)	88.38	89.56	92.67	66.38

数据来源：丹徒建投和华建置业 2015 年~2017 年经审计的合并财务报告及 2018 年 9 月未经审计的合并财务报表

## 评级时间

2018 年 1 月 30 日

## 评级小组负责人

余珊

## 评级小组成员

李睿

邮箱：dfjc-jg@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 优势：

- 本期资产支持票据现金流来源于华建置业在《拆迁安置购房协议》项下标的房产的销售回款，标的房产已被列入 2013 年度、2015 年度国家保障房计划，房屋已全部竣工，安置进度良好，销售回款较有保障；
- 本期资产支持票据采用优先/次级结构设计，优先 A 级资产支持票据获得来自优先 B 级和次级资产支持证券 62.50% 的信用支持，优先 B 级获得来自次级资产支持证券 12.50% 的信用支持；
- 华建置业为本资产支持票据提供的差额补足承诺对优先级资产支持票据本息的按期足额兑付具有一定的保障作用；
- 镇江市丹徒区建设投资有限公司（以下简称“丹徒建投”）作为丹徒区重要的城市基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性，综合实力很强，其为华建置业差额补足义务的履行提供连带责任保证担保，具有较强的增信作用。

## 关注：

- 基础资产对应单一债务人，集中度很高，基础资产质量受单一债务人信用状况影响很大；
- 截至本报告出具日，华建置业对拆迁事务所其他应付款余额 8.00 亿元，本期资产支持票据基础资产面临因债务人抵销而灭失或减损的风险；
- 保证人丹徒建投流动资产中变现能力较差的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱，而债务负担较重，近三年经营性现金流持续净流出，整体偿债压力较大。

## 资产支持票据概况

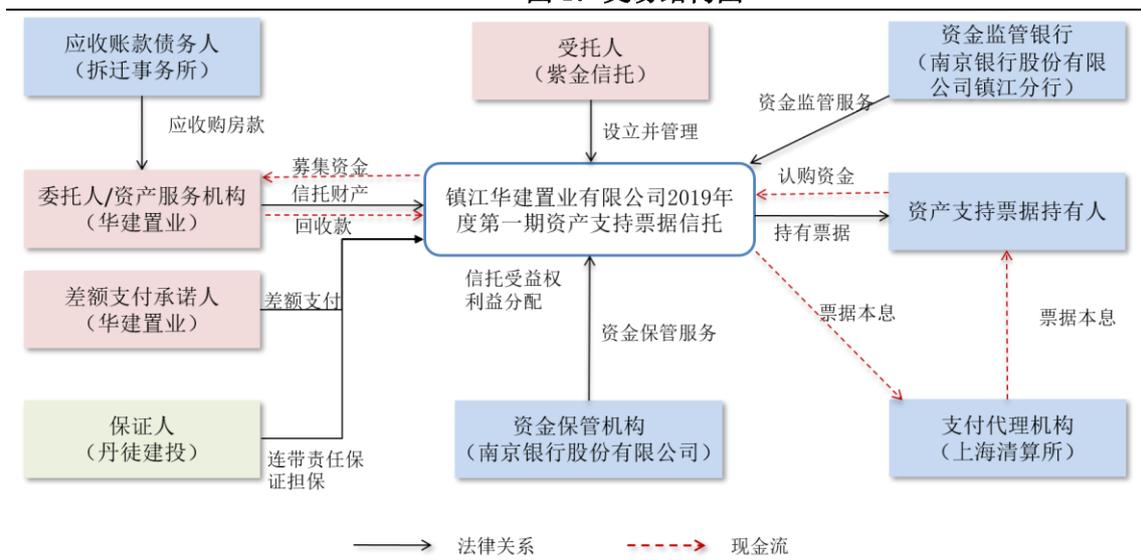
### 交易结构概况

委托人镇江华建置业有限公司（以下简称“华建置业”）以其根据4份《拆迁安置房购房协议》（以下简称“购房合同”）对镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所（以下简称“拆迁事务所”）享有的应收账款债权<sup>1</sup>作为信托财产，信托予受托人紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）设立“镇江华建置业有限公司2019年度第一期资产支持票据信托”。紫金信托作为发行载体管理机构向投资人发行以信托财产支持的资产支持票据（以下简称“本期资产支持票据”）。投资者通过购买并持有资产支持票据取得本期资产支持票据项下相应的信托受益权。华建置业作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。根据《监管协议》、《资金保管合同》，南京银行股份有限公司（以下简称“南京银行”）镇江分行为本期资产支持票据提供资金监管服务，南京银行为本期资产支持票据提供资金保管服务。

为保障信托利益的实现，华建置业出具《差额补足承诺函》，不可撤销及无条件地承诺对信托财产专户内可供分配的资金不足以支付优先级资产支持票据各期本息应付利息和本金及相关税收、费用和报酬的部分承担补足支付义务。根据《保证合同》，镇江市丹徒区建设投资有限公司（以下简称“丹徒建投”）作为保证人，为华建置业应当履行的差额补足义务提供无条件的、不可撤销的连带责任保证担保。

本期资产支持票据的具体交易结构如图1所示：

图1：交易结构图



本期资产支持票据主要参与方如表1所示：

<sup>1</sup> 系指委托人依据购房合同对债务人享有的购房款请求权。其中，购房款系指债务人按照购房合同的约定需要向委托人支付的购房款、手续费、利息、违约金、损失赔偿金及其他依据购房合同应由债务人向委托人支付的款项。

表 1：本期资产支持票据主要参与机构

委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人	镇江华建置业有限公司
受托人/发行载体管理机构	紫金信托有限责任公司
债务人	镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所
保证人	镇江市丹徒区建设投资有限公司
资金保管机构/主承销商/簿记管理人	南京银行股份有限公司
资金监管银行	南京银行股份有限公司镇江分行
评级机构	东方金诚国际信用评估有限公司
法律顾问	北京金诚同达（南京）律师事务所
现金流评估公司	万隆（上海）资产评估有限公司
登记托管机构/支付代理机构	银行间市场清算所股份有限公司

### 基础资产

本期资产支持票据的基础资产为华建置业在信托生效日信托予受托人的应收账款债权及其附属权益，该等应收账款债权系华建置业依据购房合同对债务人拆迁事务所享有的购房款请求权，以 2018 年 6 月 19 日为初始起算日。

购房合同项下标的房产涉及 4 个安置房小区、2980 套房屋。根据万隆（上海）资产评估有限公司（以下简称“万隆评估”）出具的《镇江华建置业有限公司部分安置房 2019 年 1 月 31 日至 2022 年 1 月 31 日销售收入现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”），本期资产支持票据基础资产在 2019 年 1 月 31 日至 2022 年 1 月 31 日期间预计获得回收款合计 138876.97 万元。

### 资产支持票据

本期资产支持票据目标募集总规模为 80000.00 万元，采用优先/次级结构化设计。其中，优先级资产支持票据的目标募集规模为 70000.00 万元，按期限和偿付顺序<sup>2</sup>的不同分为优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据；次级资产支持票据目标募集规模 10000.00 万元，由华建置业全额认购。

优先级资产支持票据均为固定利率，按年度支付利息，到期一次性还本。其中优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据预期到期日分别为 2020 年 2 月 27 日、2021 年 2 月 27 日和 2022 年 2 月 27 日。若发生违约事件、加速清偿事件，优先级资产支持票据本息将按优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据的顺序依次进行偿付。次级资产支持票据不参与期间分配，不设预期收益率，享有全部资产支持票据到期后的剩余收益。

表 2：本期资产支持票据基本信息

单位：万元、%

资产支持票据	规模	占比	利息支付	本金支付	预期到期日
优先 A1 级	10000.00	12.50	按年付息	到期还本	2020/2/27
优先 A2 级	20000.00	25.00	按年付息	到期还本	2021/2/27
优先 B 级	40000.00	50.00	按年付息	到期还本	2022/2/27
次级	10000.00	12.50	不参与期间分配，到期还本，享有到期的剩余收益		2022/2/27

<sup>2</sup> 此处偿付顺序不同是指在发生违约事件和/或加速清偿事件后，优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据的偿付顺序有所差异。

合计	80000.00	100.00	-	-	-
----	----------	--------	---	---	---

资料来源：《主定义表》、《信托合同》，东方金诚整理

## 交易结构分析

### 结构化安排

#### 1. 优先/次级结构及现金流超额覆盖

本期资产支持票据采用优先/次级结构化设计，优先 A 级资产支持票据获得来自优先 B 级和次级资产支持证券 62.50% 的信用支持，优先 B 级获得来自次级资产支持证券 12.50% 的信用支持。同时，本期资产支持票据基础资产在预期存续期内的预测现金流对各兑付日优先级资产支持票据应付本息流出均形成一定的超额覆盖，最低覆盖倍数为 1.30 倍，能够为优先级资产支持票据提供一定的信用支持。

#### 2. 差额支付承诺和连带责任保证担保

本期资产支持票据设置了差额支付机制和保证担保安排。在启动差额支付事件（详见附件一）时，差额支付承诺人华建置业应承担相应的差额补足义务。丹徒建投为华建置业差额补足义务的履行提供连带责任保证担保义务。

华建置业信用状况详见本报告“委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人”部分，丹徒建投信用状况详见本报告“保证人”部分。东方金诚认为，华建置业作为丹徒建投保障房建设的主要运营实体，近年来经营状况较为稳定，具备一定盈利能力，但其收入受安置房安置进度影响波动性较大，未来存在一定不确定性，其为本期资产支持票据提供的差额支付承诺增信效力一般。丹徒建投作为丹徒区重要的城市基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性，综合实力很强，其为华建置业差额补足义务的履行提供连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

#### 3. 信用触发机制

本期资产支持票据设置了加速清偿事件、违约事件（详见附件一）等信用触发机制。加速清偿事件一旦触发，回收款归集频率将由年度改为月度，同时期间分配兑付日由每年的【】月【】日变更为信托存续期间每个自然月的【】日（若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日）。当发生与委托人/资产服务机构相关的违约事件时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定，在违约事件发生之日起的三个工作日内通知债务人将其应支付的购房款直接支付至信托财产专户。如果此时债务人仍将其应支付的款项支付至监管账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托财产专户。

东方金诚认为，上述信用触发机制的设置有助于缓解事件风险的影响。

#### 4. 基础资产赎回机制

根据《信托合同》的约定，当出现基础资产不符合合格标准、委托人违反《信托合同》约定的承诺或保证、债务人抗辩及委托人发生的其他重大不利于基础资产回收的行为（委托人赎回义务触发情形详见附件一），经资产支持票据持有人大会决议，受托人有权要求委托人立即赎回相应金额的基础资产。赎回起算日为受托人根据资产支持票据持有人大会决议提出（或受托人根据资产支持票据持有人大会决议同意资产服务机构提出的）赎回相应不合格基础资产要求之日后第一个工作日。

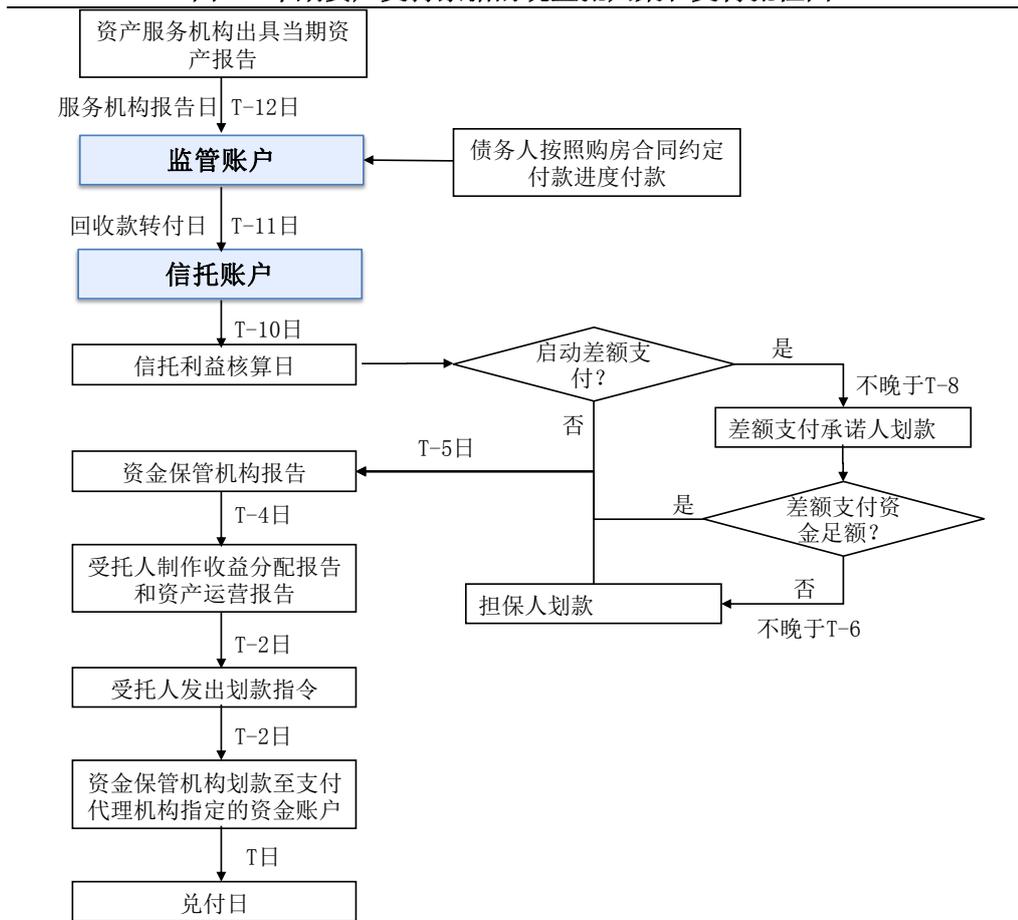
东方金诚认为，基础资产赎回机制对为本期资产支持票据的利益提供了进一步保障。

### 现金流归集与现金流支付机制

本期资产支持票据涉及的账户包括以华建置业名义开立的监管账户和以紫金信托名义开立的信托财产专户。

为促使资金及时归集、收益如期支付，《信托合同》中规定了本期资产支持票据的现金流归集和分配的具体流程，如图 2 所示。

图 2：本期资产支持票据的现金流归集和支付流程图



资料来源：《信托合同》，东方金诚整理。T 日为兑付日，T-n 为兑付日前第 n 个工作日。

#### 1. 现金流归集机制

本期资产支持票据的现金流入主要来自于存续期间信托财产专户所收到的基础资产产生的回收款、由受托人按《信托合同》约定方式进行合格投资所产生的收益、华建置业提供的差额支付款项、丹徒建投提供的担保支付款项以及其他根据交易文件属于本期资产支持票据的资产。

债务人根据购房合同约定的付款进度，将购房款支付至华建置业监管账户，华建置业应于每个兑付日前第 11 个工作日（T-11 日）将回收款转付至信托账户。若发生加速清偿事件，华建置业应在 T-11 日与每个自然月的最后一个工作日的孰先者将回收款转付至信托财产专户；当发生与委托人/资产服务机构相关的违约事件（详见附件一）时，委托人或受托人将根据交易文件的约定通知债务人将购房款直

接支付至信托财产专户，如果此时债务人仍支付至监管账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托财产专户。

若发生差额补足启动事件，华建置业应于差额补足划款日（T-8 日）将相应的差额补足资金划入信托财产专户。若发生保证支付启动事件（详见附件一），丹徒建投应于保证支付划款日（T-6 日）将相应的担保款项支付至信托财产专户。

## 2. 现金流支付机制

各级资产支持票据按年度付息、到期还本。若未发生违约事件、加速清偿事件，信托财产专户内资金分配顺序依次为：信托相关税费，除资产服务机构外的参与机构报酬和限额内费用支出<sup>3</sup>，优先 A1 级资产支持票据利息，优先 A2 级资产支持票据利息，优先 B 级资产支持票据利息，优先 A1 级资产支持票据的本金（若为其本金兑付日），优先 A2 级资产支持票据的本金（若为其本金兑付日），优先 B 级资产支持票据的本金（若为其本金兑付日），资产服务机构应收的全部服务报酬（如有），超出优先支出上限<sup>4</sup>的费用支出，次级资产支持票据的本金（若为其本金兑付日），剩余资金作为次级资产支持票据收益支付（若为其本金兑付日）。

在发生违约事件和/或加速清偿事件后，信托财产专户内资金分配顺序依次为：信托相关税费，除资产服务机构外的参与机构报酬和费用支出，优先 A1 级资产支持票据利息，优先 A1 级资产支持票据本金（直至清偿完毕），优先 A2 级资产支持票据利息，优先 A2 级资产支持票据本金（直至清偿完毕），优先 B 级资产支持票据利息，优先 B 级资产支持票据本金（直至清偿完毕），资产服务机构应付未付的服务报酬，超出优先支出上限的费用支出，次级资产支持票据的本金（直至清偿完毕），剩余资金作为次级资产支持票据收益支付。

信托终止后，受托人应将清算所得的信托财产按以下顺序进行分配：信托相关税费、清算费用、参与机构费用、优先 A1 级资产支持票据的利息、优先 A1 级资产支持票据的本金（直至清偿完毕）、优先 A2 级资产支持票据的利息、优先 A2 级资产支持票据的本金（直至清偿完毕）、优先 B 级资产支持票据的利息、优先 B 级资产支持票据的本金（直至清偿完毕），剩余信托财产全部原状分配给次级资产支持票据持有人。

## 交易结构风险

### 1. 单一债务人违约风险

本期资产支持票据现金流来自于债务人拆迁事务所依据购房合同约定支付的购房款，债务人违约将直接影响基础资产现金流的实现，从而对本期资产支持票据构成不利影响。

拆迁事务所是于 1993 年经镇江市丹徒区政府批准同意，由镇江市丹徒区拆迁管理办公室全资设立并持有的全民所有制企业，为丹徒区住房和城乡建设局下属唯一的负责丹徒区规划区域内的房屋征收拆迁及补偿安置工作的实施主体。根据镇江

<sup>3</sup> 包括（1）资金保管机构的报酬；（2）受托人的报酬；（3）评级机构的跟踪评级报酬（如有）；（4）支付代理机构的报酬；（5）以优先支出上限为限的受托人、资金保管机构各自可报销的费用支出；（6）受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（如有）；（7）主承销商按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（如有）；（8）主承销商首笔承销费以外的承销费用（如有）。

<sup>4</sup> 优先支出上限：系指根据《信托合同》的约定，在各信托利益核算日可以优先于优先级资产支持票据本息进行支付的费用支出的限额，即人民币 10 万元。

市住房和城乡建设局《关于确认镇江市丹徒区曾南苑等项目纳入全国保障性安居工程计划的批复》（镇政建[2018]241号），标的房产已纳入2013年度、2015年度江苏省保障性安居工程建设目标任务分解计划，属于国家保障房计划。标的房产在当地民生工程中具有很高的重要性，债务人具有特殊的职能定位，预计可获相关部门的支持，有助于降低其违约风险。

此外，根据交易文件约定，债务人在购房合同规定的付款日后超过【】日仍未支付或因债务人违约导致购房合同重新确定还款计划或解除事件发生的情况下，该等应收账款债权将被认定为违约资产。当任一计息期间结束时的累计违约率<sup>5</sup>超过20%，将触发加速清偿事件（自动生效）。上述约定可在一定程度上缓释债务人违约风险。

## 2. 债务人抵销风险

截至本报告出具日，华建置业对债务人拆迁事务所存在8.00亿元其他应付款，债务人可能因此主张抵销其基础资产对应应付账款支付义务，本期资产支持票据基础资产面临因债务人抵销而灭失的风险。

本期资产支持票据设置了基础资产合格标准，当债务人主张抵销将导致其不符合合格标准，可经资产支持票据持有人大会决议、受托人要求委托人履行不合格基础资产赎回义务，从而将债务人抵销风险转化为委托人的违约风险。

## 3. 发起机构/资产服务机构持续经营风险

根据购房合同，发起机构华建置业根据债务人安置工作进度分批或一次性交付房源，应在规定的期限内履行交付义务。同时，华建置业作为资产服务机构负责向债务人收取购房价款并履行回收款转付的义务。上述义务的履行均依赖于华建置业持续经营和持续履职。

作为丹徒建投下安置房项目和基础设施项目的建设主体，华建置业营业收入来源于安置房的销售及基础设施项目的回购款。2015年~2017年，华建置业分别实现营业收入1.48亿元、0.47亿元和1.70亿元，经营性净现金流分别为5948.89万元、-20515.83万元和-3671.03万元，波动较大。总体来看，华建置业有一定的持续经营能力，但因业务范围和规模较小，其经营情况易受地区安置房计划和项目销售进度的影响。华建置业主体信用状况详见本报告“委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人”部分，东方金诚将会持续关注其主体信用状况，并及时分析因其信用状况恶化对优先级资产支持票据兑付的影响。

## 4. 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，信托财产可能与资产服务机构或受托人的其他资金混同，从而造成基础资产的损失。此外，本期资产支持票据初始起算日为2018年6月19日，距离本报告出具日的时间（以下简称“封包期”）较长，标的房产安置工作在封包期内持续推进。截至本报告出具日，标的房产中394套房屋产权已过户给拆迁户，已过户房屋套数和面积分别占标的房产的13.22%和10.45%。由于安置工作进展较快，在本期资产支持票据发行前，债务人若根据安置进度提前支付购房款至华建置业，将导致基础资

<sup>5</sup> 就某一计息期间而言，该计息期间的累计违约率系指A除以B所得的百分比。其中，A为该计息期间以及之前各计息期间内的所有违约资产在成为违约资产时的未偿本金余额之和，B为自信托生效日起至该计息期间后第一个兑付日，根据购房合同约定应收回的全部应收账款债权金额之和。

产回款与资产服务机构其他资金混同的风险。

针对资产服务机构信用状况恶化导致的混同风险，根据交易结构安排，当资产服务机构未能履行其在交易文件项下的任何主要义务并且受托人无法补救或未能及时补救，或发生对资产服务机构有重大不利影响的事件时，将触发加速清偿事件，基础资产的回款及优先档资产支持票据的兑付将由按年度归集改为按月，有助于缓释因资产服务机构信用状况恶化导致的资金混同风险。针对封包期较长导致的混同风险，华建置业与债务人于 2018 年 1 月 23 日出具《房屋安置情况确认》，确认截至 2018 年 1 月 23 日华建置业已交付的房屋数量，并确认债务人尚未支付相应购房款。

另一方面，为防止基础资产回收款与受托人的其他资金混同，本期资产支持票据引入信托资金托管机制，由南京银行对信托资金提供保管服务；同时受托人将信托财产与其固有财产以及受托管理的其他信托财产均分别管理、单独记账，对各信托财产分别进行独立运用并核算。

东方金诚认为，上述制度安排能在一定程度上降低基础资产回收款与资产服务机构其他资金和受托人管理的其他信托财产相混同的风险。

#### 5. 相关方缺位风险

本期资产支持票据并未预先指定继任受托人、资产服务机构、资金保管机构、资金监管银行等。若受托人、资产服务机构、资金保管银行、资金监管银行发生解任、辞任等事件，将对本期资产支持票据的存续造成一定影响。根据《信托合同》、《资产服务协议》和《资金保管合同》约定，当发生受托人解任事件时，资产支持票据持有人会议应任命继任受托人；当发生资产服务机构解任事件时，资产支持票据持有人会议应启用后备资产服务机构或委任替代资产服务机构；当发生资金保管机构解任事件时，资产支持票据持有人会议应任命替代资金保管机构。

从受托人紫金信托、资产服务机构华建置业、资金保管机构南京银行和资金监管银行南京银行镇江分行的履约能力及意愿来看，东方金诚认为本期资产支持票据的相关方缺位风险较小。东方金诚将持续跟踪上述机构的信用状况和履约能力，并对上述风险做出及时分析。

#### 6. 再投资风险

根据《信托合同》，受托人可将信托财产专户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行存款、大额存单、货币市场基金以及监管机构认可的其他风险较低、变现能力较强的固定收益类产品的方式存放于合格实体<sup>6</sup>，合格投资中相当于当期分配所需的部分应于兑付日和/或回收款转付日前第十个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。

东方金诚认为，上述安排使得本期资产支持票据面临的再投资风险较小。

#### 法律完备性

根据北京金诚同达（南京）律师事务所出具的《关于镇江华建置业有限公司 2019 年度第一期资产支持票据之法律意见书》，发起机构具备发行本期资产支持票据的主体资格，已履行必要的内部决策程序；各参与机构均具备履行各自职责所

<sup>6</sup> 合格实体是指主体长期信用等级等于【】级的金融机构。当资金保管机构或资金监管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构和资金监管进行。

应具备的资质、条件；相关发行文件、交易文件真实、合法、有效，各参与机构的权利义务明确；基础资产对应的项目符合法律法规和配套规范性文件的相关规定，真实、有效、权属明确；与本期资产支持票据发行有关的重大法律事项及潜在法律风险不会对本期发行造成实质性的不利影响。

## 基础资产信用质量分析

本期资产支持票据基础资产为华建置业在信托生效日信托予受托人的应收账款债权，该等应收账款债权系华建置业依据4份《拆迁安置房购房协议》对拆迁事务所享有的购房款请求权。

### 基础资产分析

#### 1. 基础资产合格标准

根据交易文件约定，每一笔基础资产在初始起算日和信托财产交付日及信托期限内应符合下列标准：

(1) 资产对应的购房合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关债务人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向债务人主张权利；

(2) 委托人按约履行并遵守了资产所对应的任一份购房合同的主要义务；

(3) 同一购房合同项下剩余未支付的购房款本金、利息及其他款项全部入池；

(4) 债务人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织；

(5) 委托人合法拥有基础资产，且基础资产上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；

(6) 基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得债务人或其他主体的同意，且不得与委托人固有财产产生的债务相抵销；

(7) 基础资产如附有保证担保或抵押、质押等担保，则由相应主体签订的担保合同及相应的担保权利均合法有效，相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让，且无需取得债务人、担保人或其他主体的同意；

(8) 于初始起算日和信托财产交付日，基础资产所对应的任一份购房合同项下到期的购房款均已按时足额支付，无违约情况；

(9) 委托人根据购房合同约定按时、足量交付标的房产，未发生因委托人违约需要向债务人支付违约金的情形；

(10) 基础资产或标的房产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(11) 基础资产或标的房产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序。

当资产服务机构或受托人发现部分资产为不合格基础资产时，应当召开资产支持票据持有人大会，并根据资产支持票据持有人大会决议通知委托人对不合格基础资产进行赎回。东方金诚认为，上述安排有助于保障基础资产的信用质量。

#### 2. 棚改安置政策环境分析

保障性住房是指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房，一般由廉租住房、经济适用住房、政策性租赁住房、定向安置房等构

成。

2009年12月，住房城乡建设部、国家发展改革委、财政部、国土资源部、中国人民银行联合出台《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》，标志着我国棚户区改造政策的初步完成和棚户区改造工程的全面启动。2011年9月，国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》，将棚户区改造纳入国家保障性安居工程中。2012年7月，国务院印发《国家基本公共服务体系“十二五”规划》，提出加大保障性安居工程建设力度，稳步推进棚户区改造工作。2014年3月，中共中央、国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，将棚户区和城中村改造纳入国家新型城镇化发展战略中，并提出到2020年基本完成城市棚户区改造的任务。2017年5月，李克强总理主持召开国务院常务会议，会议确定实施2018年到2020年3年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区1500万套，加大中央财政补助和金融、用地等支持，以兑现改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村的承诺。按照计划，截至2020年底，全国将累计完成棚户区住房改造约5340万套。

随着国家各项政策的出台，我国公共财政中用于保障房安居工程的支出以及棚户区改造住房建设计划整体波动上升，其中2017年公共财政中用于保障房安居工程的支出共3791.56亿元；2018年全国棚户区改造住房建设计划580万套。

图3：全国2009年~2018年棚户区改造住房建设计划数量

单位：万套、亿元

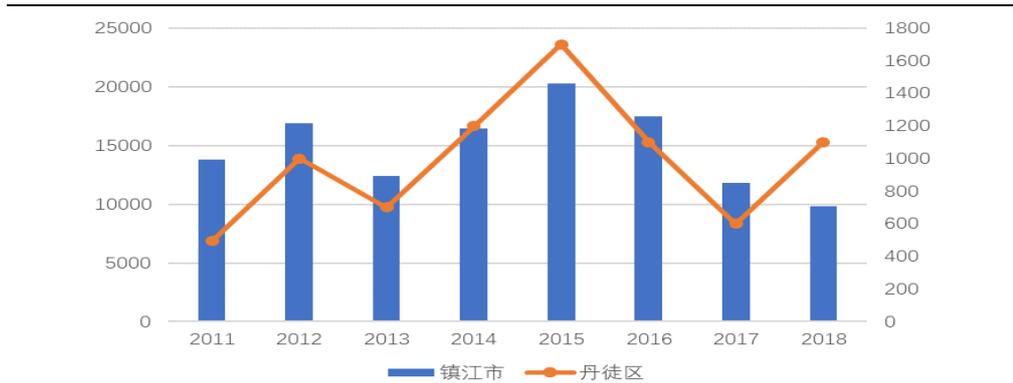


资料来源：Wind，东方金诚整理

镇江市人民政府于2010年8月发布《关于加强住房保障工作的实施意见》，并成立了“镇江市住房保障中心”负责住房保障的实施工作，加强城市住房保障体系建设。随后，镇江市人民政府又陆续推出经济适用房、廉租住房、住房困难家庭公共租赁住房、棚改安置房等保障房建设实施意见。根据镇江市2011年~2018年下发的全市保障房安居工程建设目标任务文件，近年来镇江市和丹徒区保障性安置房建设新开工目标套数波动较大，其中2015年新开工目标套数处于近年高位（见图4）。根据镇江市丹徒区住房和城乡建设局《棚户区调查摸底和改造计划项目表》，丹徒区截至2017年末待拆迁棚户区面积99.39万平方米，对应4256户。

图 4：镇江市及丹徒区 2011 年~2018 年保障房安居工程开工建设目标

单位：套



资料来源：镇江市 2011 年~2018 年全市保障房安居工程建设目标任务文件，东方金诚整理

保障性住房作为重点民生工程之一，是国家和社会的关注重点，加快建设保障性住房对改善民生、促进社会和谐稳定发展具有重要的意义。随着镇江市、丹徒区城镇化进程的不断推进，其安置房建设需求仍较大。

### 3. 区域经济分析

#### 镇江市

镇江市位于江苏省西南部、长江三角洲北翼中心，是南京都市圈<sup>7</sup>核心层城市和国家级苏南现代化建设示范区<sup>8</sup>的重要组成部分。截至 2017 年末，镇江市下辖 4 区（京口区、润州区、丹徒区），并代管 3 个县级市（句容市、丹阳市、扬中市），同时设有 1 个国家级经济技术开发区（镇江新区），总面积 3840 平方公里，常住人口 318.63 万人。

镇江市位于苏锡常经济圈和南京都市圈的交汇点，并拥有长江流域第三大航运中心（镇江港），区位优势明显。近年来，镇江市经济持续发展。2015 年~2017 年，镇江市分别实现地区生产总值 3502.48 亿元、3833.84 亿元和 4105.36 亿元，同比分别增长 9.6%、9.3%和 7.2%。2017 年，镇江市地区生产总值在江苏省各城市中排名第 10 位；人均生产总值为 12.88 万元，在江苏省各城市中排名第 6 位，经济实力很强。

从产业结构来看，2017 年末，镇江市三次产业增加值比例为 3.5:49.4:47.1，第二、三产业对镇江市经济总量贡献较为明显。镇江市是全国锚链、高档铜版纸、汽车发动机缸体和醋酸等多个产品的重要生产基地，工业经济较为发达。2015 年~2017 年，镇江市分别实现规模以上工业总产值 8403.82 亿元、9066.19 亿元和 7392.64 亿元，同比分别增长 7.8%、7.2%和 10.5%<sup>9</sup>。近年来，镇江市逐步调整产业结构，重点向高端装备制造、新材料产业、新能源、新一代信息技术、生物技术与新医药等战略新兴产业倾斜，2015 年~2017 年战略新兴产业整体销售收入占规模以上工业销售比重近一半，销售收入增速保持在 10.0%以上。第三产业方面，2015

<sup>7</sup> 南京都市圈位于长江中下游沿江城市地带核心地区，是以南京为中心的经济区域带，地跨苏皖两省，成员城市为南京、镇江、扬州、淮安、马鞍山、滁州、芜湖、宣城八市。

<sup>8</sup> 苏南现代化建设示范区包括江苏苏南地区南京、无锡、常州、苏州和镇江五市。2013 年，国务院印发的《苏南现代化建设示范区规划》中对镇江的发展定位是：要将镇江建设为全国重要的高端装备制造、新材料产业基地和区域物流基地、技术研发基地、创意生活休闲中心，成为现代山水花园城市和旅游文化名城。

<sup>9</sup> 数据来源：2017 年镇江市国民经济和社会发展统计公报

年~2017年,镇江市第三产业增加值分别为1642.63亿元、1825.66亿元和1931.84亿元,三年复合增长率为8.45%,增长较快。

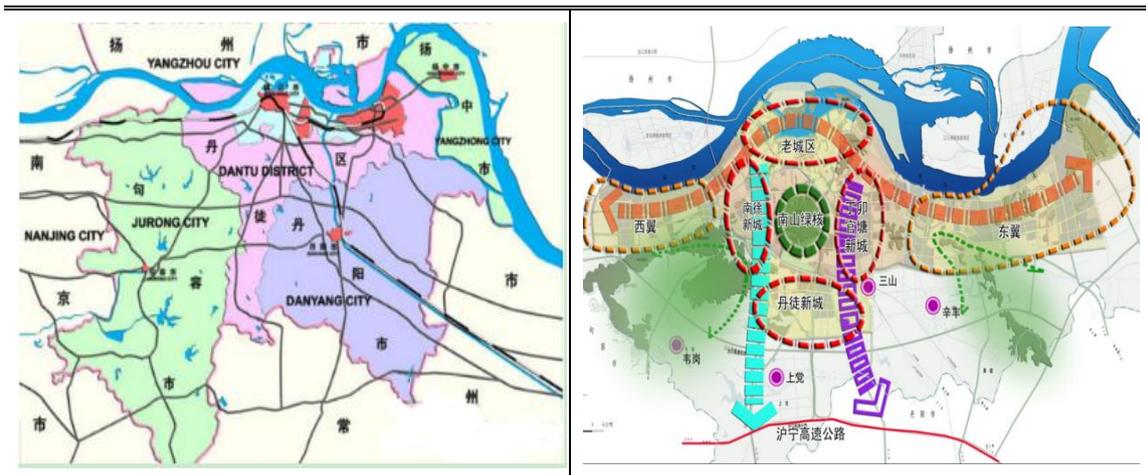
从财政实力来看,2017年镇江市完成一般公共预算收入284.34亿元,同口径增长3.3%,可用财力466.17亿元;2017年镇江市一般公共预算支出386.64亿元,同比增长6.5%,其中社保就业、交通运输、住房保障等支出保持较快增长。由于市区土地出让收入较同期大幅增加,2017年镇江市本级完成政府性基金收入73.13亿元,同比增长210.5%。由于对应安排的征地及拆迁补偿支出同步增加,2017年镇江市本级政府性基金支出116.11亿元,同比增长128.2%。

总体来看,镇江市区位优势明显,近年来经济快速发展,逐步推进产业转型升级,具有较强的经济、财政实力。

### 丹徒区

丹徒区原为镇江市丹徒县,2002年,经国务院批准撤县设区。丹徒区位于江苏省西南部,是镇江市面积最大、人口最多的市辖区。截至2017年末,丹徒区下辖6镇、2个街道和2个园区,并设有江苏省丹徒经济开发区等4个重点打造区域<sup>10</sup>,常住人口约30万人。

图5:丹徒区区位图及镇江市中心城市整体格局图



资料来源:《镇江市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》等公开资料,东方金诚整理

丹徒区近年来经济保持增长,2015年~2017年,丹徒区分别实现地区生产总值342.12亿元、371.22亿元和390.21亿元,同比分别增长10.0%、9.3%和5.12%;2017年,按常住人口计算,丹徒区人均GDP为127938元,同比增长6.22%,增速较上年下降2.18个百分点。整体来看,丹徒区近年经济增速有所放缓,但经济实力仍较强。

从产业结构来看,2017年,丹徒区三次产业增加值比例为4.93:52.28:42.79,地区经济以第二产业为主。在“产业兴区、工业强区”的发展规划推动下,近年来丹徒区工业经济增长较快,已形成汽车整车及零部件制造、工程机械、重装设备、食品加工等主导产业。2015年~2016年,丹徒区规模以上工业增加值分别为262.03亿元、272.31亿元,同比分别增长10.1%、9.9%。2017年,高新技术产业产值占

<sup>10</sup> 具体为高桥镇、辛丰镇、谷阳镇、上党镇、宝堰镇、世业镇6镇,宣城街道、高资街道2个街道,和江心洲生态农业园区、荣炳盐资源区2个园区,另设有江苏省丹徒经济开发区、世业洲旅游度假区、高新技术产业园、长山文化产业园和农林场圃4个重点打造区域。

规模以上工业产值比重达到 41.4%。2015 年~2017 年，丹徒区第三产业增加值分别为 143.79 亿元、158.27 亿元和 166.96 亿元，同比分别增长 9.8%、9.8%和 5.5%。根据《镇江市丹徒国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，丹徒区规划做强支柱服务业，构建以文化旅游业、现代物流业为主体，现代商贸业、科技信息服务业为支撑的（2+2）四大服务业体系，到 2020 年实现服务业增加值 250 亿元。

总体来看，丹徒区人口基础较好，已形成一定规模的产业集群，经济实力逐步增强，为城镇化建设和民生安居工程的持续推进提供了保障。

#### 4. 标的房产分析

根据购房合同，本期资产支持票据基础资产对应标的房产涉及 4 个安置房小区 2980 套房屋，涉及购房款合计 138876.97 万元，将由拆迁事务所于 2019 年 1 月 31 日~2022 年 1 月 31 日期间按合同约定履行支付义务。

##### （1）标的房产所在小区基本情况

根据镇江市住房和城乡建设局《关于确认镇江市丹徒区曾南苑等项目纳入全国保障性安居工程计划的批复》（镇政建[2018]241 号），镇南安置小区、北汽安置房小区业江岛人家小区和长山水岸安置房小区均已纳入江苏省 2013 年度保障性安居工程建设目标任务分解计划、2015 年度保障性安居工程建设目标任务分解计划，属于全国 2013 年度、2015 年度国家保障房计划。根据镇江市丹徒区地名委员会办公室发布关于小区命名的批复文件<sup>11</sup>，镇南安置小区、北汽安置房小区、世业江岛人家小区和长山水岸安置房分别被正式命名为曾南苑、上党滨河茗苑、江岛人家小区和长香水岸小区。

曾南苑、江岛人家小区、上党滨河茗苑均为多层房屋小区，项目已竣工且已办理独立户室产权分割。长香水岸小区为高层、小高层住宅小区，共计 37 栋楼房，截至 2018 年 9 月末，30 栋楼房已竣工，7 栋房屋因涉及高压电塔迁移工程尚未动工。截至 2019 年 1 月 21 日，长香水岸小区的土地使用权未设定任何抵押。

表 3：截至 2018 年 9 月末标的房产对应小区基本情况

单位：万平方米，万元

项目	曾南苑	江岛人家小区	上党滨河茗苑	长香水岸小区
房屋坐落	丹徒区铁塔路 10 号	丹徒区世业镇内环南路 10 号	丹徒区上党镇上党大道 5	丹徒区扬溧高速和长香路交汇处
规划用地面积	2.22	2.89	3.87	19.16
总建筑面积	3.47	3.50	3.62	40.07
房屋形态	多层	多层	多层	高层、小高层
开工时间	2012.10	2014.5	2014.06	2014.06
工程状态	2014 年完工	2016 年完工	2016 年完工	30 栋于 2018 年完工，7 栋尚未开工
产证状态	已办理独立户室产权分割	已办理独立户室产权分割	已办理独立户室产权分割	完工部分已获预售许可证
计划总投资额	8500.00	12000.00	12000.00	131700.00
已完成投资额	8500.00	12000.00	12000.00	96324.47

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

<sup>11</sup> 《关于“上党滨河茗苑”等安置小区地名命名的批复》（镇徒地名[2017]12 号）、《关于谷阳镇曾南苑住宅区地名命名的批复》（镇徒地名[2017]3 号）、《关于“古堰新居”等安置小区地名命名的批复》（镇徒地名[2017]13 号）。

(2) 标的房产所在小区安置情况

截至本期资产支持票据初始起算日，部分标的房产所在小区已完成一定数量房屋的安置。其中曾南苑、上党滨河茗苑、江岛人家小区的安置完成进度分别为 11.50%、41.55%和 63.51%，长香水岸小区尚未开始安置。标的房产为 4 个小区尚未完成安置的部分，套数合计 2980 套、房屋建筑面积合计 303969.68 平方米。

表 4：标的房产安置情况统计

单位：平方米、套、%

项目	房屋总套数 (预售证记载)	已安置 套数	已安置 房屋面积	待安置 套数	待安置 房屋面积	安置完成 进度 <sup>12</sup>
曾南苑	339	39	3957.50	300	30722.42	11.50
江岛人家小区	349	145	12613.35	204	22377.92	41.55
上党滨河茗苑	370	235	25368.95	135	10956.90	63.51
长香水岸小区	2510 <sup>13</sup>	0	0	2341 <sup>14</sup>	239912.44	0
<b>合计</b>	<b>3568</b>	<b>419</b>	<b>41939.80</b>	<b>2980</b>	<b>303969.68</b>	<b>11.74</b>

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

初始起算日以来，标的房产安置工作持续推进。截至本报告出具日，标的房产中 394 套房屋产权已过户给拆迁户，标的房产中已过户房屋建筑面积 39137.47 平方米，套数和面积分别占标的房产的 13.22%和 10.45%。已过户房屋主要集中在曾南苑小区和上党滨河茗苑小区，两个小区内原定作为标的房产的已过户套数占比分别为 76.67%和 62.96%，安置进度进展较快。

表 5：标的房产初始起算日以来发生房屋过户情况统计

单位：平方米、套、%

项目	初始待安置 房屋面积	截至报告出具日 产证已过户 房屋面积	初始待安置 套数	截至报告出具日 产证已过户套数	已过户 套数占比
曾南苑	30722.42	23772.77	300	230	76.67
江岛人家小区	22377.92	8504.22	204	79	38.73
上党滨河茗苑	10956.90	6860.48	135	85	62.96
长香水岸小区	239912.44	0	2341	0	0
<b>合计</b>	<b>303969.68</b>	<b>39137.47</b>	<b>2980</b>	<b>394</b>	<b>13.22</b>

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

(3) 标的房产销售实现方式

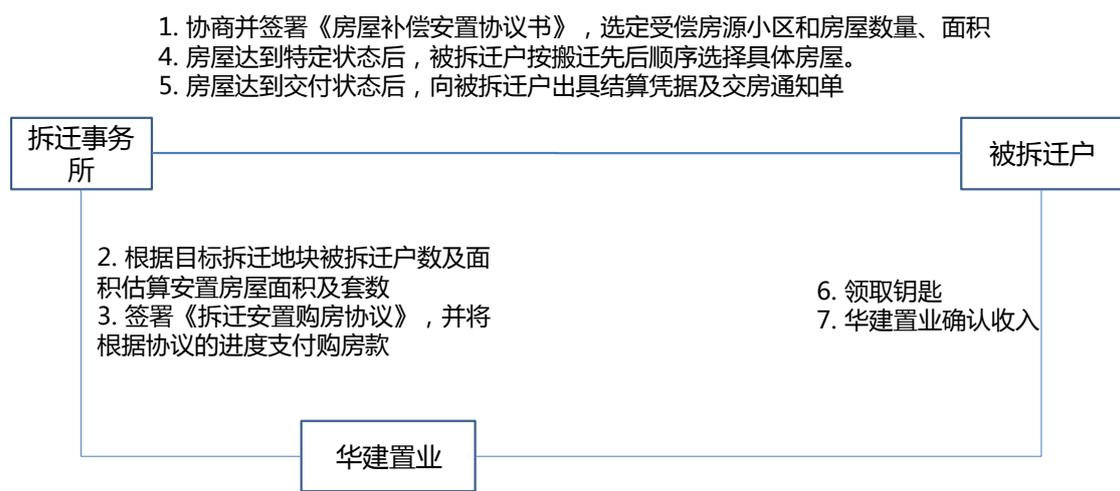
镇江市丹徒区房屋拆迁安置事务所根据政府拆迁安置需要，向华建置业预定房源，由华建置业负责安置房开发建设。根据《拆迁安置房购房协议》，华建置业根据拆迁事务所安置工作进度分批或一次性交付房源，华建置业直接与拆迁事务所结算收取房屋对价（包括购房款、车库和维修基金等）。其中拆迁事务所安置工作及华建置业收取房款和确认收入的流程如图 6 所示。

<sup>12</sup> 安置进度 = 已安置套数 / (已安置套数+待安置套数)

<sup>13</sup> 此处数据仅包含了长香水岸竣工且住宅用途为安置房的 28 栋楼房，7 栋未开工建设、1 栋商品房和 1 栋社区物业用房的未算入。

<sup>14</sup> 长香水岸项目待安置套数小于总套数系 169 套房屋被列入棚改安置项目。

图 6：丹徒房屋拆迁安置流程图



资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

根据拆迁事务所提供的《拆迁明细表》，已签署《房屋补偿安置协议书》并确认受偿房源为标的房产所在小区的被拆迁户 1514 户，对应安置房 3527 套，面积合计 327980 平方米，对标的房产小区覆盖程度很高。

表 6：以标的房产所在小区作为受偿房源的被拆迁户统计

单位：万平方米、套、万元

项目	总可安置房屋套数	已签署《房屋补偿协议》的统计数据		
		被拆迁户户数	涉及安置房套数	涉及安置房面积
曾南苑	339	152	357	33520
江岛人家小区	349	89	249	23240
上党滨河茗苑	370	101	286	26320
长香水岸小区	2510	1172	2635	244900
<b>合计</b>	<b>3568</b>	<b>1514</b>	<b>3527</b>	<b>327980</b>

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

(4) 标的房产销售价格

根据《拆迁安置房购房协议》，标的房产协议购买价格及购房款总价如表 6 所示，4 个小区购房款总价合计 138876.97 万元。拆迁事务所将按协议约定的进度支付购房款，最晚付款时间为 2022 年 1 月 31 日。

表 7：标的房产安置房价格统计

单位：元/平方米，万元

项目	协议购买价格	购房款总价	付款方式	最晚付款时间
曾南苑	2420	7434.83	按约定进度付款	2021/1/31
江岛人家小区	3579	8009.06		2021/1/31
上党滨河茗苑	3852	4220.60		2020/1/31
长香水岸小区	4969	119212.49		2022/1/31
<b>合计</b>	-	<b>138876.97</b>	-	-

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

根据房天下网站信息，标的房产协议购买价格与周边小区房屋相比具有价格优势，为销售交易的完成提供了保障。

表 8：标的房产周边房屋价格统计<sup>15</sup>

单位：元/平方米

项目	周边小区	小区位置	建成年代（一手/二手）	销售价格
曾南苑	水岸华庭	丹徒区三山镇跃进河东侧	2013 年（二手）	5937
	城南人家	丹徒区湖山路 28 号	2008 年（二手）	4160
江岛人家小区	桃源居	丹徒区世业洲云腾度假村	2011 年（二手）	6036
上党滨河茗苑	金河御景	丹徒区上党镇镇荣公路东侧、金河路北侧	2015 年（二手）	5884
	金河花园	江苏省镇江市丹徒区金河路 46-18	2015 年（二手）	4127
长香水岸小区	英格兰领域	镇江丹徒区盛丹路谷阳大道 199 号	2011 年（二手）	8471
	光明南郡	丹徒区天王山路 1 号	2017 年（一手）	8084
	官庄新村	镇江市丹徒区盛丹路 488 号	2008 年（二手）	5891

资料来源：房天下，zhenjiang.esf.fang.com，东方金诚整理。

总体来看，标的房产完工情况良好，《房屋补偿安置协议书》需要的安置房数量对标的房产小区覆盖程度很高，购房合同价格相比周边更低，为标的房产销售交易的推进奠定了基础。

#### 委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人

本期资产支持票据的委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人为华建置业。

华建置业成立于 2004 年 4 月，由丹徒建投和镇江市丹徒区规划设计室（以下简称“丹徒规划设计室”）联合出资设立，初始注册资本 15000.00 万元，其中丹徒建投出资 14600.00 万元，持有华建置业 97.33% 股权，镇江市丹徒区规划设计室出资 400.00 万元，持股比例 2.67%。截至 2018 年 9 月末，华建置业注册资本和实收资本均为 15000.00 万元<sup>16</sup>，其中丹徒建投持股 97.33%，实际控制人为丹徒区财政局。

华建置业具有房地产开发贰级资质，是丹徒区基础设施建设以及保障性住房和政策性住房的主要建设主体。截至 2018 年 9 月末，华建置业依托于股东及关联公司往来款拆借和银行借款建设先后完成了高新园信息中心、丹徒区人民医院扩建工程项目、丹徒区法律服务中心、荣炳帮扶厂房、丹徒区文化艺术活动中心、北汽公交站场等城市基础设施项目，芳草园小区和华建公寓等商品房项目以及曾南苑、江岛人家小区、上党滨河茗苑等保障房项目；同期末，华建置业保障房主要在建项目为长香水岸安置房项目，项目计划总投资 13.17 亿元，已累计完成投资 9.63 亿元，尚需投资 3.54 亿元；拟建项目包括长香翠庭、蔡巷茗苑、曾南苑二期等保障房项目，计划总投资 22.72 亿元。

华建置业提供了 2015 年~2017 年经上会会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的财务报告以及 2018 年 9 月末未经审计的报表。

表 9：华建置业 2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月财务数据和指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
总资产（亿元）	24.61	27.48	42.71	52.82

<sup>15</sup> 该房价为根据房天下显示标的房产临近商品房小区的价格水平，查询时间 2019 年 1 月 10 日。

<sup>16</sup> 2018 年 5 月，丹徒建投对华建置业追加股东投入导致资本公积增加 14.00 亿元。

所有者权益（亿元）	2.86	2.87	3.13	17.76
全部债务（亿元）	4.28	0.00	3.88	4.43
营业收入（亿元）	1.48	0.47	1.70	1.61
利润总额（亿元）	0.11	0.01	0.36	0.67
EBITDA（亿元）	0.11	0.01	0.36	-
营业利润率（%）	12.79	15.81	26.01	17.87
净资产收益率（%）	2.98	0.30	8.38	-
资产负债率（%）	88.38	89.56	92.67	66.38
全部债务资本化比率（%）	59.91	53.68	55.30	19.95
流动比率（%）	122.77	128.73	119.41	166.73
全部债务/EBITDA（倍）	37.47	277.76	10.63	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.03	1.34	-

资料来源：华建置业提供，东方金诚整理。

截至 2017 年末，华建置业资产总额为 42.71 亿元，资产构成以流动资产为主，流动资产合计 42.64 亿元，占资产总额比例为 99.82%，主要由存货和其他应收款构成。截至 2017 年末，华建置业的存货账面价值为 18.84 亿元，主要为在建保障房开发成本；其他应收款为 15.41 亿元，主要为与丹徒建投、镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司、镇江市丹徒区财政局、镇江华建资产管理有限公司、镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司的往来款；其他流动资产 6.52 亿元，为华建置业预缴的土地增值税和营业税及附加；货币资金余额为 0.98 亿元。截至 2017 年末，华建置业受限资产 0.63 亿元，占总资产的 1.48%，其中存货 0.58 亿元、固定资产 0.05 亿元，均用于抵押借款。截至 2018 年 9 月末，华建置业资产总额为 52.82 亿元，资产结构较 2017 年末未发生大的变化。

华建置业整体负债水平较高，负债结构以流动负债为主。截至 2017 年末，华建置业流动负债为 35.71 亿元，占总负债比例为 90.21%。其中其他应付款 32.51 亿元，占流动负债的 91.04%，为华建置业与镇江市丹徒市房屋拆迁安置事务所、丹徒区宜城街道镇南社区、镇江生态汽车产业园发展公司、镇江市丹徒区华建建设投资有限公司、镇江华建资产管理有限公司的往来款；非流动负债 3.88 亿元，全部为长期借款。截至 2018 年 9 月末，华建置业的负债总额为 35.06 亿元，负债结构仍以流动负债为主。其中华建置业对拆迁事务所其他应付款余额 8 亿元，截至本报告出具日上述其他应付款余额未减少，从而使得本期资产支持票据基础资产面临因债务人抵销而灭失或减损的风险。

由于华建公寓及上党镇安置房滨河茗苑在 2017 年完工并交付的影响，华建置业 2017 年营业收入和利润总额均实现了大幅增长。2017 年，华建置业实现营业收入 1.70 亿元，较 2016 年大幅增长 261.48%；同期，华建置业实现利润总额为 0.36 亿元，营业利润率为 26.01%。2018 年 1~9 月，世业镇安置房江岛人家和三山镇安置房曾南苑一期完工交付，华建置业实现营业收入 1.61 亿元，利润总额 0.67 亿元。

2015 年~2017 年，华建置业资产负债率处于 90%左右的很高水平。截至 2018 年 9 月末，受股东追加资本投入的影响，华建置业资产负债率下降至 66.38%；同期末，华建置业全部有息负债规模为 4.43 亿元，其中短期有息债务 1.00 亿元、长期有息债务 3.43 亿元，全部债务资本化比率为 19.95%，较上年降低 35.36 个百分点。

点。整体来看，华建置业债务负担不重，但经营性负债资金对往来款具有较高的依赖。

作为丹徒建投安置房建设的主要运营实体，华建置业拥有一定的项目建设经验，经营状况较为稳定；同时，东方金诚关注到，华建置业业务规模很小，盈利和现金流情况受建设项目周期影响波动明显；未来拟建和在建安置房规模大，资本支出压力仍偏大。东方金诚将持续关注其信用状况变化，并及时分析其作为委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人的履约能力。

### 债务人

拆迁事务所是于 2003 年经镇江市丹徒区政府批准同意，由镇江市丹徒区拆迁管理办公室（以下简称“丹徒区拆迁办”）全资设立并主管的全民所有制企业，为丹徒区住房和城乡建设局下属唯一的负责丹徒区规划区域内的房屋征收拆迁及补偿安置工作的实施主体，具体职能包括安置政策的宣传和解释、拆迁及回迁安置工作中的来信来访的受理、问题和矛盾纠纷的解决、拆迁安置补偿资金及腾仓费的兑付、征收拆迁及回迁安置数据的统计上报和资料整理等。

成立以来，截至 2017 年末，拆迁事务所共参与完成近 217 万平方米的居民用房、非居民用房的拆除工作，已完成回迁安置 9163 余套房屋，安置面积达 78 万平方米。拆迁事务所参与了谷阳湖旅游综合开发、大学城建设、北汽项目建设、312 国道南移、连锁铁路、243 省道改造、棚改张巷、光明、263 专项整治等省、市、区重点工程，具有较为丰富的回迁安置业务经验。

东方金诚认为，债务人具有特殊的职能定位，预计可获相关部门的支持，有助于降低其违约风险。

## 现金流分析及压力测试

### 现金流分析

万隆评估出具了《现金流预测报告》，对标的房产未来销售收入做出预测。

在现金流预测时，万隆评估做出的主要假设包括：现金流预测不考虑经营成本及费用和相关税金及附加；标的房产在预测时间内的外部经济环境条件无重大变化，且现有用途不变，按计划被出售；委托方提供的与现金流预测有关的资料真实、准确、完整；委托方经营活动、预计经营结构及市场需求状况、安置房销售价格等在正常范围内变动。根据《现金流预测报告》，标的房产 2019 年 1 月 31 日至 2022 年 1 月 31 日间产生的销售收入共计 138876.97 万元。各小区具体税前销售收入预测见下表。

表 10：标的房产销售收入预测

单位：万元

特定期间	滨河茗苑	曾南苑	江岛人家	长香水岸	合计
2019.02~2019.04	652.64	367.43	375.06	3928.96	5324.09
2019.05~2019.07	1087.73	603.63	594.54	2363.58	4649.48
2019.08~2019.10	1234.39	639.74	888.59	3133.45	5896.18
2019.11~2020.01	1245.84	706.48	1006.50	3807.07	6765.89

2020.02~2020.04	-	878.60	1180.46	3616.40	5675.46
2020.05~2020.07	-	1213.87	1248.10	4093.15	6555.12
2020.08~2020.10	-	1456.83	1291.66	7434.09	10182.58
2020.11~2021.01	-	1568.24	1424.14	9175.26	12167.64
2021.02~2021.04	-	-	-	12375.29	12375.29
2021.05~2021.07	-	-	-	22563.24	22563.24
2021.08~2021.10	-	-	-	20526.77	20526.77
2021.11~2022.01	-	-	-	26195.23	26195.23
<b>合计</b>		<b>4220.60</b>	<b>7434.83</b>	<b>8009.06</b>	<b>119212.49</b>
				<b>138876.97</b>	

资料来源：《现金流预测报告》，东方金诚整理。

假设基准情景下，优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据的预期收益率分别为 6.50%、6.80%、7.20%。基于《现金流预测报告》对基础资产预期现金流的预测及优先级资产支持票据预期本息的分配安排，各期基础资产预期现金流对本期资产支持票据优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级资产支持票据当期本息的最低覆盖倍数分别为 2.06、1.92 和 2.28 倍，基础资产预期现金流入对优先级资产支持票据本息的保障程度较好。

表 11：基准情景下优先级资产支持票据现金流覆盖倍数

单位：万元、倍

特定期间	安置房 预期收入	累计 留存收入	税费 支出	本息 支出	覆盖倍数 <sup>17</sup> (优先 A1)	覆盖倍数 <sup>18</sup> (优先 A2)	覆盖倍数 <sup>19</sup> (优先 B)
2019.02~2019.04	5324.09	-	-	0.00	-	-	-
2019.05~2019.07	4649.48	5324.09	-	0.00	-	-	-
2019.08~2019.10	5896.18	9973.57	-	0.00	-	-	-
2019.11~2020.01	6765.89	15869.75	719.52	14810.00	2.06	8.28	3.44
2020.02~2020.04	5675.46	7026.12	-	0.00	-	-	-
2020.05~2020.07	6555.12	12701.58	-	0.00	-	-	-
2020.08~2020.10	10182.58	19256.70	-	0.00	-	-	-
2020.11~2021.01	12167.64	29439.29	628.31	24240.00	-	1.92	6.81
2021.02~2021.04	12375.29	16738.61	-	0.00	-	-	-
2021.05~2021.07	22563.24	29113.90	-	0.00	-	-	-
2021.08~2021.10	20526.77	51677.14	-	0.00	-	-	-
2021.11~2022.01	26195.23	72203.91	443.95	42880.00	-	-	2.28

### 压力测试

东方金诚考虑到，政府拆迁安置计划变动将影响本期资产支持票据的现金流入；同时，优先级资产支持票据的实际发行利率将影响本期资产支持票据的现金流出。基于上述两方面的影响因素，东方金诚设定了极端情况下压力情景，测试压力情景下基础资产现金流流入与优先级资产支持票据预期现金流流出的匹配情况。

<sup>17</sup> 优先 A1 级覆盖倍数=（安置房预期收入+累计留存收入-税费支出）/（优先 A1 级利息支出+优先 A1 级本金支出）

<sup>18</sup> 优先 A2 级覆盖倍数=（安置房预期收入+累计留存收入-税费支出-优先 A1 级利息支出-优先 A1 级本金支出）/（优先 A2 级利息支出+优先 A2 级本金支出）

<sup>19</sup> 优先 B 级覆盖倍数=（安置房预期收入+累计留存收入-税费支出-优先 A 级本金支出+优先 A 级利息支出）/（优先 B 级本金支出+优先 B 级利息支出）

压力情景一：假定标的房产由于拆迁安置计划与预期产生差异，导致标的房产在本期资产支持票据信托存续期的销售回款降低 20%。

压力情景二：在压力情景一的基础上，同时假定优先级资产支持票据的实际发行利率较基准情景上升 100BP。

压力情景下优先级资产票据证券本息覆盖倍数情况如表 11 所示。

表 12：压力情景下覆盖倍数情况

单位：倍

兑付日序号	现金流覆盖倍数					
	压力情景 1			压力情景 2		
	优先 A1	优先 A2	优先 B	优先 A1	优先 A2	优先 B
1	1.63	4.96	1.87	1.62	4.24	1.54
2	-	1.38	2.84	-	1.34	2.21
3	-	-	1.64	-	-	1.59

在上述压力情景下，各兑付日，信托财产专户内可用资金对本期资产支持票据优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级的现金流出的覆盖倍数分别不低于 1.62 倍、1.34 倍和 1.59 倍，可以实现足额覆盖。

基于上述现金流分析及压力测试结果，综合考虑本期资产支持票据保证人丹徒建投（详见本报告“保证人”部分）对本期资产支持票据的增信作用，东方金诚评定优先 A1 级、优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA<sub>sf</sub>。

## 参与机构履约能力分析

### 保证人

本期资产支持票据的保证人为丹徒建投。

#### 1. 主体概况

丹徒建投系经江苏省镇江市丹徒区人民政府批准，由镇江市丹徒区资产经营公司（以下简称“丹徒资产”）<sup>20</sup>和镇江市丹徒区长山投资有限公司于 2009 年 2 月 10 日共同出资成立的国有控股有限责任公司，初始注册资本为人民币 1.50 亿元。2009 年，镇江市丹徒区长山投资有限公司先后将其持有的丹徒建投共 20.00% 的股权转让给丹徒资产，转让完成后，镇江市丹徒区资产经营公司成为公司唯一股东。经过多次增资与股权变更，截至 2017 年末，丹徒建投注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元，丹徒资产为丹徒建投唯一出资人，丹徒区财政局为丹徒建投的实际控制人。截至 2018 年 9 月末，丹徒建投纳入合并报表范围的子公司共 7 家，包括 6 家全资子公司和 1 家控股子公司。

#### 2. 业务运营

丹徒建投作为镇江市丹徒区重要的基础设施建设主体，主要从事丹徒区范围内的基础设施建设、安置房建设和土地开发整理等业务，同时经营房屋销售、房屋租

<sup>20</sup> 镇江市丹徒区资产经营公司由丹徒区财政局于 1997 年 9 月 29 日出资设立，是镇江市丹徒区财政局作为唯一出资人的国有资产控股经营平台，注册资本人民币 620 万元，实际控制人为丹徒区财政局。

赁等其他业务。2015年~2017年，丹徒建投营业收入持续增长，分别为6.57亿元、6.67亿元和7.94亿元。从收入构成看，受房地产市场波动和土地收储政策变化等因素影响，丹徒建投土地开发整理收入占比逐年下降，基础设施建设业务逐步成为营业收入主要来源，同时2017年安置房建设收入成为丹徒建投营业收入的重要补充。2018年1~9月，丹徒建投营业收入为3.84亿元，其中，基础设施建设和安置房建设两项业务收入占比分别为56.80%和41.88%。

表 13：丹徒建投营业收入、毛利润及毛利率情况

单位：万元、%

业务	2015年		2016年		2017年		2018年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发整理	47640.99	72.47	39481.29	59.16	12483.41	15.72	-	-
基础设施建设	17989.72	27.37	27011.03	40.48	49056.39	61.78	21810.43	56.80
安置房建设	-	-	-	-	16628.52	20.94	16079.45	41.88
其他	103.79	0.16	238.76	0.36	1230.39	1.55	507.41	1.32
<b>合计</b>	<b>65734.50</b>	<b>100.00</b>	<b>66731.08</b>	<b>100.00</b>	<b>79398.71</b>	<b>100.00</b>	<b>38397.29</b>	<b>100.00</b>
业务	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
土地开发整理	6214.04	13.04	5149.73	13.04	6448.51	51.66	-	-
基础设施建设	2791.77	15.52	2715.98	10.06	4516.14	9.21	1982.77	9.09
安置房建设	-	-	-	-	4313.13	25.94	3053.26	18.99
其他	103.79	100.00	238.76	100.00	1116.17	90.72	507.41	100.00
<b>合计</b>	<b>9109.60</b>	<b>13.86</b>	<b>8104.47</b>	<b>12.14</b>	<b>16393.94</b>	<b>20.65</b>	<b>5346.23</b>	<b>14.44</b>

资料来源：丹徒建投提供，东方金诚整理

从毛利润和毛利率看，2015年~2017年，丹徒建投毛利润分别为0.91亿元、0.81亿元和1.64亿元；毛利率分别为13.86%、12.14%和20.65%，有所波动，主要系2017年新增的安置房建设业务毛利率相对较高、土地开发整理业务毛利率大幅上升所致。2018年1~9月，丹徒建投实现毛利润0.53亿元，综合毛利率14.44%。

#### （1）基础设施建设业务

丹徒建投从事丹徒区内的道路、管网、水利整治等基础设施及标准厂房建设，业务具有较强的区域专营性。2015年及以前，丹徒建投基础设施建设业务主要采取代建管理模式，丹徒建投依靠自有资金和外部融资进行项目建设，丹徒高新技术产业园管理委员会和丹徒区政府等委托方每年按照项目实际投资成本的6.00%核算代建管理费，在项目建设过程中按照工程进度情况，丹徒建投将代建管理费确认为代建管理收入。自2016年起，丹徒建投基础设施建设采取回购模式，丹徒建投负责筹集项目前期建设资金，项目完工后，由丹徒高新园管委会和丹徒区政府等委托方按照项目实际投资成本并加成一定比例的管理费<sup>21</sup>与丹徒建投进行结算，丹徒建投据此确认基础设施建设收入，并结转相应成本。近年来，丹徒建投承建了丹徒高新技术产业园标准厂房、丹徒区人民医院和高新技术产业园路网一期及二期工程、谷阳大道东延工程等项目。2015年~2017年及2018年1~9月，丹徒建投分别确认基础设施建设回购收入1.75亿元、2.70亿元、4.91亿元和2.18亿元，分

<sup>21</sup> 具体为标准厂房项目和区人民医院项目按照15%的加成比例与丹徒区人民政府进行结算；高新技术产业园路网一期及二期项目、谷阳大道东延工程按照10%的加成比例与丹徒高新园区管委会进行结算。

别实现毛利润 0.28 亿元、0.27 亿元、0.45 亿元和 0.20 亿元。

截至 2018 年 9 月末，丹徒建投在建基础设施项目主要包括通济河水系综合治理工程、丹徒区镇荣公路工程建设项目和丹徒经济开发区循环经济园改造项目等，计划总投资 83.29 亿元，已完成投资 54.80 亿元，尚需投资 29.11 亿元；拟建项目主要为丹徒建投自用的办公综合楼建设项目，计划总投资 0.61 亿元。丹徒建投在建和拟建基础设施项目总投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

### (2) 土地开发整理业务

丹徒建投通过自有资金及外部融资对丹徒区内的土地进行开发整理，并将整理后地块交由丹徒区土储中心进行出让。相关地块出让后，丹徒区人民政府按照土地实际开发成本（主要包括征收及拆迁费、七通一平费和基础设施补偿款等）并加成 15% 的管理费与公司进行结算，丹徒建投据此确认土地开发整理收入并结转成本。

表 14：2015 年~2017 年公司土地开发整理业务情况

单位：亩、万元

年份	土地面积	土地出让金额	开发成本	确认收入
2015 年	856.44	47640.00	41426.95	47640.99
2016 年	793.54	-	34331.55	39481.29
2017 年	52.33	-	6034.90	12483.41
<b>合计</b>	<b>1702.31</b>	<b>-</b>	<b>81793.40</b>	<b>99605.69</b>

资料来源：丹徒建投提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，丹徒建投分别完成开发整理土地 856.44 亩、793.54 亩和 52.33 亩，分别确认收入 4.76 亿元、3.95 亿元和 1.25 亿元。2018 年 1~9 月，丹徒建投未开展土地开发整理业务。丹徒建投计划在 2019 年投资 8.00 亿元用于开发整理土地 800 亩，后续若丹徒建投对该部分土地进行整理出让，预计未来能带来较大规模的收入。但东方金诚关注到，土地出让易受房地产市场波动和土地收储政策等因素影响，该业务未来收入存在一定的不确定性。

### (3) 安置房建设业务

丹徒建投安置房建设业务主要由子公司华建置业负责，受托从事丹徒区安置保障房项目的建设，完工后根据政府指导价统一销售给拆迁事务所，销售价格取决于安置保障房所在地的商品房价格水平。

丹徒建投自成立以来先后完成了丹徒区范围内部分安置保障房建设项目。截至 2018 年 9 月末，丹徒建投已建设完工安置保障房项目主要包括曾南苑、江岛人家和滨河茗苑 3 个项目，累计总投资 3.25 亿元。由于 2015 年和 2016 年丹徒建投无竣工的安置房项目，故 2015 年和 2016 年丹徒建投无安置房业务收入。2017 年，丹徒建投确认安置房建设收入 1.67 亿元，毛利率为 25.94%。2018 年 1~9 月，丹徒建投实现安置房建设收入 1.61 亿元，毛利率为 18.99%。

截至 2018 年 9 月末，丹徒建投重点在建的安置房项目主要为长香水岸小区项目，项目计划总投资 13.17 亿元，已累计完成投资 9.63 亿元，尚需投资 3.54 亿元；拟建的安置房有长香翠庭、蔡巷茗苑和曾南苑二期项目等，计划总投资 22.72 亿元。总体来看，丹徒建投在建和拟建安置房项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

表 15: 截至 2018 年 9 月末丹徒建投在建和拟建安置房项目情况

单位: 万元

项目建设状态	项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
在建	长香水岸小区	131700.00	96324.47	35375.53
	长香翠庭	74660.80	-	74660.80
拟建	蔡巷茗苑	110195.50	-	110195.50
	曾南苑二期	42368.75	-	42368.75
	小计	227225.05	-	227225.05

资料来源: 丹徒建投提供, 东方金诚整理

### 3. 财务分析

丹徒建投提供了 2015 年~2017 年经上会会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了标准无保留意见的合并财务报告及 2018 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。

表 16: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月丹徒建投财务数据和指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额(亿元)	227.56	282.20	363.03	375.72
所有者权益(亿元)	87.15	113.32	128.94	131.58
全部债务(亿元)	52.63	62.77	110.18	110.99
营业收入(亿元)	6.57	6.67	7.94	3.84
利润总额(亿元)	2.80	2.79	5.73	3.04
EBITDA(亿元)	2.82	2.81	5.74	-
营业利润率(%)	9.55	8.68	20.16	-
净资产收益率(%)	3.08	2.40	3.80	-
资产负债率(%)	61.70	59.85	64.48	64.98
全部债务资本化比率(%)	37.65	35.65	46.08	45.76
流动比率(%)	180.75	165.01	199.11	209.19
全部债务/EBITDA(倍)	18.64	22.35	19.20	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	1.62	3.73	-

资料来源: 丹徒建投提供, 东方金诚整理。

近年来, 随着承建项目的不断投入, 丹徒建投资产总额保持增长态势, 2015 年~2017 年年复合增长率为 26.30%, 结构上以流动资产为主。截至 2017 年末, 丹徒建投资产总额 363.03 亿元, 流动资产占比 74.69%, 主要由存货、其他应收款和货币资金构成, 三者合计在流动资产中占比为 80.50%。其中, 存货 104.19 亿元, 主要由变现能力较弱的基础设施和安置房建设成本构成, 资产流动性较差; 其他应收款为 72.58 亿元, 应收前五名单位分别为镇江市丹徒区财政局、镇江上党生态汽车配套产业园投资有限公司、镇江生态汽车产业园发展有限公司、镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司和镇江华建资产管理有限公司等主要由镇江市财政局直间接控制的地方国有企业, 合计占其他应收款的比重为 70.25%, 集中程度较高, 变现能力受丹徒区财政局等单位实际还款安排影响较大, 存在一定的流动性风险; 货币资金为 41.50 亿元, 主要为银行存款, 其中受限货币资金占比 37.69%, 为银行承兑汇票保证金。丹徒建投非流动资产主要由投资性房地产构成。截至 2017 年末, 丹徒建投非流动资产为 91.88 亿元, 其中投资性房地产 85.94 亿元, 主要为其持有的土地使用权, 其中用于抵押的土地使用权 49.27 亿元, 占比 57.33%。

2015年~2017年末，丹徒建投负债总额分别为140.41亿元、168.88亿元和234.09亿元，其中流动负债占比分别为75.33%、69.38%和58.18%。截至2017年末，丹徒建投流动负债136.18亿元，其中其他应付款为108.45亿元，占流动负债的比重为79.64%，主要为丹徒建投与镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司、镇江华建资产管理有限公司等关联公司的往来款。同期末，丹徒建投非流动负债为97.91亿元，主要由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款为67.64亿元，占非流动负债的69.09%；应付债券为22.96亿元，占比23.45%。

丹徒建投营业收入主要来自于基础设施及安置房建设业务，近年来持续增长。2017年，丹徒建投营业利润率为20.16%，同比增长11.48个百分点，主要系新增的安置房建设业务毛利率相对较高以及土地开发整理业务毛利率大幅增长所致。2015年~2017年，丹徒建投利润总额分别为2.80亿元、2.79亿元和5.73亿元，其中收到的财政补贴分别为2.41元、2.50亿元和2.50亿元，占利润总额的比例分别为86.23%、89.49%和43.65%，丹徒建投利润总额对政府补贴的依赖较大，盈利能力一般。2018年1~9月，丹徒建投实现营业收入3.84亿元，利润总额3.04亿元。

2015年~2017年，丹徒建投经营性净现金流分别为-8.60亿元、-3.30亿元和-37.48亿元，近三年经营性现金流持续净流出，对波动性较大的往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性；同期，投资性净现金流分别为-2.58亿元、-1.02亿元和-1.72亿元；筹资活动净现金流分别为11.87亿元、4.30亿元和53.02亿元，丹徒建投所需现金对外部融资具有较大的依赖。

丹徒建投近年来有息债务规模增长较快，债务结构以长期有息债务为主。截至2018年9月末，丹徒建投有息债务总额为110.99亿元，其中长期有息债务101.17亿元，主要为长期借款74.43亿元和应付债券26.74亿元；短期债务余额9.82亿元，主要为应付票据8.68亿元和短期借款1.14亿元。同期末，丹徒建投资产负债率为64.98%，全部债务资本化比率为45.76%，整体债务负担较重。偿债能力方面，截至2017年末，丹徒建投流动比率199.11%，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收账款占比很大，资产流动性较差；同期末，全部债务/EBITDA为17.71倍，EBITDA利息倍数为3.73倍，EBITDA对债务的保障能力较弱。此外，丹徒建投经营性现金流持续净流出，对波动性较大的往来款依赖较大，对债务的保障程度较弱。截至2018年9月末，丹徒建投对外担保金额为94.52亿元，担保比率<sup>22</sup>为71.84%，对外担保规模较大。担保对象主要包括镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司、镇江市兴宜水利建设有限公司和镇江市丹徒区科创建设有限公司等镇江市的地方国有企业，经营状况尚未出现异常。

表 17：截至 2018 年 9 月末丹徒建投债务期限结构

单位：亿元

债务到期时间	现有全部债务本金到期偿还金额
2018 年 4 季度	7.99
2019 年	31.27
2020 年	21.77

<sup>22</sup> 担保比率=担保余额/所有者权益×100%。

2021 年	15.94
2022 年及以后	34.24
<b>合计</b>	<b>111.21</b>

资料来源：丹徒建投提供，东方金诚整理

整体来看，丹徒建投为丹徒区重要的基础设施建设主体，从事丹徒区的基础设施和安置房建设、土地开发整理业务具有较强的区域专营性，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持。同时，丹徒建投流动资产中变现能力较差的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱，其他应收款规模很大增长很快，对资金占用较为严重；丹徒建投在建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出和筹资压力；近年来丹徒建投有息债务规模迅速扩张，债务负担大幅上升；丹徒建投经营性现金流持续净流出，经营活动所需现金主要由外部融资来弥补。

综上，东方金诚评定丹徒建投主体信用等级为 AA，评级展望稳定。东方金诚认为，丹徒建投作为本期资产支持票据的担保人具有很强的履职能力，为本期资产支持票据华建置业差额补足义务的履行提供连带责任保证担保，具有较强的增信作用。

#### 资金保管机构/资金监管银行

本期资产支持票据的资金保管机构/资金监管银行分别为南京银行和南京银行镇江分行。

南京银行前身为成立于 1996 年的南京城市合作银行股份有限公司，是在原南京市 39 家城市信用社及信用联社的基础上组建而成，初始注册资本 3.50 亿元。2001 年和 2005 年，南京银行分别引入境外战略投资者国际金融公司和法国巴黎银行；2006 年，正式更名为南京银行股份有限公司。2007 年南京银行在上海证券交易所上市，成为国内首批上市的城市商业银行之一。上市后，南京银行股权较为分散、无控股股东和实际控制人，在业务和经营方面保持了较高的独立性。经多次增资，截至 2018 年 9 月末，南京银行总股本 84.82 亿元，前三大股东分别为法国巴黎银行、南京紫金投资集团有限责任公司、南京高科股份有限公司，持股比例分别为 14.87%、12.41%和 9.43%。

截至 2017 年末，南京银行在全国设立分行 17 家，营业网点 181 家，经营规模和市场地位稳步提升。截至 2018 年 9 月末，南京银行合并口径资产总额为 12170.97 亿元，所有者权益为 739.58 亿元，客户存款余额 7603.14 亿元，客户贷款总额 4669.40 亿元；不良贷款率为 0.89%；按照新监管口径计算的期末资本充足率为 12.72%、一级资本充足率为 9.46%、核心一级资本充足率为 8.21%。2017 年，南京银行实现营业收入 248.39 亿元，净利润 97.61 亿元。

在巩固传统业务的同时，南京银行加快推进特色业务创新发展。2017 年南京银行“你好 e 贷”新应用上线并覆盖全省，首家智慧银行正式开业；推出“鑫管家”“鑫 E 商贸”创新产品，与多个平台合作发展供应链金融业务；进一步丰富绿色金融业务产品体系，绿色债务融资工具积极推进，影响力持续提高。在资产托管业务方面，南京银行在 2016 年 8 月将资产托管部整体搬迁至上海总部，上线“鑫托管”系统，托管业务规模和收入持续增长。2017 年，南京银行实现资产托管收入 2.91

亿元，较 2016 年增长 98.06%。

南京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，持续完善符合自身实际的全面风险管理体系，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，针对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、法律与合规风险、信息科技风险及声誉风险等建立了相应风险防范对策，南京银行风险管理能力在不断提升。

东方金诚认为，南京银行作为本期资产支持票据的资金保管机构/资金监管机构，综合实力很强，风险管理体系完备，本期资产支持票据因南京银行履约能力不足所引致的风险极低。

## 受托人

本期资产支持票据的受托人为紫金信托。紫金信托前身为南京市信托投资公司，成立于 1992 年。历经多次股权变更后，2010 年，经中国银行业监督管理委员会批准，紫金信托实施增资重组并引入国际信托金融机构日本三井住友信托银行股份有限公司和三胞集团等战略投资者。增资重组后，紫金信托正式更名为现名，注册资本变更为 24.53 亿元，南京紫金投资集团有限责任公司（以下简称“紫金投资集团”）为紫金信托控股股东。截至 2017 年末，紫金信托注册资本为 24.53 亿元，紫金投资集团持股 60.01%，为其控股股东。

截至 2017 年末，紫金信托总资产 42.52 亿元，所有者权益 36.32 亿元；2017 年实现营业收入 8.01 亿元，利润总额 5.96 亿元，业务发展态势良好。截至 2017 年末，紫金信托受托资产规模为 2104.62 亿元，较 2016 年末增长 67.81%。其中，集合信托计划规模为 961.37 亿元，单一信托计划规模为 578.09 亿元，财产权信托计划规模为 565.165 亿元；2017 年，紫金信托实现手续费及佣金收入 6.08 亿元，较 2016 年增长 1.68%。在资产证券化业务领域，紫金信托积极开拓市场渠道和扩大相关业务规模，参与了多单资产证券化项目，涉及信托受益权、融资租赁、企业贷款等类型，在资产证券化项目受托人业务方面积累了一定的经验。

内部控制和风险管理方面，公司治理架构上，紫金信托设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层的“三会一层”的组织结构，明确其职能和责任，主要业务部门之间建立并逐步健全严格的隔离制度，实现四个分离：信托业务与自营业务及其他业务相分离；不同的信托财产之间相分离；同一信托财产运用与保管相分离；业务操作岗与风险管控岗相分离。对于信托业务，紫金信托在信托项目尽职调查、业务审批、产品销售、存续管理、信息披露、清算核算、风险管控等各环节分别制定了管理办法和操作规程，规范业务运行。风险管理方面，紫金信托已建立了“全面、全员、全覆盖、全流程、全市场”的风险管控体系，对风险的管控包含在项目投前、投中、投后全流程，覆盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、声誉风险的全面风险管控体系。总得来看，紫金信托已形成了较为健全的内控机制和风险管理体系。

东方金诚认为，紫金信托业务发展良好，内控流程及风险管理机制较完善，在资产支持票据业务方面有相关的受托管理经验，能够为本期资产支持票据提供合格的受托管理服务。

## 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机构履约能力等因素的综合分析,并基于现金流分析及压力测试结果认为,本期资产支持票据现金流来源于华建置业在《拆迁安置购房协议》项下的销售回款,标的房产已被列入 2013 年度、2015 年度国家保障房计划,房屋已全部竣工,安置进度良好,销售回款有所保障;本期资产支持票据采用优先/次级结构化设计,优先 A 级资产支持票据获得来自优先 B 级和次级资产支持证券 62.50% 的信用支持,优先 B 级获得来自次级资产支持证券 12.50% 的信用支持;华建置业提供的差额补足承诺对优先级资产支持票据本息的按期足额兑付具有一定的保障作用;丹徒建投作为丹徒区重要的城市基础设施建设主体,业务具有很强的区域专营性,综合实力很强,其为华建置业差额补足义务的履行提供连带责任保证担保,具有较强的增信作用。

同时,东方金诚也关注到,基础资产对应单一债务人,集中度很高,基础资产质量受单一债务人信用状况影响很大;截至本报告出具日,华建置业对拆迁事务所其他应付款余额 8.00 亿元,本期资产支持票据基础资产面临因债务人抵销而灭失或减损的风险;丹徒建投流动资产中变现能力较差的存货和其他应收款占比较高,资产流动性较弱,近三年经营性现金流持续净流出,对外部融资依赖较高;丹徒建投 2017 年来债务规模迅速扩张,随着基础设施建设工程的不断推进债务规模或将进一步上升,继而加大偿债压力。

综上,东方金诚评定优先 A 级资产支持票据(优先 A1 级、优先 A2 级)的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>,优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA<sub>sf</sub>。东方金诚对次级资产支持票据未予评级。

## 附件一：本期资产支持票据涉及的信用触发事件

### 加速清偿事件

系指以下任一事件：

- (a) 自动生效的加速清偿事件
  - (i) 根据《主定义表》的约定，需要更换受托人，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任机构；
  - (ii) 在本期信托期限内，某一计息期间结束时的基础资产的累计违约率<sup>23</sup>超过 20%。
- (b) 需经宣布生效的加速清偿事件
  - (iii) 除《主定义表》另有约定外，委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托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；
  - (iv) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证在提供时存在重大不实或误导成分；
  - (v) 发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产有重大不利影响的事件；
  - (vi) 交易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；
  - (vii) 在任一差额补足划款日，差额补足承诺人未按照本合同及《差额补足承诺函》的相关约定向信托财产专户划转足额差额补足金额；
  - (viii) 在任一保证支付划款日，保证人未按照本合同及《保证合同》的约定按时足额支付保证支付款。

### 违约事件

系指以下任一事件：

- (a) 基础资产回收款不能按时合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；
- (b) 差额补足承诺人未能根据《差额补足承诺函》的约定按时足额支付差额补足款；
- (c) 保证人未能根据《保证合同》的约定按时足额支付保证款；
- (d) 发生债务人和/或担保人丧失清偿能力事件的。

### 差额补足启动事件

系指以下任一事件：

- (a) 截至任何一个兑付日/预期到期日或法定到期日的前一个信托利益核算日，信托财产专户内可供分配的资金不足以支付该兑付日、预期到期日或法定到期日应付的优先级资产支持票据的当期应付利息和本金及相关税收、费用和报酬；

<sup>23</sup> 累计违约率：就某一计息期间而言，该计息期间的累计违约率系指 A 除以 B 所得的百分比。其中，A 为该计息期间以及之前各计息期间内的所有违约资产在成为违约资产时的未偿本金余额之和，B 为自信托生效日起至该计息期间后第一个兑付日，根据购房合同约定应收回的全部应收账款债权金额之和。

(b) 在信托终止日之后，受托人根据经资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产仍不足以支付所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有应付本息及相关税收、费用和报酬；

(c) 保证人未能根据《保证合同》的约定按时足额支付保证款。

### 保证支付启动事件事件

系指以下任一事件：

(a) 截至任何一个兑付日/预期到期日或法定到期日的前一个差额补足划款日，差额补足承诺人未按约定足额履行差额补足义务；

(b) 在信托终止日之后，受托人根据经本期资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产仍不足以支付所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有应付本息及相关税收、费用和报酬，且差额补足承诺人未按约定履行差额补足义务。

### 委托人赎回义务触发情形

如出现以下任一情况或事件，视为委托人在《信托合同》项下违约，经资产支持票据持有人大会决议，受托人有权要求委托人立即赎回相应金额的基础资产：

(1) 基础资产不符合合格标准；

(2) 未经受托人同意，委托人与债务人之间就购房合同或其他合同相关条款达成重大不利于受托人收回信托财产项下相关款项的修订或约定，并未在收到受托人书面通知的5个工作日内纠正或作出补救措施；

(3) 委托人未按照受托人的要求，向受托人提供影响受托人向债务人主张相关权利的证明文件；

(4) 在受托人向债务人追索时，如果由于委托人未能提供相关文件，而导致相关司法机构不予受理或败诉；

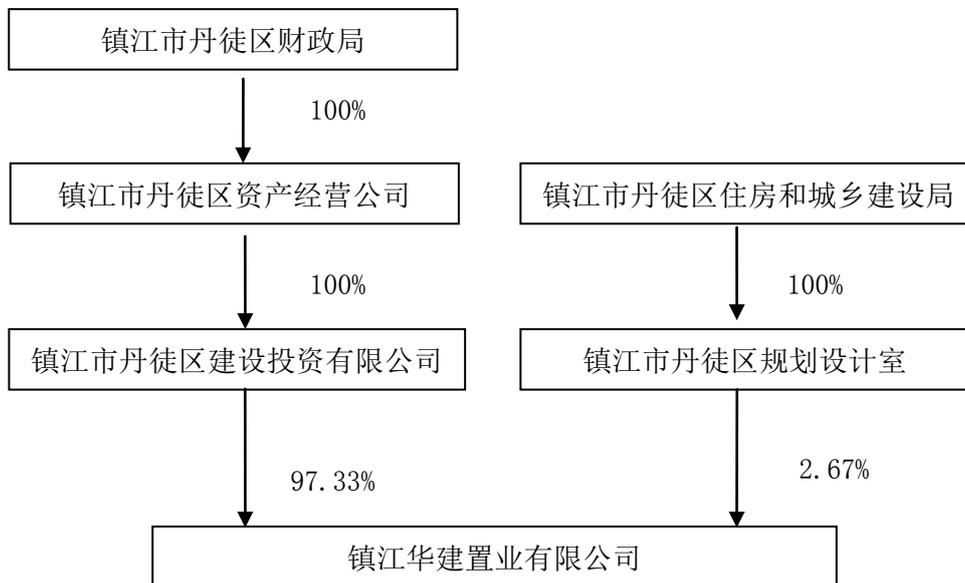
(5) 债务人以其他方式向委托人支付购房款（即未直接支付至监管账户），且委托人收到后未全额转付至监管账户，超过3个工作日未纠正或作出补救措施；

(6) 委托人违反本合同约定的承诺或保证的；

(7) 债务人在购房合同履行过程中提出抗辩、索赔等，导致应收账款债权到期后受托人未能足额收回应收账款债权项下相关款项的；

(8) 委托人、债务人因基础资产发生商业纠纷，或出现第三方对基础资产、标的房产主张权利，导致购房款金额减损或到期无法按期收回的。

附件二：截至 2018 年 9 月末丹徒建投、华建置业股权结构图



附件三：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
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	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
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	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
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	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率} = \left[ \frac{\text{本期}}{\text{前n年}} \right]^{1/(n-1)} - 1 \times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

#### 附件四：资产支持票据信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。

## 附件五：主体信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

## 关于镇江华建置业有限公司2019年度第一期 资产支持票据信托的跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在镇江华建置业有限公司2019年度第一期资产支持票据信托存续期内密切关注可能影响其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。

定期跟踪评级每年至少进行一次定期跟踪评级，并于每年7月31日前出具跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对镇江华建置业有限公司2019年度第一期资产支持票据信托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、托管人报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人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

2019年1月30日

