

信用等级公告

联合[2018]260 号

西安曲江建设集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“曲江建设物业费资产支持专项计划”所涉及的基础资产及其现金流、交易结构、原始权益人等多方因素进行了综合分析和评估，确定：

优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  34 106

二零一八年九月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

曲江建设物业费 资产支持专项计划信用评级报告

评级结果：

资产支持证券	发行金额 (亿元)	预期期限 (年)	信用等级
优先 A	优先 01	0.38	AAA
	优先 02	1.38	AAA
	优先 03	2.38	AAA
	优先 04	2.38+1	AAA
	优先 05	2.38+2	AAA
	优先 06	2.38+3	AAA
	优先 07	2.38+3+1	AAA
	优先 08	2.38+3+2	AAA
	优先 09	2.38+3+3	AAA
优先 B	优先 01	0.13	AA+
	优先 02	1.13	AA+
	优先 03	2.13	AA+
	优先 04	2.38+1	AA+
	优先 05	2.38+2	AA+
	优先 06	2.38+3	AA+
	优先 07	2.38+3+1	AA+
	优先 08	2.38+3+2	AA+
	优先 09	2.38+3+3	AA+
次级	0.32	--	NR
合计	5.60	--	--

注：本报告的评级结论为联合评级基于 2018 年 9 月 10 日前获得的评级资料所评定。若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；NR——未予评级。

评级时间：2018年9月12日

借款人/基础债务人/曲江建设、圣境物业、圣境商务	西安曲江建设集团有限公司、西安曲江新区圣境物业管理有限公司、西安曲江圣境商务服务有限公司
保证人/曲江文投	西安曲江文化产业投资（集团）有限公司
原始权益人/圣境城服	西安曲江圣境城市发展服务有限公司
计划管理人/长江资管	长江证券（上海）资产管理有限公司
监管银行/受托银行/浙商银行	浙商银行股份有限公司西安分行
基础资产	系指原始权益人依据《委托贷款合同》享有的委托贷款债权及其附属权利，包括但不限于向基础债务人收取贷款本金、利息、违约金、滞纳金、损害赔偿金的权利和要求保证人、出质人履行担保义务的权利
底层基础资产	系指特定期间内出质人依据特定物业服务合同享有的特定物业服务合同物业费债权
优先级还本付息方式	按季付息，到期还本

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对曲江建设物业费资产支持专项计划信用评级报告（以下简称“本专项计划”）所涉及的底层基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对底层基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本专项计划底层基础资产所涉物业项目数量较多，具有一定的分散性；底层基础资产所涉物业项目近年来收缴率情况较好，底层基础资产预期现金流对优先A级资产支持证券本息支出保障程度较高。此外，曲江文投履约能力很强，其提供的保证担保对优先级资产支持证券的偿还具有很强的保障作用。

综合考虑上述因素，联合评级认为本专项计划优先A级资产支持证券预期收益和本金在预期到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先B级资产支持证券预期收益和本金在预期到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势：

1. 底层基础资产所涉物业项目数量较多，具有一定的分散性；且近年来收缴率情况较好；预期底层基础资产回收款（剔除关联方）对优先A级证券（基准预期收益率为6.5%，每年增加20个BP，自第四年起不再上涨）当期应付本息的覆盖倍数最低亦能达到1.23倍。

2. 曲江文投资本实力较强，作为曲江新区“文化立区、旅游兴区”发展战略的重要执行主体，在业务运营、项目投融资等方面获得了地方政府的大力支持，其提供的保证担保对优先级资产支持证券的偿还具有很强的保障作用。

关注：

1. 本次入池的特定物业服务合同大部分将于未来3年内到期，专项计划存续期间，若物业服务合同所对应之业主或业主委员会选择变更

物业管理服务商，将造成基础资产灭失，从而对优先级资产支持证券的本息偿付产生不利影响。

2. 曲江文投多元化的产业布局加大了公司内部管理压力；主营业务盈利能力及经营获现能力偏弱；债务负担较重，且计划投资建设项目资金需求大，未来仍存在较大融资压力。

3. 华侨城集团拟增资控股曲江文化集团事项终止，相关事项对曲江文投业务经营及财务表现等影响需持续关注。

分析师

高鑫磊 gaoxl@unitedratings.com.cn

唐艺丹 tangyd@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

保证人主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额(亿元)	484.22	422.71	458.18	488.87
所有者权益(亿元)	102.39	128.36	143.37	141.80
长期债务(亿元)	169.60	119.74	134.62	119.69
全部债务(亿元)	240.38	177.15	182.67	197.84
营业收入(亿元)	76.02	80.93	70.84	8.55
净利润(亿元)	3.06	1.52	2.10	-1.20
EBITDA(亿元)	11.73	13.76	14.03	--
经营性净现金流(亿元)	-0.31	-11.12	-22.40	7.67
净资产收益率(%)	3.17	1.32	1.54	--
资产负债率(%)	78.85	69.63	68.71	70.99
全部债务资本化比率(%)	70.13	57.98	56.03	58.25
流动比率(倍)	1.66	1.71	1.81	1.57
EBITDA 全部债务比(倍)	0.05	0.08	0.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.84	1.69	1.73	--

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2018年1~3月财务数据未经审计。

信用评级报告声明

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的相关资料主要由委托方或发行人提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代委托方、发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级有效期为专项计划项下受评对象存续期；在信用等级有效期内，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

高锐



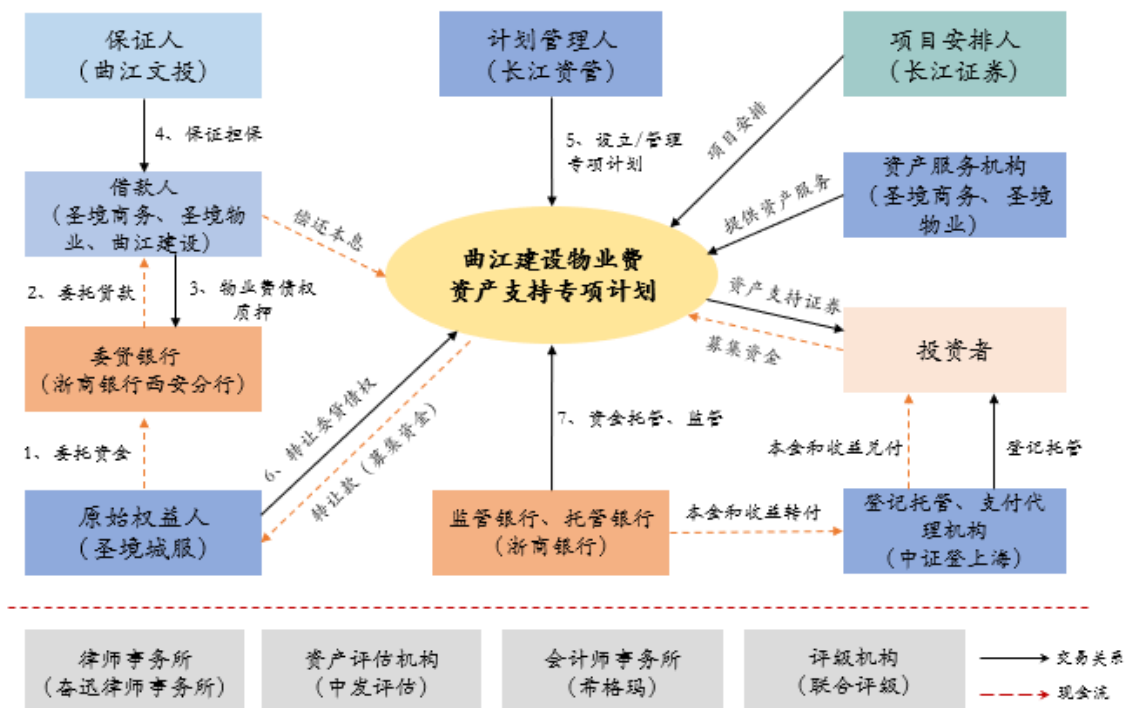
联合信用评级有限公司

一、资产支持专项计划概要

1. 交易概况

曲江建设物业费资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本次资产支持证券”）由长江证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“长江资管”或“计划管理人”）发行，所募集的资金用于向原始权益人西安曲江圣境城市发展服务有限公司（以下简称“圣境城服”）购买其持有的、对借款人/基础债务人西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设”）、西安曲江圣境商务服务有限公司（以下简称“圣境商务”）和西安曲江新区圣境物业管理有限公司（以下简称“圣境物业”）通过浙商银行股份有限公司西安分行（以下简称“浙商银行”）提供委托贷款而享有的收取委托贷款本金和利息的委托贷款债权及其附属权益（包括但不限于向债务人收取贷款本金、利息、违约金、滞纳金、损害赔偿金的权利和要求保证人、出质人履行担保义务的权利），三名借款人共同承担连带责任还款义务。上述委托贷款涉及本金 5.60 亿元（委托贷款还款安排见附件 1），约 9 年，即自 2018 年【】月【】日起至 2026 年 12 月 20 日止，贷款利率根据专项计划设立后优先级资产支持证券的预期收益率确定，各期委托贷款利息预期能覆盖当期委贷费用、专项计划预期收益及专项计划相关费用等。出质人圣境物业和圣境商务以其在特定期间内（2018 年 1 月 1 日至《委托贷款合同》约定的正常还款（未提前还款或延期还款）情况下的最后一个委托贷款还款日），依据特定物业服务合同¹享有的特定物业服务合同物业费债权对《委托贷款合同》项下三名借款人的委托贷款还本付息义务（按期还款和提前还款）和委托贷款加速清偿义务提供质押担保。计划管理人以基础资产产生的现金流，按约定向资产支持证券持有人还本付息。

图 1 交易结构图



资料来源：计划管理人提供

¹系指《质押合同》附件所列出质人与特定物业业主之间的物业服务合同，委托贷款债权存续期间该等特定物业业主与出质人续签、新签的物业服务合同，以及委托贷款债权存续期间出质人新提供的为委托贷款提供物业费债权质押担保的物业服务合同。为避免疑义，如某特定物业服务合同对应物业因房屋买卖或出租等原因导致物业业主变更的，该等变更物业业主后的物业服务合同也属于特定物业服务合同。

本次资产支持证券分为优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“次级证券”），是以基础资产所产生的现金流为还款来源，以预期底层基础资产回收款²超额覆盖、出质人圣境物业和圣境商务提供的质押担保、西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“曲江文投”）提供的不可撤销的连带责任保证担保等机制提供综合信用提升的固定收益产品。

本期优先级证券总目标发行规模为5.28亿元，最长存续期为9年，共分为9档产品：其中，优先A级证券的目标募集规模为3.82亿元，优先B级证券的目标募集规模为1.46亿元。本次优先级证券项下产品全部为每季度以固定利率付息，到期偿还本金。次级证券（0.32亿元）由曲江建设全额认购，不设预期年收益率，到期还本，不得转让。本次资产支持证券具体情况如下：

表1 资产支持证券概要（单位：亿元、年）

资产支持证券		规模	期限	还本付息
优先 A 级证券	优先 01	0.31	0.38	按季付息、到期还本
	优先 02	0.35	1.38	
	优先 03	0.38	2.38	
	优先 04	0.40	2.38+1	
	优先 05	0.42	2.38+2	
	优先 06	0.45	2.38+3	
	优先 07	0.47	2.38+3+1	
	优先 08	0.50	2.38+3+2	
	优先 09	0.54	2.38+3+3	
优先 B 级证券	优先 01	0.13	0.38	
	优先 02	0.12	1.38	
	优先 03	0.12	2.38	
	优先 04	0.14	2.38+1	
	优先 05	0.16	2.38+2	
	优先 06	0.17	2.38+3	
	优先 07	0.19	2.38+3+1	
	优先 08	0.21	2.38+3+2	
	优先 09	0.22	2.38+3+3	
次级		0.32	--	次级享有各期剩余资金
合计		5.60	--	--

资料来源：计划管理人提供，联合评级整理

借款人在专项计划第10个和22个计息期间³享有提前还款的权利。具体而言，在专项计划设立后的第10个计息期间和第22个计息期间内，借款人有权选择是否提前偿还全部剩余委托贷款本金以提前偿付全部优先级证券未偿本金⁴。借款人决定行使上述提前偿还剩余委托贷款本金的权利的，应至

² “预期底层基础资产回收款金额”系指以底层基础资产回收款的现金流预测结果为依据，《委托贷款合同》列明的各委托贷款还本日出质人预期归集的底层基础资产回收款金额。

³ 计息期间系指自兑付日（含该日）至下一个兑付日（不含该日）之间的期间。其中第一个计息期应自专项计划设立日（含该日）起至第一个兑付日（不含该日）结束。

⁴ 为避免疑义，三名借款人在选择是否提前偿还全部剩余委托贷款本金的事宜上需一致行动，三名借款人均应通知浙商银行和计划管理人同意提前还款。在截至提前还款通知日（含该日）未通知浙商银行和计划管理人要求提前还款的，视为三名借款人共同放弃行使提前偿还委托贷款的权利。

迟于该计息期间的提前还款通知日（R⁵-18日）通知计划管理人和受托银行，并于第12个或第24个委托贷款还款日（R-9日）中午12:00前将当期应还委托贷款本息和提前偿还的全部剩余委托贷款本金划付至委托贷款还款账户。如果截至第12个或第24个委托贷款还款日中午12:00，基础债务人未能足额偿还当期委托贷款本息和应提前偿还的委托贷款本金，保证人应最迟于担保履行日（R-7日）中午12:00前履行保证义务。保证人未能按时足额履行保证义务的，计划管理人应行使《质押合同》项下的质权或处置基础资产，并将所得款项划入专项计划账户。

优先级证券投资者在专项计划第10个和第22个计息期间对应的提前偿付登记期（R-15日至R-13日）享有要求专项计划提前偿付的权利。在专项计划设立后的第10个和第22个计息期间内，借款人不提前偿付全部剩余委托贷款本金的，有权调整剩余优先级证券的利率⁶。投资者则有权选择是否要求专项计划提前偿付其持有的优先级证券的本金。若优先级证券投资者选择申请提前偿付，基础债务人应提前偿还申请提前偿付的优先级证券对应的委托贷款本金，以使专项计划提前偿付申请提前偿付的优先级本金。若基础债务人未能足额偿还当期委托贷款本金和应提前偿还的委托贷款本金，则计划管理人应于担保通知日（R-10日）通知保证人履行保证义务，保证人应最迟于担保履行日中午12:00前履行保证义务。当期委托贷款本金和应提前偿还的委托贷款本金未能足额偿付的，计划管理人可选择行使《质押合同》项下的质权或处置基础资产并将所得款项划入专项计划账户。

2. 专项计划现金流

本专项计划现金流直接来源为委托贷款本息，最终来源为底层基础资产回收款⁷，即质押财产所涉物业费。本专项计划设置了物业费收款账户、监管账户、委托贷款还款账户、专项计划账户。

（1）专项计划现金流入

在监管账户收款日（未发生加速归集事件时，为委托贷款还款日之前第4个工作日，即R-14日；发生加速归集事件（详见附件1）后，自加速归集事件发生之日起，为专项计划存续期间每月第10个工作日及每个委托贷款还款日之前第4个工作日，出质人圣境物业、圣境商务分别将物业费收款账户中特定物业服务合同项下的物业费划付至监管账户。在监管账户划款日（每个委托贷款还款日之前第3个工作日，即R-13日），出质人将其监管账户内的资金划付至委托贷款还款账户，即曲江建设在受托银行开立的用于收取基础债务人支付的委托贷款还款本息及其它款项的专用银行账户。其中，若监管账户中资金余额大于该出质人当期委托贷款还款日⁸对应的预期底层基础资产还款金额⁹，则出质人应划付相当于当期委托贷款还款日对应的预期底层基础资产还款金额的款项至委托贷款还款账户，剩余资金留存于监管账户；若监管账户中资金余额小于或等于该出质人当期委托贷款还款日对应的预期底层基础资产还款金额，则出质人应将监管账户内的全部余额划至委托贷款还款账户。受托银行应于委托贷款还款核算日（R-12日）核算委托贷款还款账户中的余额是否足以偿还基

⁵ “兑付日”或“R日”就专项计划而言，系指登记机构将资产支持证券投资者获付款项划拨至各资产支持证券投资者指定交易的结算参与人账户，且各指定交易的结算参与人根据登记机构结算数据中的资产支持证券投资者获付款项明细数据，将相应款项划拨至资产支持证券投资者资金账户之日（R日）。同时，兑付日也是优先级资产支持证券每段计息期间的截止日期（计息期间含专项计划设立日或前一个兑付日当日，不含后一个兑付日当日），为专项计划设立后每年1月、4月、7月和10月的第15个自然日。第一（1）个计息期间不满两个月的，第一个兑付日不分配。上述日期如为本专项计划所涉机构的非工作日，则相应顺延至下一个工作日，但该段计息期间不相应延长。

⁶ 借款人应就利率调整事宜协商一致，于利率调整通知日（R-18日）通知计划管理人，计划管理人应于利率调整公告日（R-17日）公告利率调整情况。

⁷ “底层基础资产回收款”系指底层基础资产实际产生的回收款。

⁸ “委托贷款还款日”：系指《委托贷款合同》中约定的委托贷款还款日期，包括委托贷款还息日和委托贷款还本日。“委托贷款还本日”系指《委托贷款合同》中约定的基础债务人偿还委托贷款本金的日期（R-10日）。

⁹ “预期底层基础资产还款金额”系指《委托贷款合同》列明的各委托贷款还款日出质人预期用于还款的底层基础资产回收款金额。为避免疑义，预期底层基础资产还款金额仅系对底层基础资产回收款情况的监管方式之一，各基础债务人对委托贷款全额本息承担连带责任的还款义务。《委托贷款合同》附件中所列示的圣境商务和圣境物业的每期预期底层基础资产还款金额总和和每期应还委托贷款本息金额相等。

基础债务人当期应还的委托贷款本息，如不足，则受托银行应于当日 12:00 前告知全体基础债务人补足当期委托贷款本息。若截至委托贷款还款日中午 12:00 基础债务人未能足额偿还其依据《委托贷款合同》应偿还的委托贷款当期本息，则计划管理人应于担保通知日（R-10 日）通知保证人履行保证义务，保证人曲江文投应至迟于担保履行日（R-8 日）中午 12:00 之前将履行保证义务的相应资金划付至委托贷款还款账户。受托银行应于委托贷款专用账户收款日（R-7 日）中午 12:00 前将委托贷款还款账户中的资金（以基础债务人应还委托贷款本息为限）划付至委托贷款专用账户。监管银行应于专项计划账户收款日（R-7 日）中午 12:00 后下午 16:00 前将委托贷款专用账户收取的基础债务人支付的全部委托贷款本息划转至专项计划账户。

总体看，正常情况下底层基础资产回收款按季度划转至监管账户，发生加速归集事件后，变为按月划转至监管账户；预期底层基础资产还款金额划转至委托贷款还款账户及专项计划账户频率均为按季划转，划转频率尚可。

（2）专项计划的现金流分配

非清算情况下的分配顺序

计划管理人应根据《认购协议》及《标准条款》对专项计划的可供分配资金做如下分配：

- 1) 专项计划应支付的税；
- 2) 资产支持证券上市初费、上市年费、登记注册费、兑付兑息费、相关的资金划付费用、召开有控制权的资产支持证券投资者大会的费用、其他杂项费等；
- 3) 本专项计划的托管人的托管费、其他中介机构费用；
- 4) 优先A级资产支持证券当期收益；
- 5) 优先A级资产支持证券当期本金；
- 6) 优先B级资产支持证券当期收益；
- 7) 优先B级资产支持证券当期本金；
- 8) 次级资产支持证券的收益。

每一期现金的分配将按照上述（1）至（8）优先顺序依次支付，上一级别的偿付未满足时，不能开始下一级别的偿付。

清算情况下的分配顺序

计划管理人应根据《认购协议》及《标准条款》对专项计划的可供分配资金做如下分配：

- 1) 专项计划资产处置及清算费用；
- 2) 专项计划应支付的税；
- 3) 资产支持证券上市初费、上市年费、登记注册费、兑付兑息费、相关的资金划付费用、召开有控制权的资产支持证券投资者大会的费用、其他杂项费等；
- 4) 本专项计划的计划管理人的管理费、托管人的托管费、其他中介机构费用；
- 5) 优先A级资产支持证券的收益；
- 6) 优先A级资产支持证券的本金；
- 7) 优先B级资产支持证券当期收益；
- 8) 优先B级资产支持证券的本金；
- 9) 次级资产支持证券本金和收益。

加速清偿情形下，即指委托贷款加速清偿事件生效，计划管理人宣布专项计划进入加速清偿程序的，受托银行通知基础债务人提前偿还委托贷款，资产支持证券提前到期。如果计划管理人根据

标准条款中专项计划的清算及加速清偿的资产收益分配的规定变现专项计划资产后，专项计划账户资金余额按上述分配顺序仍不足以偿付优先级资产支持证券本金及收益的，则仍按先收益后本金的顺序，按比例清偿。每一期现金的分配将按照上述优先顺序依次支付，上一级别的偿付未满足时，不能开始下一级别的偿付，当个级别不能足额偿付的，按比例清偿。

二、交易结构分析

1. 信用支持

(1) 质押财产现金流超额覆盖

根据交易安排，出质人圣境物业、圣境商务为基础债务人的委托贷款还本付息义务提供质押担保，且按季归集相应质押现金流用于偿还委托贷款本息。本次资产支持证券通过设定优先级/次级资产支持证券按顺序偿付的交易结构来实现内部信用提升，并进一步提高了现金流超额覆盖。根据中发国际资产评估有限公司（以下简称“中发评估”）出具的现金流预测数据来看，专项计划存续期内，预期底层基础资产回收款（剔除关联方现金流）对优先A级（基准预期收益率为6.5%，每年增加20个BP，自第四年起不再上涨）证券当期合计本息的覆盖倍数最低达到1.23倍，对优先A级证券的兑付形成了一定的保障，预期底层基础资产回收款（含关联方现金流，剔除当期应付优先A级证券本息）对优先B级（基准预期收益率为7.5%，每年增加20个BP，自第四年起不再上涨）证券当期合计本息的覆盖倍数最低达到1.22倍，对优先B级证券的兑付形成了一定的保障。本专项计划通过现金流超额覆盖不同程度降低了优先A/B级证券的信用风险。

(2) 保证担保

根据交易安排，曲江文投对借款人于《委托贷款合同》项下的委托贷款还本付息义务（按期还款和提前还款）和委托贷款加速清偿义务的履行提供不可撤销的连带责任保证。

具体而言，在委托贷款按期还款和提前还款（非委托贷款加速清偿事件生效）的情况下，截至委托贷款还款日（R-10日），借款人未能足额偿还其依据《委托贷款合同》应偿还的委托贷款当期本息，则保证人应最迟于担保履行日（R-8日）中午12:00前履行保证义务，将相应金额的资金划付至委托贷款还款账户。在委托贷款加速清偿事件（详见附件1）生效的情况下，借款人未能在委托贷款加速清偿事件生效之日起30个工作日内将委托贷款项下全部未偿本息划入委托贷款还款账户的，保证人应最迟于通知送达之日（委托贷款加速清偿生效之日起第30个工作日）起第10个工作日中午12:00前将履行保证义务的资金划入委托贷款还款账户。受托银行应于委托贷款专用账户收款日中午12:00前向委托贷款专用账户划转基础债务人支付的委托贷款利息。监管银行应于专项计划账户收款日中午12:00后下午16:00前将委托贷款专用账户收取的基础债务人支付的全部委托贷款利息划转至专项计划账户。

总体看，曲江文投拥有众多文化旅游资源的经营管理权，资产规模较大、股东支持力度大，其提供的不可撤销的保证担保对优先级资产支持证券的偿付具有很强的保障作用。

(3) 增加出质权利

根据交易安排，资产服务机构应在资产服务机构报告日¹⁰向计划管理人出具《季度资产服务机构报告》。如自上一个资产服务机构报告日（无上一个资产服务机构报告日的，为委托贷款发放之日）至该资产服务机构报告日期间底层基础资产回收款低于预期底层基础资产还款金额的，计划管理人

¹⁰ “资产服务机构报告日”或“底层基础资产补充通知日”系指资产服务机构按照《资产服务协议》的约定向计划管理人出具《季度资产服务机构报告》之日，为专项计划存续期间内每个委托贷款还款日之前第五（5）个工作日（R-14日）。

有权于该日要求出质人增加出质权利，计划管理人应于该日通知出质人增加未纳入底层基础资产范围内且尚在履行中的特定物业服务合同项下的物业费债权作为底层基础资产，出质人应按照《质押合同》的约定在收到通知之日起10个工作日内完成新增底层基础资产的补充，增加出质权利后的全部特定物业服务合同自增加之日起，在该资产服务机构报告日至下一个资产服务机构报告日期间内产生的现金流应大于或等于下一期预期底层基础资产还款金额的110%。

该机制的设定有助于缓解底层基础资产因出现资产质量恶化的可能而导致现金流流入减少的风险，对优先级资产支持证券的偿付有一定的积极作用。

（4）触发机制

本专项计划设置了以基础债务人、出质人和保证人信用状况恶化为主要触发情形的委托贷款加速清偿事件等触发机制。

委托贷款加速清偿事件生效后，计划管理人宣布专项计划进入加速清偿程序的，受托银行通知基础债务人提前偿还委托贷款，资产支持证券提前到期，资产支持证券自资产支持证券提前到期日（含该日）不再按照票面利率计息，而以未偿本金余额为基数按票面利率的1.5倍按日计付利息，本专项计划的各期优先级本金将予以加速偿付，以加速专项计划的终止。

本期交易中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

2. 风险及缓释措施分析

（1）资金混同风险

若出质人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，底层基础资产回收款可能和出质人其他资金混同，从而给专项计划资产造成损失。

根据交易结构安排，出质人每三个月向委托贷款银行划付预期底层基础资产还款金额。监管银行收到相应金额后于专项计划账户收款日（R-7日）中午12:00后下午16:00前向专项计划账户划转基础债务人支付的委托贷款本息。预期底层基础资产还款金额在出质人相关账户停留的时间不超过3个自然月。

总体看，预期底层基础资产还款金额归集频率尚可，资金混同风险较低。

（2）流动性风险

在专项计划存续期内，底层基础资产回收款可能面临因物业管理费价格变动、业主拖欠物业管理费或发生其他物业服务合同所约定之违约事件而导致归集现金流不足的风险，从而影响委托贷款正常兑付，进而影响期间资产支持证券本息的偿付。

根据交易安排，当出现底层基础资产回收款不足偿付当期贷款本息的情况将由全体基础债务人补足当期委托贷款本息；此外担保方曲江文投对借款人于《委托贷款合同》项下的委托贷款还本付息义务（按期还款和提前还款）和委托贷款加速清偿义务的履行提供不可撤销的连带责任保证。

总体看，曲江文投资产规模较大、股东支持力度大，上述机制有效缓解了本专项计划的流动性风险。

（3）持续运营风险

本次质押财产共涉及两个物业服务提供方，分别为圣境物业和圣境商务。2017年，根据两个物业服务提供方提供的数据显示，圣境物业和圣境商务实收物业费合计为9,351.11万元，占营业收入合计的51.51%。从运营成本支出来看，2017年两个物业服务提供方营业成本占营业收入的85.45%。考虑到在专项计划存续期间，质押财产现金流将用于保障优先级证券的偿付，出质人剩余可支配的资

金或将无法有效支付相关运营成本，将对其持续经营造成影响，进而影响到质押财产的现金流。

对此，根据曲江建设在《流动性支持承诺函》中的承诺，在专项计划存续期间，若出质人资金不足以维持自身持续正常运营，曲江建设将通过增资、贷款等方式给予出质人流动性支持，以确保出质人在专项计划存续期间内正常运营。以曲江建设2017年底的相关财务数据为基础，其经营活动现金流入量为44.80亿元，对出质人营业成本合计金额的保护倍数为28.90倍；EBITDA为3.85亿元，对出质人营业成本合计金额的保护倍数为2.48倍。曲江建设能够为出质人维持正常运营提供一定支持。

总体看，圣境物业和圣境商务持续运营风险较低。

（4）合同变更风险

专项计划存续期间，物业服务合同所对应之业主或业主委员会因选择变更物业管理服务商，或业主转让房屋，致使物业服务合同发生变更，可能导致资产服务机构所归集的属于本专项计划的物业管理费出现较大幅度减少，从而对优先级资产支持证券的本息偿付造成不利影响。

根据交易安排，资产服务机构应在资产服务机构报告日向计划管理人出具《季度资产服务机构报告》。如自上一个资产服务机构报告日（无上一个资产服务机构报告日的，为委托贷款发放之日）至该资产服务机构报告日期间底层基础资产回收款低于预期底层基础资产还款金额的，计划管理人有权于该日要求出质人增加出质权利，计划管理人应于该日通知出质人增加未纳入底层基础资产范围内且尚在履行中的特定物业服务合同项下的物业费债权作为底层基础资产，出质人应按照《质押合同》的约定在收到通知之日起10个工作日内完成新增底层基础资产的补充，增加出质权利后的全部特定物业服务合同自增加之日起，在该资产服务机构报告日至下一个资产服务机构报告日期间内产生的现金流应大于或等于下一期预期底层基础资产还款金额的110%。

该机制的设定有助于降低合同变更风险。同时，考虑到物业服务提供方圣境物业和圣境商务均拥有国家物业服务企业壹级资质，为底层基础资产所涉小区服务时间较长；总体看，在专项计划存续期内出现合同变更风险进而影响优先级证券不能偿付的可能性较小。

三、底层基础资产分析

本专项计划的实际还款来源为出质人圣境物业、圣境商务依据特定物业服务合同提供物业管理服务而向特定物业业主收取的费用，包括物业服务费、保洁费、车位管理费、空调费、电梯费及相应的违约金、滞纳金、损害赔偿金费用等（以下简称“物业费”）。上述物业费收入与出质人的管理服务水平密切相关，同时，受外部市场环境如经济环境、居民购买力、居民消费水平以及业主的行为习惯等因素影响。

1. 底层基础资产概况

本次入池特定物业服务合同所涉的物业单位，包括圣境物业提供物业管理服务的曲江文化大厦、陕西文化大厦、曲江文化创意大厦、曲江首座、雁翔广场、蓝晓科技园、曲江国际会议中心、华豪丽都小区、SOHO 小区、圣卡纳小区、翠竹园小区、金水湾小区、亮丽家园小区、陕西警官职业学院灞桥校区教师公寓、渭河城市运动公园、市政保洁和学校项目共计 17 个物业项目以及圣境商务提供物业管理服务的西安曲江会展中心、曲江影视大厦、创业城、热工院一、热工院二、曲江林语、外围保洁¹¹和大唐西研项目共计 8 个物业项目。

从分布区域看，本专项计划涉及的物业管理区域全部分布在陕西省西安市，近年来陕西省西安

¹¹外围保洁为对曲江国际会展中心场馆和广场的外围保洁。

市经济平稳增长，常住人口规模保持增长，居民购买力及消费水平不断提升，为出质人物业管理服务的发展提供了良好的外部环境。

2. 行业分析

物业管理是指业主对区分所有建筑物共有部分以及建筑区划内共有建筑物、场所、设施的共同管理或者委托物业服务企业、其他管理人对业主共有的建筑物、设施、设备、场所、场地进行管理的活动。《中华人民共和国物权法》第八十一条规定，业主可以自行管理物业，也可以委托物业服务企业或者其它管理者进行管理。

（1）我国物业管理发展概况

20 世纪 80 年代初，随着我国改革开放的国策实施，市场经济的产物之一——物业管理才由香港引入。深圳是公认的我国物业管理的发源地。1981 年 3 月 10 日，深圳市第一家涉外商品房管理的专业公司——深圳物业管理公司正式成立，开始对深圳经济特区的涉外商品房实行统一的物业管理，这是我国国内物业管理迈出的第一步，标志着这一新兴行业的诞生。

截止到 2016 年，全国物业管理面积为 185.1 亿平米，近 5 年管理面积增速平均 6.7%，按此增速预计 2020 年全国物管面积可达 240 亿平米，增量 55 亿平米。同时，2017 年，百强企业管理面积均值达 3,163.83 万平方米，同比增长 16.1%，在管项目数量均值为 178 个，比 2016 年增加 12 个，百强企业管理规模呈现加速扩张态势。2017 年，百强企业市场份额持续走高，达 32.42%，较上年提高 2.98 个百分点，增幅高于 2016 年，行业集中度进一步提升。若假设物业管理费年均增长 5%，预计 2020 年全国物管规模超过 1 万亿。近年来，随着“互联网+”等新技术的发展和社区经济的兴起，物业服务企业不断整合社区物业资源，拓展和丰富社区服务，提升服务质量和价值，在发展社区经济中的价值凸显。物业管理行业已成为潜力巨大的现代服务业之一，物业服务企业正向现代社区综合服务商发展。

（2）物业行业政策

物业服务收费应当遵循合理、公开以及费用与服务水平相适应的原则。国家鼓励物业服务企业开展正当的价格竞争，禁止价格垄断和牟取暴利的行为。

《物业服务收费管理办法》第六条规定：物业服务收费应当区分不同物业的性质和特点，分别实行政府指导价和市场调节价。具体定价形式由省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同房地产行政主管部门确定。

物业服务收费实行政府指导价的，有定价权限的人民政府价格主管部门应会同房地产行政主管部门根据物业管理服务等级标准等因素，制定相应的基准价及其浮动幅度，并定期公布。具体收费标准由业主与物业服务企业根据规定的基准价和浮动幅度在物业服务合同中约定。

《物业服务收费管理办法》第九条规定：业主与物业服务企业可以采取包干制或者酬金制等形式约定物业服务费用。包干制和酬金制是两种不同的计费方式。包干制是指由业主向物业服务企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业服务企业享有或者承担的物业服务计费方式。实行包干制时，物业服务费用的构成包括：物业服务成本、法定税费和物业服务企业的利润。酬金制是指在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业服务企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担的物业服务计费方式。酬金制更体现了市场经济的要求，更加透明化，一般较高档的物业适合选择酬金制的计费方式。

（3）物业管理发展中的问题

体制问题

从体制上考察我国两万余家物业管理企业，80%以上的是国有体制；如果再从物业管理企业产生的来源来分析，全国有70%以上属于房地产开发商自办的企业，20%属于房管所或后勤单位改制，只有10%属于产权自主型的物业管理企业。直接造成我国物管企业规模小，难以发挥综合优势和群体优势，经济实力有限。

法律法规滞后，体系不完善

我国物业管理行业的立法明显滞后。我国物业管理法律政策的框架体系，是在没有国家大法的情况下，由为数不多的行业性、地方性法规政策组成的不完整结构，完善的法规体系尚未形成。自1994年以来，建设部等国家部委（局）和各地方政府虽然颁发了《城市新建住宅小区管理办法》、《城市住宅小区物业管理服务收费暂行办法》、《物业企业财务管理规定》、《住宅共用部位共同设施设备维修基金管理办法》、《关于物业管理企业代收费用有关营业税问题的通知》、《物业管理企业资质试行办法》、《物业管理委托合同示范文本》、《业主公约示范文本》、《前期企业管理协议示范文本》等行政规章行业规范和地方性法规。但由于缺乏符合中国国情的、系统而科学的物业管理理论体系的指导，各部门在制订法规的过程中，往往局限于对境内外成功经验的模仿或就事论事的解决方案上，存在许多不足之处。

市场化程度不高

我国物业管理虽然是适应房地产管理体制改革的而产生的，但它仍然没有摆脱传统计划经济体制的干扰，仍然在进行着一些非市场化的运作。首先，物业管理项目的获取大多是暗箱操作，市场竞争机制还未真正形成。作为市场主体的业主对物业管理缺乏足够认识，业主委员会组建难度大，自治能力弱，作用还未真正发挥。而且，物业管理企业与建设单位、房管单位之间仍存在或多或少经济上的依赖关系，“谁开发、谁管理”的地方保护、垄断管理、建管不分、责任不清的局面还没有完全改变。物业管理还没有形成有利于竞争的统一的市场。其次，市场化程度不高还表现在物业管理的价格管理体制与运行机制上。其基本做法是政府定价或制定指导价，建设单位补贴，多种经营、以副补主。物业管理服务费标准偏低、收缴率偏低的结果，直接导致物业管理企业长期亏损经营、无发展后劲。物业管理长期低成本运作，使服务质量难以有本质提高，形成了制约物业管理发展的“瓶颈”。

物业管理从业者的素质问题

物业管理行业从业者素质偏低，管理服务不到位。由于物业管理是一个新兴行业，目前尚未建立起完善的行业管理标准和从业人员行为规范，物业从业人员良莠不齐。加之一些物业管理企业忽视企业人员的自身建设，既不经常开展职业道德教育和专业技术培训，又没有建立严格的各级各类人员岗位责任、工作标准和考核标准，使管理服务的观念、内容、质量很难到位，管理水平不高，服务质量不好，甚至摆不正服务与被服务的关系。产权持有者对于物业管理从业人员的综合素质要求较高，并且通过定期培训、经营指标考核和激励制度着手，加强从业人员对物业管理服务水平。

综上所述，尽管物业管理行业是一个新兴的行业呈现快速发展的局面，但是依旧存在若干困难和问题等待解决。而随着政策法规的不断完善和市场经济改革的深入发展逐步解决上述问题，物业管理行业有望得到快速发展。

3. 底层基础资产分析

从物业进场时间来看，物业进场时间在 2013 年（含）及以前所涉的物业项目应收物业费¹²占比为 69.85%，进场时间在 2014 年的占比 4.85%，进场时间在 2015 年的占比 11.14%，进场时间在 2016 年（含）及以后的占比 14.16%。从业主委员会成立方面来看，截至 2017 年 7 月 1 日，除圣境物业提供物业管理服务的翠竹园小区和华豪丽都小区外（占比 5.72%），其他物业项目均未成立业主委员会¹³。截至 2017 年 7 月 1 日，本次入池特定物业服务合同所涉的物业项目均已交付。

从收费面积来看，本次入池特定物业服务合同所涉的物业单位共有 25 个，其中圣境物业提供物业管理服务的物业项目共计 17 个，收费面积合计 366.71 万平方米，占比 83.05%；圣境商务提供物业管理服务的物业项目共计 8 个，收费面积合计 74.86 万平方米，占比 16.95%。总体看，圣境物业提供物业服务的收费面积占比较大。

从业态模式来看，共有 4 种业态模式，分别为写字楼业态（应收物业费占比 37.11%）、住宅、商铺业态（应收物业费占比 32.62%）、其他业态（主要为市政设施、学校和公园）（应收物业费占比 28.29%）、会议会展业态（应收物业费占比 1.98%）。多样化的业态分布有利于分散物管费收缴可能存在的收缴率下降风险。

表 2 入池物业服务合同所涉业态模式（单位：%）

序号	项目	应收物业费占比
1	写字楼业态	37.11
2	住宅、商铺业态	32.62
3	其他业态	28.29
4	会议会展业态	1.98
合计	--	100.00

资料来源：出质人提供，联合评级整理

从收费频率来看，本次入池特定物业服务合同收缴方式分别为：按月支付（应收物业费占比 29.76%）、按季支付（应收物业费占比 57.76%）、按半年支付（应收物业费占比 0.46%）、按年支付（应收物业费占比 5.90%）、一次性支付¹⁴（应收物业费占比 6.12%）。总体看，本次入池特定物业服务合同收缴方式多样化，以按季和按月支付为主。

从收费合规性来看，经北京市奋迅律师事务所（以下简称“北京奋迅”）经办律师适当核查，截至法律意见书出具之日，圣境商务和圣境物业未就法律意见书中的特定物业服务合同进行备案。北京奋迅经办律师认为，物业所在地的地方法规关于合同备案的规定系主管部门对物业服务合同管理方式的规定，并非影响合同效力的强制性规定，特定物业服务合同未依据物业所在地的地方法规进行合同备案不属于《合同法》第五十二条规定的合同无效情形，该等物业服务合同经合法有效签署，圣境商务和圣境物业拥有相应的物业服务企业资质，该等特定物业服务合同未经备案不会影响合同的合法有效性。

从特定物业服务合同的期限来看，截至 2017 年 7 月 1 日，本次入池的特定物业服务合同将于未来 1 年内到期的对应的入池应收物业费占比 65.45%，将于未来 1~2 年内到期的对应的入池应收物业费占比 7.87%，将于未来 2~3 年内到期的对应的入池应收物业费占比 3.25%，将于未来 3~4 年内到期的入池应收物业费占比 0.60%，其余物业合同无固定期限约定或合同期限已经届满（合计占比

¹²自基准日 2017 年 7 月 1 日起第一个完整年度应收物业费。

¹³翠竹园小区及华豪丽都小区近三年的平均收缴率为 100%，其他物业项目（未成立业主委员会）近三年的平均收缴率为 95%。

¹⁴一次性支付主要为空调费，于每年的 5 月进行一次支付。

22.84%)。根据法律意见书,依据《西安市物业管理条例》的规定,对应物业位于西安市的特定物业服务合同期限届满时,如特定物业业主对合同继续履行未提出异议,圣境商务或圣境物业继续提供物业服务的,合同期限自动顺延,直至特定物业业主作出选聘其他物业服务企业或续聘圣境商务或圣境物业的决定为止。

从物业费收取模式来看,本次入池特定物业服务合同的物业费收取模式以包干制为主(应收物业费占比 95.71%),其余为酬金制¹⁵(应收物业费占比 4.29%)。

从收费标准来看,本次入池物业费平均单价分布于 0.58~138.89 元/平方米/月,其中曲江林语入池合同的平均物业费单价最高,为 138.89 元/平方米/月,主要系其物业服务费用中包含了人员费用¹⁶,渭河城市运动公园入池合同的平均物业费单价最低,为 0.58 元/平方米/月,根据出质人提供,本次入池的所有费用类型,与西安市当地的同类型收费标准相持平。具体入池物业费平均单价情况见下表。

表 3 入池物业费平均单价¹⁷情况(单位:元/月/平方米)

序号	项目名称	平均单价	序号	项目名称	平均单价
1	曲江林语	138.89	14	圣卡纳小区	2.22
2	曲江文化大厦	13.73	15	曲江国际会议中心	1.98
3	雁翔广场	12.50	16	蓝晓科技园	1.97
4	曲江文化创意大厦	11.71	17	西安曲江会展中心	1.55
5	曲江影视大厦	10.00	18	华豪丽都小区	1.19
6	热工院一	9.66	19	亮丽家园小区	1.16
7	陕西文化大厦	8.65	20	翠竹园小区	1.10
8	曲江首座	7.16	21	金水湾小区	1.07
9	创业城	7.15	22	外围保洁	1.06
10	学校项目	5.82	23	市政保洁	1.02
11	SOHO 小区	4.50	24	陕西警官职业学院浐灞校区教师公寓	0.78
12	大唐西研项目	4.01	25	渭河城市运动公园	0.58
13	热工院二	2.48	--	--	--

资料来源:出质人提供,联合评级整理

总体看,本专项计划涉及的物业管理区域全部分布在陕西省(西安曲江区域),收费水平与西安市当地的同类型收费标准持平;特定物业服务合同的剩余期限较短;收费频率以按季和按月支付为主;多样化的业态分布有利于分散物管费收缴可能存在的收缴率下降风险。

4. 特定物业管理区域收缴率

从收缴率情况来看,本次入池的物业服务合同所涉的物业项目¹⁸收缴率整体情况较好。其中,圣境物业部分,2014~2016年,本次入池的物业服务合同所涉的 17 个物业项目综合收缴率分别为 93.84%、

¹⁵本次入池合同中物业费收取模式为酬金制的分别为:与中国大唐集团科学技术研究院有限公司西北分公司(以下简称“大唐集团”)签订的物业服务合同,每年服务费为 123.73 万元,大唐集团每季度向圣境商务支付 30.93 万元;与西安曲江国际会展(集团)有限公司(以下简称“国际会展”)签订的两份外围保洁合同,每年保洁费分别为 319.53 万元及 22.91 万元(按月支付),其中上述两份合同均涉及每年保洁费总额的 20%的押金考核,本次入池部分为非考核的 80%部分。

¹⁶根据《曲江林语售楼中心物业服务合同》,物业服务费主要包括人员费用、清洁卫生费、秩序维护费等,其中具体人员费用为:秩序队员(6人):3,912.29 元/人/月,保洁员(5人):3,007.29 元/人/月,绿化工/园林工(1人):3,737.29 元/人/月。若剔除人员费用后,则曲江林语的平均物业费单价为 18.81 元/月/平方米。

¹⁷平均单价=入池应收物业费/入池物业费面积。

¹⁸因无法对特定入池合同追溯过去三年每笔合同的收缴率情况,下文收缴率及基础资产历史数据分析以入池合同所涉的 25 个物业项目为口径进行统计。

96.55%和 95.42%，变动不大，2017 年 1~6 月收缴率为 82.32%，主要系部分物业费延迟到下半年交付所致。圣境商务部分，2014~2016 年，本次入池的物业服务合同所涉的 8 个物业项目综合收缴率分别为 96.71%、89.29%和 93.01%，其中 2015 年收缴率较 2014 年有所下降，主要系圣境商务于 2015 年起对热工院一开始提供物业服务，其第一年的收缴率水平较低为 79.50%；2017 年 1~6 月收缴率为 87.18%，主要系部分物业费延迟到下半年交付所致。详情见下表。

表4 25个物业项目近年物管费综合收缴率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
圣境物业	93.84	96.55	95.42	82.32
圣境商务	96.71	89.29	93.01	87.18

资料来源：出质人提供，联合评级整理

注：当年收缴率统计数，对上一年延迟缴纳数和下一年预交数不予统计；

收缴率 = 实收物业费 ÷ 应收物业费

总体看，本次入池的物业服务合同所涉的物业项目近年来收缴情况较好。

5. 基础资产历史数据分析

2014~2016 年，圣境物业入池的物业服务合同所涉的 17 个物业项目实收物业费分别为 5,215.53 万元、5,588.35 万元和 5,637.16 万元，呈不断增长趋势，年均复合增长 3.96%，主要系物业服务面积增加所致；2017 年 1~6 月，物管费收入合计 2,775.87 万元。2014~2016 年，圣境商务入池的物业服务合同所涉的 8 个物业项目实收物业费分别为 622.86 万元、1,250.70 万元和 1,935.61 万元，年均复合增长 76.28%，主要系物业服务面积增加所致；2017 年 1~6 月，物管费收入为 913.19 万元。

表5 近年入池物业项目当期收取物管费收入情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
圣境物业	5,215.53	5,588.35	5,637.16	2,775.87
圣境商务	622.86	1,250.70	1,935.61	913.19
合计	5,838.38	6,839.05	7,572.77	3,689.06

资料来源：出质人提供，联合评级整理

为进一步剔除收费物业项目增加因素的影响，本报告选取物业进场时间在 2013 年 12 月 31 日及以前的 15 处项目物业数据作为参考。2014~2016 年，上述 15 处物业项目实收物业费合计数分别 5,838.38 万元、5,889.15 万元和 5,498.74 万元，呈波动减少趋势，年均复合减少 2.95%，其中 2016 年实收物业费收入同比减少 6.63%，主要系受营改增政策影响在确认收入时需先扣除增值税后再确认收入以及写字楼项目空置率有所增长所致。2017 年 1~6 月，上述 15 处物业项目实收物业费合计 2,566.91 万元。

表6 15处物业项目当期收取物业费收入情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
15 处物业项目	5,838.38	5,889.15	5,498.74	2,566.91

资料来源：出质人提供，联合评级整理

总体看，物业进场时间在 2013 年 12 月 31 日及以前的 15 处项目物业因受营改增政策及写字楼空置率增长因素的影响，物业费收入有所波动。

五、现金流分析及压力测试

1. 预测现金流及合理性分析

中发评估为本专项计划的底层基础资产现金流进行了预测评估，并出具了《曲江建设物业费资产支持专项计划物业服务费收入预测咨询报告书》（中发评咨字（2017）第 034 号）（以下简称“预测报告”）。预测报告中的假设主要包括：

（1）假设国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势和社会环境除公众已知外无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；

（2）假设曲江建设、圣境物业、圣境商务预测期能持续经营；

（3）假设曲江建设、圣境物业、圣境商务预测期能遵守所有有关法律法规；

（4）假设曲江建设、圣境物业、圣境商务预测期能保持现有的管理方式和管理水平，且其经营范围、方式与目前保持一致；

（5）假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素在预测期对曲江建设、圣境物业、圣境商务，造成重大不利影响；

（6）假设曲江建设、圣境物业、圣境商务在预测期内不出现大型经营事故。

本专项计划底层基础资产现金流预测以预测期间上述假设为前提，仅预测底层基础资产当期物管费收入（不包含预收款项和往期欠款回收款）。

2018 年 1 月 1 日~2026 年 12 月 31 日底层基础资产现金流预测值如下：

表 7 未来 9 年底层基础资产现金流预测值（单位：万元）

2018~2026 年每年预测情况	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
圣境物业	1,436.55	1,750.06	1,556.74	1,590.62
圣境商务	516.11	655.04	756.38	585.9
合计	1,952.66	2,405.10	2,313.12	2,176.52

资料来源：中发评估提供

注：自 2018 年起，每年预测现金流不变

入池物业面积方面，中发评估以截至预测基准日 2017 年 7 月 1 日，圣境物业、圣境商务本次入池的相关物业服务合同的入池物业面积为基准，分别为 367.64 万平方米和 86.76 万平方米，并假定未来不再增长。

入池物业费单价方面，中发评估以截至预测基准日，圣境物业、圣境商务本次入池的相关物业服务合同的入池物业面积和自基准日起第一个完整年度应收物业费金额为基准，得出两家物管公司入池的每个物业项目物业费平均单价=该物业项目应收物业费/入池物业面积，并假定未来物业费平均单价不变。

收缴率方面，圣境物业入池的物业合同所涉的 17 个标的物业项目，2014 年至 2016 年的总体收缴率情况分别为 93.84%、96.55%和 95.42%，三年平均值为 95.29%。大部分未收物业收入并非未缴纳，而是上一年已预缴或下一年延迟缴纳（当年收缴率统计数，对上一年延迟缴纳数和下一年预交数不予统计）。中发评估预计未来每年收缴率能维持 96.00%的水平，并假定未来收缴率不变。圣境商务入池的物业合同所涉的 8 个标的物业项目，2014 年至 2016 年的总体收缴率分别为 96.71%、89.29%和 93.01%，三年平均值为 92.33%。大部分未收物业收入并非未缴纳，而是上一年已预缴或下一年延迟缴纳（当年收缴率统计数，对上一年延迟缴纳数和下一年预交数不予统计）。中发评估预计未来收缴率能维持 94.00%的水平，并假定未来收缴率不变。

中发评估预测未来每年每个入池项目的现金流=该项目入池的物业面积×该项目入池物业费平均单价×预测的综合收缴率，从而得出每个入池项目每年现金流预测结果。此外，中发评估根据每个入池项目 2014~2016 年三年平均每季度实收物业费占比对每年现金流预测结果进行拆分¹⁹，从而得出未来 9 年每个季度的现金流预测结果。2018 年 1~6 月，底层基础资产现金流入合计为 4,368.92 亿元，较预测值增加 0.26%，相差不大。

总体看，中发评估预测的物管费收入预测假设建立在 2014~2016 年的历史数据基础上，联合评级认为预测基本合理，具备参考价值。另一方面，专项计划存续期内，全国宏观经济或区域经济环境变化等假设条件可能会偏离预期，此外若因政策影响或者由于成立业主委员会后，业主委员会根据市场机制要求下调单价，均有可能对基础资产未来现金流带来负面影响，针对此问题，联合评级将在压力测试中对其进行考量。

2. 底层基础资产现金流分析

联合评级采用覆盖比率来衡量优先 A 级证券及优先 B 级证券的信用风险大小。覆盖比率反映了在各偿还时点上，未来底层基础资产现金流对预期支出的最低覆盖水平，如果该数值小于 1 倍，表示未来现金流不能完全覆盖当期预期支出，优先 A 级证券及优先 B 级证券存在不能按时偿付的风险。

根据中发评估提供的 2018 年 1 月 1 日~2026 年 12 月 31 日底层基础资产现金流，联合评级以预测数据可实现为前提，综合考虑委托贷款付息还款安排，以及本专项计划的交易结构设置和分配顺序的安排，采用覆盖比率来衡量优先级证券的信用风险大小。为了直观地展现底层基础资产现金流对本专项计划的保障程度，以下测算采用底层基础资产现金流对专项计划优先级证券应付本息的覆盖比率来体现其保障程度。考虑到各优先级证券的存续期限不同，其对应的预期收益率可能存在差异，假定资产支持证券的基准预期收益率为下表中预期收益率所设值，联合评级测算的覆盖比率见下表。

考虑到底层基础资产现金流中包含部分关联方支付物业费，而关联方与担保人信用状况密切相关，出于谨慎考虑，在对优先 A 级证券（预设信用等级 AAA）的现金流覆盖测算中，联合评级采用剔除关联方后的现金流；对优先 B 级证券（预设信用等级 AA+，与担保人主体信用级别一致）的现金流覆盖，联合评级采用未来现金流扣除对优先 A 级证券预期支出后的现金流（未剔除关联方现金流）。剔除关联方后的现金流对优先 A 级证券的覆盖倍数最低亦达到了 1.23 倍，这表明剔除关联方后的现金流对优先 A 级证券预期支出保障程度较好；扣除对优先 A 级证券预期支出后的现金流（未剔除关联方现金流）对优先 B 级证券本息的覆盖倍数最低亦达到了 1.22 倍，这表示底层基础资产的预期现金流对优先 B 级证券的保障程度较好。总体看，各期优先级证券的偿付都较有保障。

表 8 剔除关联方后的现金流对优先 A 级证券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

期数	初始基准利率 5.5%		初始基准利率 6.0%		初始基准利率 6.5%	
	优先 A 级预期支出	覆盖倍数	优先 A 级预期支出	覆盖倍数	优先 A 级预期支出	覆盖倍数
1	1,002.11	1.62	1,048.16	1.55	1,094.21	1.48
2	1,509.76	1.32	1,556.82	1.28	1,603.88	1.24
3	1,431.87	1.34	1,478.25	1.30	1,524.64	1.26
4	1,376.75	1.31	1,422.03	1.27	1,467.32	1.23

¹⁹蓝晓科技园项目和警官职业学院沪瀾校区教师公寓项目无历史各季度值，其季度收入占比值取圣境物业在管的另外 15 个物业项目的平均值。创业城、曲江林语、外围保洁和大唐西研项目无历史各季度值，其季度收入占比值取圣境商务在管的另外 5 个物业项目的平均值。

5	1,208.62	1.34	1,251.89	1.29	1,295.16	1.25
6	1,501.67	1.33	1,544.57	1.29	1,587.47	1.26
7	1,462.25	1.31	1,504.38	1.28	1,546.52	1.24
8	1,375.57	1.31	1,416.51	1.28	1,457.44	1.24
9	1,243.68	1.30	1,283.08	1.26	1,322.47	1.23
10	1,539.43	1.30	1,577.87	1.27	1,616.31	1.24
11	1,465.63	1.31	1,503.14	1.28	1,540.65	1.25
12	1,390.82	1.30	1,426.67	1.27	1,462.51	1.24
13	1,223.79	1.32	1,258.44	1.29	1,293.10	1.25
14	1,526.61	1.31	1,560.26	1.28	1,593.92	1.25
15	1,469.63	1.31	1,501.90	1.28	1,534.16	1.25
16	1,384.27	1.31	1,415.19	1.28	1,446.12	1.25
17	1,232.96	1.31	1,262.62	1.28	1,292.29	1.25
18	1,516.71	1.32	1,545.29	1.29	1,573.87	1.27
19	1,448.95	1.33	1,476.07	1.30	1,503.20	1.28
20	1,367.29	1.32	1,393.87	1.30	1,420.46	1.27
21	1,221.25	1.33	1,244.88	1.30	1,268.51	1.28
22	1,530.89	1.30	1,554.16	1.28	1,577.43	1.27
23	1,461.66	1.31	1,484.09	1.29	1,506.52	1.27
24	1,381.57	1.31	1,402.03	1.29	1,422.49	1.27
25	1,206.64	1.34	1,225.47	1.32	1,244.29	1.30
26	1,488.79	1.34	1,506.39	1.33	1,524.00	1.31
27	1,471.56	1.30	1,487.75	1.29	1,503.94	1.28
28	1,352.97	1.34	1,367.56	1.32	1,382.14	1.31
29	1,194.43	1.36	1,207.25	1.34	1,220.07	1.33
30	1,519.38	1.31	1,531.05	1.30	1,542.72	1.29
31	1,447.77	1.33	1,457.84	1.32	1,467.90	1.31
32	1,362.40	1.33	1,370.79	1.32	1,379.19	1.31
33	1,223.22	1.32	1,229.88	1.32	1,236.54	1.31
34	1,531.76	1.30	1,537.06	1.30	1,542.37	1.29
35	1,466.91	1.31	1,470.43	1.31	1,473.95	1.30
36	1,387.79	1.30	1,389.49	1.30	1,391.20	1.30

资料来源：联合评级整理

注：初始基准利率分 5.5%、6.0%和 6.5%共 3 档，综合考虑当前市场利率水平，由低至高假设专项计划发行时可能的利率情况，并根据每档久期的不同每年增加 20 个 BP，自第四年起预期收益率保持不变；以上不代表本专项计划实际的利率水平。如专项计划成立日期较预测报告起始日晚，实际兑付期间或有不匹配，但考虑到预测现金流流入持续增加，正常情况下预测现金流流入比上表所示将更乐观。

表 9 扣除优先 A 级证券预期支出的现金流（含关联方现金流）对优先 B 级证券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

期数	初始基准利率 6.5%		初始基准利率 7.0%		初始基准利率 7.5%	
	优先 B 类预期支出	覆盖倍数	优先 B 类预期支出	覆盖倍数	优先 B 类预期支出	覆盖倍数
1	667.30	1.42	684.90	1.32	702.50	1.22
2	566.88	1.58	584.55	1.45	602.23	1.33
3	545.38	1.62	562.84	1.48	580.31	1.36
4	500.46	1.60	517.55	1.46	534.64	1.33
5	486.07	1.53	502.46	1.39	518.86	1.27
6	549.37	1.64	565.64	1.52	581.90	1.41
7	556.49	1.53	572.53	1.41	588.56	1.30

8	515.92	1.55	531.54	1.43	547.16	1.31
9	456.59	1.55	471.67	1.42	486.76	1.29
10	551.41	1.57	566.19	1.46	580.97	1.36
11	525.76	1.61	540.27	1.50	554.79	1.39
12	493.02	1.59	506.98	1.48	520.93	1.37
13	466.94	1.56	480.53	1.44	494.12	1.33
14	576.09	1.52	589.34	1.43	602.59	1.35
15	561.23	1.50	573.99	1.41	586.75	1.33
16	532.50	1.49	544.79	1.40	557.08	1.31
17	492.16	1.46	504.01	1.37	515.85	1.28
18	592.43	1.50	603.87	1.42	615.30	1.35
19	592.82	1.46	603.72	1.39	614.62	1.32
20	559.91	1.45	570.61	1.37	581.31	1.30
21	463.23	1.58	472.75	1.50	482.28	1.42
22	603.03	1.45	612.47	1.39	621.91	1.33
23	596.88	1.43	606.02	1.37	615.17	1.31
24	554.76	1.43	563.12	1.38	571.48	1.32
25	521.75	1.43	529.48	1.37	537.21	1.32
26	607.46	1.51	614.67	1.46	621.89	1.42
27	590.54	1.43	597.20	1.38	603.86	1.34
28	572.67	1.44	578.70	1.40	584.73	1.36
29	531.28	1.43	536.58	1.39	541.88	1.35
30	622.04	1.42	626.84	1.39	631.63	1.37
31	615.88	1.41	620.02	1.38	624.17	1.35
32	581.91	1.40	585.35	1.38	588.80	1.35
33	502.52	1.45	505.23	1.43	507.94	1.41
34	620.73	1.41	622.89	1.39	625.06	1.38
35	614.51	1.38	615.95	1.37	617.40	1.36
36	561.77	1.40	562.46	1.40	563.15	1.39

资料来源：联合评级整理；

注：初始基准利率分 6.5%、7.0%和 7.5%共 3 档，综合考虑当前市场利率水平，由低至高假设专项计划发行时可能的利率情况，并根据每档久期的不同每年增加 20 个 BP，自第四年起预期收益率保持不变；以上不代表本专项计划实际的利率水平。如专项计划成立日期较预测报告起始日晚，实际兑付期间或有不匹配，但考虑到预测现金流入持续增加，正常情况下预测现金流入比上表所示将更乐观。

3. 现金流压力测试

联合评级参考中发评估所出具的现金流预测表的相关数据，对底层基础资产现金流进行了多重情景模拟，以综合判断本专项计划的底层基础资产现金流入状况，以及优先级证券在各兑付期间的偿还支付风险。

针对物业管理费，现金流预测依据截至 2017 年 7 月 1 日（基准日）达到收入条件的合同面积、收费单价和近三年平均收缴率的基础上预测未来现金流。因此，收费水平和收缴率是重点考察因素。

①物管费收缴率。对于圣境物业入池的底层基础资产收缴率，一方面考虑到圣境物业入池的物业合同所涉的 17 个标的物业项目，2014 年至 2016 年的总体收缴率情况分别为 93.84%、96.55%和 95.42%，收缴率较为稳定，预测报告以近三年平均收缴率 95.29%为基准确定未来每年度收缴率均为 96%，另一方面，考虑到入池的物业合同所涉的 17 个标的物业项目近三年最低收缴率为 93.84%，且 2017 年上半年收缴率为 82.32%，综合上述因素谨慎起见，此部分综合收缴率下压区间设为[0,14.00%]。

对于圣境商务入池的底层基础资产收缴率，入池的物业合同所涉的 9 个标的物业项目，2014 年至 2016 年的总体收缴率分别为 96.71%、89.29%和 92.80%，且 2017 年上半年收缴率为 87.18%，谨慎起见，综合收缴率下压区间设为[0,7.00%]。

②价格水平。虽然中发评估在预测报告中假设预测期间收费单价不变，且根据质押财产历史数据和物业行业情况看，2015 年初国家发展改革委员会下发红头文件决定放开“非保障性住房物业服务”、“住宅小区停车服务”等 7 项服务价格，政府部门取消价格限制之后，通过市场化的定价方式，将逐步形成业主和物业公司双向选择、自由协商的定价机制，高端客户对于物业管理的需求将得到释放。本专项计划的物业项目近年来收费标准未发生变化，同时考虑到随着地区消费水平的上升与通胀的存在，物业收费标准下调的可能性较低，基于谨慎角度考虑，压力测试中对收费价格下调区间设为[0,5.00%]。

除了考虑影响物业项目收缴率以及价格水平等因素，由于本期资产支持证券采用固定利率，预期收益率的高低将直接影响资产支持证券的信用风险大小，联合评级将本次优先级资产支持证券的预期收益率作为压力测试因子之一，参照现行的相关市场利率，测试优先 A 级资产支持证券基准预期收益率选取[5.50%,6.50%]，并根据每档久期的不同每年增加 20 个 BP；测试优先 B 级资产支持证券基准预期收益率选取[6.50%,7.50%]，并根据每档久期的不同每年增加 20 个 BP。

在上述风险调整变量压力区间内，联合评级采取了压力情景模拟，在此基础上进行了十万次数值（不利情景）模拟，测试专项计划存续期内各偿还时点剔除关联方后的现金流对优先 A 级证券本息的覆盖比率，据此对剔除关联方后的现金流对优先 A 级证券偿付的保障程度进行判断；并测试专项计划存续期内各偿还时点扣除优先 A 级证券预期支出后的现金流（含关联方现金流）对优先 B 级证券本息的覆盖比率，据此对扣除优先 A 级证券预期支出后的现金流（含关联方现金流）对优先 B 级证券偿付的保障程度进行判断。

各档优先级证券本息压力测试结果如下：

表 10 各期优先 A 级证券本息压力测试覆盖率情景（单位：倍，%）

分配 期间	平均覆盖 倍数	覆盖比率大于 1 倍的概率	分配 期间	平均覆盖 倍数	覆盖比率大于 1 倍的概率
1	1.42	100.00	19	1.19	100.00
2	1.19	100.00	20	1.20	100.00
3	1.21	100.00	21	1.18	100.00
4	1.18	100.00	22	1.17	100.00
5	1.20	100.00	23	1.19	100.00
6	1.20	100.00	24	1.18	100.00
7	1.19	100.00	25	1.21	100.00
8	1.18	100.00	26	1.21	100.00
9	1.17	100.00	27	1.18	100.00
10	1.17	100.00	28	1.21	100.00
11	1.18	100.00	29	1.22	100.00
12	1.17	100.00	30	1.19	100.00
13	1.19	100.00	31	1.21	100.00
14	1.18	100.00	32	1.20	100.00
15	1.18	100.00	33	1.20	100.00
16	1.17	100.00	34	1.19	100.00
17	1.18	100.00	35	1.20	100.00
18	1.18	100.00	36	1.19	100.00

资料来源：联合评级整理

表 11 各期优先 B 级证券利息压力测试覆盖率情景（单位：倍，%）

分配 期间	平均覆盖 倍数	覆盖比率大于 1 倍的概率	分配 期间	平均覆盖 倍数	覆盖比率大于 1 倍的概率
1	1.08	78.17	19	1.07	72.81
2	1.15	87.31	20	1.08	72.18
3	1.21	94.93	21	1.11	78.08
4	1.17	89.26	22	1.05	65.65
5	1.09	75.21	23	1.07	72.36
6	1.20	93.08	24	1.05	64.35
7	1.13	85.99	25	1.05	65.79
8	1.14	84.15	26	1.12	83.42
9	1.11	76.85	27	1.06	68.93
10	1.13	82.46	28	1.08	72.04
11	1.19	92.84	29	1.07	69.87
12	1.14	84.39	30	1.06	68.24
13	1.13	82.03	31	1.07	72.02
14	1.11	77.60	32	1.06	67.36
15	1.09	77.20	33	1.09	75.16
16	1.07	69.74	34	1.06	68.57
17	1.05	64.31	35	1.06	68.63
18	1.09	74.62	36	1.07	70.34

资料来源：联合评级整理

在本次压力情景模拟中，优先 A 级证券各档的平均覆盖倍数均大于 1 倍，且平均覆盖倍数大于 1 倍的概率均为 100.00%，剔除关联方后的未来现金流对优先 A 级证券的偿付保障能力较好。扣除优先 A 级证券预期支出后的现金流（含关联方现金流）对优先 B 级证券本息的压力测试未能通过，但考虑到担保方曲江文投履约能力很强，优先 B 级证券的本息偿付亦有很强的保障。

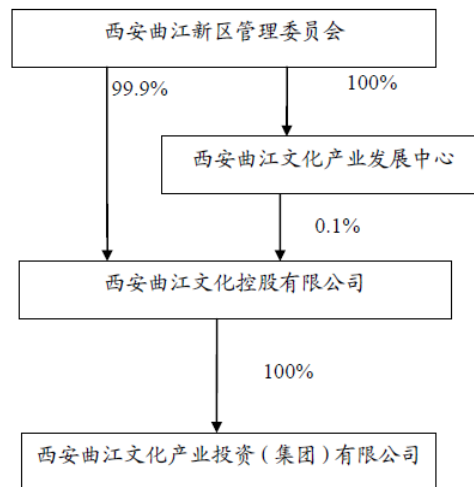
五、担保方分析

曲江文投为基础债务人的委托贷款还本付息义务（按期还款和提前还款）和委托贷款加速清偿义务提供连带责任保证担保。

1. 曲江文投概况

曲江文投成立于 1998 年 4 月，是经西安市人民政府批准，由西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）出资设立的国有独资企业，初始注册资本 43.00 亿元。曲江文投原名西安曲江新区发展有限公司，于 2005 年更名为现名。截至 2017 年底，曲江文投注册资本 83.00 亿元，由西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲江文控”）100%控股，实际控制人为曲江新区管委会。

图 2 截至 2018 年 3 月底曲江文投股权结构图



资料来源：曲江文投提供

经营范围：一般经营类：文化体育设施、景区，游乐设施及基础设施、旅游项目、旅游产品、房地产、交通设施、康复保健设施、餐饮设施的开发、经营；企业投资（不得以公开方式募集资金。仅限以自有资产投资），国内商业（专项审批项目审批后经营），对新区范围内的公用配套设施进行物业管理及相关设施租赁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

注册地址：西安曲江新区雁翔路 3168 号雁翔广场 1 号楼 18、19、20 层；法定代表人：李耀杰。

2. 行业分析

曲江文投目前主要涉及城市基础设施建设行业、旅游行业和房地产行业。

（1）城市基础设施建设

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定

为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

（2）旅游行业

从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2004 年始，中国旅游业迎来高速发展时期。2015~2017 年，国内游客分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次和 44.40 亿人次，同比分别增长 10.70%、10.77% 和 11.00%。国内旅游人数增速基本保持稳定，出游消费已呈现一定惯性。2017 年，我国人均出游已达 3.7 次，旅游成为衡量现代生活水平的重要指标。据联合国世界旅游组织测算，2016 年国内旅游业对国民经济综合贡献率达 11%、对社会就业综合贡献超过 10.26%，与世界平均水平基本持平。据国家旅游局数据中心测算，2017 年旅游业综合贡献 8.77 万亿元，对国民经济的综合贡献达 11.04%，对住宿、餐饮、民航、铁路客运业的贡献超过 80%，旅游直接就业 2,825 万人，旅游直接和间接就业 8,000 万人，对社会就业综合贡献达 10.28%。从旅游行业投资情况看，根据 2018 年全国旅游工作会议报告显示，截至 2017 年底，全国已有 144 支旅游产业投资基金，总规模超过 8,000 亿元，预计 2017 年全国旅游投资达 1.5 万亿元，同比增长 16%，其中民间资本投资占 60%，形成了民营为主、国有企业和政府投资共同参与的多元主体投资格局。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场仍将持续较快发展，带动相关产业协同发展。

（3）房地产

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。经历了 2016 年的升温之后，2017 年，房地产行业开启新一轮严厉调控。十九大报告重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的”这一定位，再次强调住房

的居住属性，提出加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。各地陆续出台“限购、限贷、限价、限售、限商”等一系列地产调控政策，对行业的发展形成了一定影响。在金融去杠杆加速，监管趋严的背景下，2017年6月份开始，全国的房贷利率持续上调，房地产信贷增长势头回落。

2017年7月份，住建部等部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》提出，要继续深化城镇住房制度改革，建立租购并举的住房制度。

2017年，全国房地产开发投资与新开工面积增速均出现回落。2017年，房地产开发投资109,799亿元，增速为7.0%，较上年下降0.1个百分点。其中，住宅投资75,148亿元，较上年增长9.4%。全年房屋施工面积781,484万平方米，较上年增长3.0%，其中，住宅施工面积536,444万平方米，较上年增长2.9%。房屋新开工面积178,654万平方米，增速为7.0%，较上年下降1.1个百分点。其中，住宅新开工面积128,098万平方米，较上年增长10.5%。

土地供应方面，2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。全国300个城市共推出土地面积111,907万平方米，较上年增加8%；全国300城市土地出让金总额为40,623亿元，较上年增加38%；全国300个城市土地平均溢价率29%，较上年下降14个百分点。受宅地供应增加影响，住宅类用地出让金占比增加约4个百分点，达82%。一线城市供应面积显著增长，拉动成交面积及出让金上涨。2017年，房地产开发企业土地购置面积25,508万平方米，较上年增长15.8%。

资金来源方面，2017年，房地产开发企业到位资金156,053亿元，较上年增长8.2%，增速较上年下降7个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，增长17.3%；利用外资168亿元，增长19.8%；自筹资金50,872亿元，增长3.5%；其他资金79,770亿元，增长8.6%。由于房地产销售资金约占到位资金的50%，非标融资占房地产20%~25%左右，在销售增速下滑和非标融资被限制情况下，房地产资金缺位问题将凸显。

销售方面，销售规模再创新高，但增速较上年下降。2017年，商品房销售面积169,408万平方米，较上年增长7.7%，增速下降14.8个百分点。其中，住宅销售面积增长5.3%，办公楼销售面积增长24.3%，商业营业用房销售面积增长18.7%。商品房销售额133,701亿元，增长13.7%，增速提高1个百分点。其中，住宅销售额增长11.3%，办公楼销售额增长17.5%，商业营业用房销售额增长25.3%。2017年12月，全国百城住宅价格指数同比增长7.15%，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长5.60%。

总体看，2017年以来，房地产销售再创新高，价格维持高位。在房地产调控加码的背景下，房企到位资金和偿债压力较大。

（4）区域经济

曲江新区位于西安市东南部，是陕西省、西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区，是西安建设国际化大都市的重要承载区，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区。曲江新区核心区域面积51.5平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、西安城墙景区、临潼国家旅游休闲度假区和楼观道文化展示区等区域，形成文化产业全新发展格局。

2017，曲江新区实现地区生产总值277.94亿元，同比增长14.40%；完成固定资产投资406.58亿元，同比增长17.20%；当年限额以上消费品零售总额完成28.75亿元，同比增长21.90%。

2017年，曲江新区组团围绕大西安文化产业大走廊建设，借助“文化+生态”优势，依托“互联网+”专业园区平台吸引大型企业及资本，组建以资本、资源和经营为核心的“联合平台”和“联合产业舰队”。截至2017年底，曲江新区策划包装推出32个重大项目，项目涵盖文化旅游、现代服务业、基础设施、健康医疗、战略新兴产业等领域，涉及资金达536亿元人民币。

2017年6月，华侨城集团公司与西安市人民政府签订了全面战略合作协议，与曲江新区管委会和西安市国有资产监督管理委员会分别签订了投资平台及合作项目、“丝路文化”项目战略合作协议，预计总投资约2,380.00亿元。将进一步提升西安及曲江区域文化旅游业发展。

总体看，曲江新区为陕西省、西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区；经济发展速度快；未来随着曲江新区和华侨城集团相关战略合作协议的推进，曲江新区将获得新的发展机遇。

3. 经营分析

(1) 经营概况

曲江文投经营业务包括景区基础设施建设业务、文化旅游业务、文化产业（工程）项目以及房地产业务。2015~2017年，曲江文投营业收入有所波动，年均复合减少3.47%，主要受合并口径变化，及曲江新区整体规划、年度建设任务、项目周期及结算时点等因素影响，其中2017年同比减少12.48%，主要系文化产业（工程）项目板块收入减少所致。2018年1~3月，曲江文投实现营业收入8.55亿元。

表12 2015~2017年曲江文投营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
景区基础设施建设	34.11	44.87	13.48	36.95	45.65	9.66	35.65	50.33	13.01
文化旅游	15.95	20.98	27.88	17.91	22.12	25.35	19.33	27.29	23.94
文化产业（工程）项目	10.60	13.94	25.66	13.86	17.12	6.12	4.10	5.78	22.72
房地产	15.36	20.21	30.69	12.22	15.10	35.46	11.76	16.60	41.30
合计	76.02	100.00	21.68	80.93	100.00	16.42	70.84	100.00	21.25

资料来源：曲江文投审计报告，联合评级整理

从营业收入构成来看，曲江文投景区基础设施建设板块为曲江文投的主要收入来源，2015~2017年分别为34.11亿元、36.95亿元和35.65亿元，相较稳定，主要来源于基础设施建设收入和安置房回购收入。2015~2017年，曲江文投文化旅游收入分别为15.95亿元、17.91亿元和19.33亿元，呈持续增加趋势，年均复合增长10.09%，其中2017年同比增长7.93%，主要系随着“丝绸之路电影节”、“2015年春节联欢晚会分会场”和“2016年中秋晚会”等大型文化活动的举办增加曲江文投知名度所致。2015~2017年，曲江文投文化产业（工程）项目收入分别为10.60亿元、13.86亿元和4.10亿元，文化产业（工程）项目收入波动中有所减少，年均复合减少37.81%，其中2017年同比减少70.42%，主要系陕西大剧院项目已进入项目尾期，大部分项目收入已于2016年确认。2015~2017年，曲江文投房地产收入分别为15.36亿元、12.22亿元和11.76亿元，呈逐年下降趋势，年均复合减少12.50%，主要系永和坊项目2015年已到尾盘，同时东方传奇处于项目初期，大部分房款未确认收入所致。

毛利率方面，2015~2017年，曲江文投综合毛利率分别为21.68%、16.42%和21.25%，毛利率水平有所波动，主要系2016年文化产业（工程）项目板块确认收入的陕西大剧院等代建或回购项目毛利率较低所致。2018年1~3月，曲江文投综合毛利率为29.96%。

总体看，曲江文投主营业务突出；近年来曲江文投主营业务收入及毛利率水平均有所波动。

(2) 景区基础设施建设业务

曲江文投景区基础设施建设业务运营模式分为两种，一种是曲江文投通过下属子公司曲江建设

与曲江新区土储中心签订《西安曲江新区基础设施工程委托建设合同》，由曲江新区土储中心委托曲江建设进行曲江新区内城市及景区基础设施及配套项目建设。工程款项由曲江文投垫付前期资金，通常待工程量达到预算额 30%时，曲江土储中心按已完工进度 50%拨付建设资金，其余资金待工程完工并出具竣工决算报告后三个月一次性拨付。另一种是曲江文投以 BT 模式承建曲江新区内多个城中村改造及按照小区建设项目，项目竣工验收后由管委会回购，回购资金待项目竣工并完成决算后支付款项，可分批或一次性支付。曲江文投建设内容包括对曲江新区产业园区及文化景区内土地整理、基础设施建设、市政配套设施建设、景观工程建设、城中村拆迁改造等，收入来源包括基础设施建设收入和拆迁安置房回购收入。

截至 2018 年 3 月底，代建项目已付工程款 35.75 亿元，代建收入 2.86 亿元。回购项目已投资金额 69.71 亿元，总回购金额为 108.40 亿元，已收到回购款 73.92 亿元，尚有 34.48 亿元资金未到账。

表 13 截至 2018 年 3 月底曲江文投主要代建项目情况（单位：%、亿元）

项目名称	预算金额	开工时间	完工时间	建设进度	已付工程款	代建收入	说明
曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	45.15	2009.1	2020.1	79.18	35.75	2.86	按照投资额约 8%收取代建费

资料来源：曲江文投提供

表 14 截至 2018 年 3 月底曲江文投主要回购项目情况（单位：%、亿元）

项目名称	开工时间	完工时间	建设进度	已投资金额	总回购金额	已收到回购款金额	后期回购计划	项目功能
瓦胡同拆迁安置小区	2010.6	2015.12	100	30.40	34.55	34.00	-	景区拆迁安置房
金波园安置小区	2010.12	2015.10	100	8.24	9.23	7.60	预计 2018 年收回	景区拆迁安置房
孟村小区安置房	2012.6	2017.6	70.6	6.71	9.50	7.91	预计剩余 2018 年收回	景区安置房
余王碾村拆迁	2016	2018	35.9	4.31	12.00	5.14	-	景区安置房
裴家峪小区	2017.2	2020.6	7.32	1.61	22.00	0.11	已完成立项	景区安置房
曲江保障性住房	2012	2018	87.3	18.44	21.12	19.16	预计 2018-2019 年收回	景区安置房
合计				69.71	108.40	73.92		

资料来源：曲江文投提供

注：由于孟村小区 2 号院未拆迁，导致项目进度较缓

总体看，曲江文投景区基础设施在建项目少，代建项目款项基本回笼。

（3）文化旅游业务

曲江文投文化旅游业务主要收入来源有旅游门票收入、景区商业收入、影视、演出、展会、图书销售收入等。曲江文投影视板块以电影、电视剧和纪录片的投资、制作、发行为主业，影视剧投资分为自主开发或与其他影视公司合作开发新的影视剧项目，投资拍摄并发行，获取发行收入及投资收益。文化演出板块主要包括大型演出的门票销售收入、广告赞助收入和出租灯光音响器材等的租赁收入，演出场地为自有和租用两种，现有演出人员 90 人，以外包为主。会展板块主要包括自办展会、承接国内外各种展览、会议和活动以及在外地办展三种，运营模式为依托资源和渠道，以自办会展为主要发展方向，引进国内外著名会展品牌。旅游板块主要收入包括门票收入、旅游景区的餐饮酒店收入、景区旅游项目经营收入、曲江文投下属旅游社经营收入和开发旅游商业。其中曲江文投经营的收费景点包括大唐芙蓉园、曲江海洋极地公园、寒窑遗址公园、赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区和化女泉景区。出版传媒板块主要运营模式为传统图书出版发行，同时推进数字化转型。传统图书出版发行的盈利模式主要是自营图书销售。曲江文投文化旅游业务的金融

板块主要由其子公司西安曲江风险投资有限公司负责，从事文化产业投资创投，通过创业投资运作机制，整合旅游、影视、传媒、科技、金融等各领域资源，进行项目投资与项目孵化。

曲江文投在文化旅游业务方面享有一定的补贴和政策倾斜优势。2015~2017 年，曲江文投政府补贴分别为 0.62 亿元、1.00 亿元和 0.91 亿元；同时，曲江文投得到股东支持在同等条件下曲江文投可优先取得文化产业资源和城市建设资源、地产资源。

总体看，曲江文投文化旅游业务类型丰富，并得到政府补贴和政策倾斜，具有一定发展优势。

（4）文化产业（工程）项目业务

曲江文投文化产业（工程）项目业务主要为投资建设曲江新区内重大文化产业项目及其配套设施，主要运营模式包括回购和自营。回购方面，曲江文投以 BTO 模式承建并管理运营曲江新区内多个景区及文化类场馆，回购资金待项目竣工并完成决算后支付款项，可分批或一次性支付。回购后资产仍由曲江文投经营管理，并由政府支付相应的运营管理补贴。自营方面，曲江新区管委会或入区文化类企业购买或租赁曲江文投根据曲江新区文化产业布局开发的相关孵化器、经营场所等文化产业配套设施。曲江文投实际控制人曲江新区管委会负责区域内建设项目审批、规划定点和建设管理，曲江文投业务优势明显。

总体看，曲江文投文化产业（工程）项目主要包括回购和自营两种模式，项目回款较慢，占用资金较大。

（5）房地产业务

曲江文投房地产业务项目主要包括定向开发项目和联合开发项目两大类。定向开发项目主要系曲江文投受委托开发，已明确销售对象的开发项目，在核定建设成本的基础上由曲江文投与委托方协商定价，一般利润空间偏小，但销售风险也相对小。截至 2017 年底，曲江文投定向开发项目包括曲江新坐标（5、6 号楼）、金水湾和曲江亮丽家园，项目均已竣工，由曲江新区入园单位的个人进行购买，较市场价格有部分优惠。联合开发项目系曲江文投与其他房地产公司联合开发并向公众销售的商品房项目。截至 2017 年底，联合开发项目包括永和坊和万科东方传奇，其中永和坊项目已完成大部分销售，东方传奇项目预计竣工日期 2019 年 12 月，部分已签约销售。截至 2018 年 3 月底，项目总建筑面积 325.56 万平方米，总投资 187.85 亿元，已投资 112.38 亿元，尚需投资 75.47 亿元，已实现预售金额 131.16 亿元。

总体看，曲江文投房地产业务主要为联合开发项目，且存在较大规模的资金需求。

4. 其他重大事项

2017 年 9 月 28 日，曲江文投与华侨城集团公司（以下简称“华侨城集团”）及其子公司华侨城西部投资有限公司（以下简称“华侨城西部投资”）签订了附生效条件的《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司之增资扩股协议》，华侨城西部投资拟对曲江文投进行增资 113.58 亿元，其中 86.39 亿元为新增曲江文投注册资本，27.19 亿元计入资本公积。增资完成后，曲江文投注册资本将达到 169.39 亿元，曲江文化控股 49%，华侨城西部投资控股 51%，成为曲江文投的控股股东，实际控制人由曲江新区管委会变更为国务院国有资产监督管理委员会。

2018 年 5 月 31 日，曲江文投公告，关于增资扩股事宜终止。原因主要系前期出具的评估报告、审计报告等文件已到期，若要继续审批，需重新进行审计评估，并按原程序上报，是否能在原协议及补充协议之有效期内完成审批具有重大不确定性。

联合评级将对增资事项推进情况保持持续关注。

5. 财务状况

曲江文投提供的 2015~2017 年财务报表均已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见审计报告。2017 年，西安城墙文化投资发展有限公司（以下简称“城墙公司”）不再纳入该公司合并范围，新增一家子公司荆州纪南文化产业投资有限公司，对曲江文投整体影响不大；2016 年，西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司（以下简称“曲江临潼旅游”）和西安曲江大秦帝国文化传播有限公司（以下简称“大秦文化”）不再纳入合并范围，截至 2015 年底，曲江临潼旅游资产 147.70 亿元，占曲江文投资产总额 30.50%，同时，西安曲江文化产业风险投资有限公司（以下简称“曲江文化风投”）、西安开元中央文化区投资发展有限公司和西安文化科技创业城股份有限公司纳入合并范围，对财务可比性存在一定影响。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

（1）资产质量

2015~2017 年，曲江文投资产规模波动减少，年均复合减少 2.73%。截至 2017 年底，曲江文投资产总额 458.18 亿元，较年初增加 8.39%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，曲江文投流动资产占比 69.57%，非流动资产占比 30.43%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，曲江文投流动资产规模呈波动下降趋势，年均复合减少 4.31%。截至 2017 年底，曲江文投流动资产合计 318.75 亿元，较年初增加 9.01%，主要系存货增加所致。曲江文投流动资产主要由存货（占比 35.84%）、货币资金（占比 27.37%）、其他应收款（占比 17.13%）和应收账款（占比 13.03%）构成。

2015~2017 年，曲江文投存货账面价值有所波动，年均复合减少 17.14%，其中截至 2017 年底，曲江文投存货账面价值 114.24 亿元，较年初增加 17.51%，主要系 2016 年曲江临潼旅游不纳入合并范围，开发成本大幅减少导致当年底曲江文投存货账面价值大幅减少；而 2017 年雁翔新城项目开发成本增加导致曲江文投存货账面价值有所回升。曲江文投存货主要为文化产业（工程）板块、景区基础设施建设板块在建回购项目及房地产板块在建住宅项目，存在减值风险。2015~2017 年，曲江文投货币资金有所增加，年均复合增长 6.63%，主要系银行存款增加所致。截至 2017 年底，曲江文投货币资金 87.25 亿元，较年初增长 8.22%。受限货币资金 4.75 亿元，为银行承兑汇票保证金。2015~2017 年，曲江文投其他应收款账面价值波动中有所增长，年均复合增长 11.41%。截至 2017 年底，曲江文投其他应收款账面价值 54.59 亿元，较年初减少 5.09%，主要系与西安曲江新区土地储备中心（以下简称“曲江新区土储中心”）等往来款规模变动所致。其他应收款主要为借款、代垫建设资金、代建费、押金和往来款。2015~2017 年，曲江文投应收账款账面价值有所波动，年均复合增长 2.58%。截至 2017 年底，曲江文投应收账款账面价值 41.52 亿元，较年初减少 0.74%，主要应收账款单位为曲江新区土储中心（占比 54.53%）。截至 2017 年底，曲江文投计提应收账款坏账准备金额 1.80 亿元，占应收账款账面价值的 4.14%。

非流动资产

2015~2017 年，曲江文投非流动资产规模波动中有所增长，年均复合增长 1.20%，主要系可供出售金融资产和投资房地产价值变动所致。截至 2017 年底，曲江文投非流动资产合计 139.44 亿元，较年初增加 7.01%。曲江文投非流动资产主要由固定资产（占比 31.57%）、投资性房地产（占比 22.98%）、长期股权投资（占比 20.12%）和可供出售金融资产（占比 12.34%）构成。

2015~2017 年，曲江文投固定资产账面价值波动中有所波动，年均复合减少 7.55%。截至 2017 年底，曲江文投固定资产账面价值 44.02 亿元，较年初增加 7.54%，其中房屋、建筑物占比 77.31%。2015~2017 年，曲江文投投资性房地产账面价值有所波动，年均复合减少 2.32%。截至 2017 年底，

曲江文投投资性房地产账面价值 32.04 亿元，较年初增加 16.96%，主要系自有房地产转入及评估增值所致。2015~2017 年，曲江文投长期股权投资账面价值逐年增加，年均复合增长率 15.47%。截至 2017 年底，曲江文投长期股权投资账面价值 28.06 亿元，较年初增长 20.81%，主要系城墙公司不再纳入合并范围所致。2015~2017 年，曲江文投可供出售金融资产账面价值快速增长，年均复合增长 122.07%。截至 2017 年底，曲江文投可供出售金融资产账面价值 17.20 亿元，较年初增长 32.00%，主要系曲江文化风投持有的基金投资和对合伙企业投资增加所致。

截至 2018 年 3 月底，曲江文投资产总额为 488.87 亿元，较年初增加 6.70%，其中流动资产占比 71.52%，非流动资产占比 28.48%，资产结构较年初变化不大。

总体看，受资产整合影响，近三年，曲江文投资产规模小幅波动减少，资产结构以流动资产为主，整体资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

2015~2017 年，曲江文投负债规模波动中有所下降，年均复合减少 9.20%。截至 2017 年底，曲江文投负债总额 314.81 亿元，较年初增加 6.95%，主要系非流动负债增加所致。截至 2017 年底，曲江文投流动负债占比 55.80%，非流动负债占比 44.20%，以流动负债为主。

2015~2017 年，曲江文投流动负债规模波动中有所下降，年均复合减少 8.54%。截至 2017 年底，曲江文投流动负债合计 175.68 亿元，较年初增加 2.76%，主要系短期借款、应付账款等减少所致。曲江文投流动负债主要由应付账款（占比 24.94%）、其他应付款（占比 23.08%）、预收款项（占比 21.52%）和一年内到期的非流动负债（占比 19.21%）构成。

2015~2017 年，曲江文投应付账款波动中有所下降，年均复合减少 15.35%。截至 2017 年底，曲江文投应付账款账面价值为 43.81 亿元，较年初减少 10.07%，主要系城墙公司不纳入合并范围，应付工程款减少所致。2015~2017 年，曲江文投其他应付款波动中有所增长，年均复合增加 4.16%。截至 2017 年底，曲江文投其他应付款账面价值 40.55 亿元，较年初增加 113.57%，主要系新增中海地产借款 14.31 亿元（该款项系中海地产与曲江文投合作开发地产项目而投入的项目库）及其他往来借款增加所致。2015~2017 年，曲江文投预收款项账面价值波动减少，年均复合减少 1.22%。截至 2017 年底，曲江文投预收款项账面价值 37.80 亿元，较年初减少 10.01%，主要系预收的售房款变动所致。2015~2017 年，曲江文投一年内到期的非流动负债账面价值有所增长，年均复合增长 9.88%。截至 2017 年底，曲江文投一年内到期的非流动负债账面价值 33.75 亿元，较年初增加 27.14%，主要为长期债务临近到期结转所致。

2015~2017 年，曲江文投非流动负债规模波动中波动下降，年均复合减少 10.02%。截至 2017 年底，曲江文投非流动负债合计 139.13 亿元，较年初增加 12.76%，主要系长期借款和应付债券增加所致。曲江文投非流动负债主要由长期借款（占比 59.26%）和应付债券（占比 36.66%）构成。

2015~2017 年，曲江文投长期借款有所波动，年均复合减少 3.06%，以抵质押及保证借款为主，主要集中于 2019~2023 年到期。截至 2017 年底，曲江文投长期借款 82.45 亿元，较年初增加 37.39%，主要系质押借款增加所致。2015~2017 年，曲江文投应付债券规模波动下降，年均复合减少 5.94%，主要系部分债券已到期偿付及发行新债所致。截至 2017 年底，曲江文投应付债券 51.00 亿元，较年初增加 1.66%。截至 2017 年底，债券 13 曲江文投 PPN001（期限 5 年，发行金额 10.00 亿元）已到期偿还完毕，存续债券包括 15 曲江文投 MTN001（期限 3 年，发行金额 16.00 亿元）、15 曲江文投 MNT002（期限 5 年，发行金额 10.00 亿元）和 16 曲文 01（期限 3 年，发行金额 15.00 亿元），新发行债券 17 曲文 01（期限 3 年，发行金额 10.00 亿元）。

全部债务方面，2015~2017 年，曲江文投全部债务规模分别为 240.38 亿元、177.15 亿元和 182.67

亿元，年均复合减少 12.83%。截至 2017 年底，曲江文投长期债务 134.62 亿元（占 73.70%），短期债务 48.05 亿元（占 26.30%），曲江文投全部债务以长期债务为主。

2015~2017 年，曲江文投资产负债率呈波动下降趋势，分别为 78.85%、69.63%和 68.71%；同期全部债务资本化比率分别为 70.13%、57.98%和 56.03%，长期债务资本化比率分别为 62.36%、48.26%和 48.43%。得益于永续债的成功发行，所有者权益规模有所增长，2017 年曲江文投债务压力得以大幅减轻。

截至 2018 年 3 月底，曲江文投负债总额为 347.07 亿元，较年初增加 10.25%，其中流动负债占比 64.23%，非流动负债占比 35.77%，债务结构较年初变化不大。

总体看，近年曲江文投整体负债压力较大，2017 年受股东增资及永续债发行的影响，债务压力有所减轻。

（3）所有者权益

2015~2017 年，曲江文投所有者权益规模快速增长，年均复合增长 18.33%，主要系 2016 年全资股东曲江文控增资 5 亿元及 2017 年曲江文投成功发行永续债 16.94 亿元所致。截至 2017 年底，曲江文投所有者权益总额 143.37 亿元，较年初增长 11.69%；其中归属于母公司所有者权益占比 84.15%，少数股东权益占比 15.85%。截至 2017 年底，曲江文投归属于母公司所有者权益合计 120.65 亿元，较年初增长 17.11%。曲江文投归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占比 68.79%）和资本公积（占比 10.69%）构成。

截至 2018 年 3 月底，曲江文投所有者权益为 141.80 亿元，较上年减少 1.09%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益合计 119.46 亿元，占比 84.24%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 69.48%，资本公积占 10.80%。

总体看，曲江文投所有者权益结构稳定性较好。

（4）盈利能力

2015~2017 年，曲江文投实现营业收入分别为 76.02 亿元、80.93 亿元和 70.84 亿元，年均复合减少 3.47%。2015~2017 年，曲江文投实现营业利润 3.80 亿元、2.18 亿元和 3.04 亿元，年均复合减少 10.48%；净利润分别为 3.06 亿元、1.52 亿元和 2.10 亿元，年均复合减少 17.23%。曲江文投各主营业务板块之间盈利能力差异较大，且逐年变化。其中文化旅游经营毛利率相对平稳，文化产业（工程）项目和景区基础设施建设毛利率因投建项目不同而表现较大差异，房地产板块开发的项目类型由定向开发项目转为联合开发项目（永和坊、东方传奇等项目），近年来毛利率保持较高水平。

期间费用方面，2015~2017 年，曲江文投费用总额呈逐年上涨趋势，分别为 10.82 亿元、12.84 亿元和 13.03 亿元，年均复合增长 9.72%，主要系曲江文投运营建设及管理项目量较大，导致各项管理支出较多，同时曲江文投通过银行借款及发行债券的方式筹集资金，曲江文投利息负担较重。2017 年，曲江文投费用总额中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 15.89%、36.58%和 47.53%。2015~2017 年，曲江文投费用收入比分别为 14.23%、15.86%和 18.39%，呈逐渐上升趋势但比例较小，曲江文投费用控制能力较好但有所弱化。2015~2017 年，曲江文投实现营业利润率分别为 16.02%、12.61%和 15.47%，波动中有所下降；曲江文投实现总资产收益率分别为 2.21%、2.97%和 3.24%；总资产报酬率分别为 1.80%、2.35%和 2.54%，均呈逐年增长趋势。曲江文投盈利能力较为稳定，但处于较弱水平。2018 年 1~3 月，曲江文投实现营业收入 8.54 亿元，净利润-1.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.10 亿元。

总体看，曲江文投营业收入规模较大，费用控制能力较好，但主营业务盈利能力较弱。

（5）现金流

2015~2017 年，曲江文投经营活动产生的现金流量净额分别为-0.31 亿元、-11.12 亿元和-22.40 亿元，呈持续净流出状态，主要系报表合并范围变化，资金回笼情况不理想，以及资金往来较为频繁所致。2015~2017 年，曲江文投投资活动产生的现金流量净额分别为 0.89 亿元、13.70 亿元和-20.80 亿元，2016 年较上年增长 12.81 亿元，主要系文化产业工程逐渐完工投入使用及综合服务能力提高使投资收益增加所致，2017 年投资活动净现金流由正转负，呈大额净流出状态，主要系城墙公司不再纳入合并范围及投资业务资金流出所致。2015~2017 年，曲江文投筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.62 亿元、6.58 亿元和 61.62 亿元，2016 年较上年减少 22.03 亿元，主要系曲江临潼旅游不再纳入合并报表、银行借款减少以及部分长期借款到期所致，2017 年较上年增长 55.04 亿元，主要系曲江文投发行新债及增加银行长期借款所致。2015~2017 年，曲江文投现金收入比分别为 70.02%、79.11%和 92.23%，获现能力偏弱但有所增强。

2018 年 1~3 月，曲江文投经营活动产生的现金流量净额为 7.67 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-15.42 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 13.99 亿元。

总体看，近三年，曲江文投经营活动产生的现金流量持续呈净流出状态，经营获现能力偏弱；受合并范围内子公司变动及投资收益规模变化的影响，投资活动产生的现金流量净额由正转负；随着计划投资项目的推进，预计筹资活动仍将维持在较大规模，融资压力较大。

（6）偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017 年，曲江文投流动比率分别为 1.66 倍、1.71 倍和 1.81 倍；速动比率分别为 0.87 倍、1.14 倍和 1.16 倍。近三年，曲江文投流动比率逐渐上升，处于较高水平，但曲江文投流动资产中存货占比高，因此速动比率一般。2015~2017 年，曲江文投现金短期债务比为 1.09 倍、1.41 倍和 1.82 倍，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，曲江文投全部债务资本化比率分别为 70.13%、57.98%和 56.03%，呈逐年减少趋势。2015~2017 年，曲江文投 EBITDA 分别为 11.73 亿元、13.76 亿元和 14.03 亿元，年均复合增长 9.35%；EBITDA 利息倍数²⁰分别为 2.84 倍、1.69 倍和 1.73 倍，呈波动减少趋势；EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.08 倍和 0.08 倍，有所增长，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力有待提高。曲江文投长期偿债能力一般。

总体看，曲江文投短期偿债能力强，长期偿债能力一般。

（7）过往债务履约情况和或有事项

截至 2018 年 6 月底，曲江文投对外担保 149.56 亿元。其中被担保企业为西安开元临潼投资发展有限公司（以下简称“开元临潼投资”），担保总额 64.20 亿元。对外担保集中度高，存在大额代偿风险。

截至 2018 年 6 月底，曲江文投获得授信额度 190.01 亿元，已使用 79.12 亿元，间接融资渠道通畅。

根据曲江文投提供的中国人民银行出具的企业信用报告（中征号：6101010000114903），截至 2018 年 8 月 15 日，曲江文投无未结清不良信贷信息记录。

（8）担保能力

以 2017 年底的相关财务数据为基础，曲江文投净资产为 143.37 亿元，对本次优先级证券本金 5.28 亿元的保护倍数为 27.15 倍；曲江文投 2017 年营业收入为 70.84 亿元，对本次优先级证券本金

²⁰ EBITDA 利息保障倍数：曲江文投无法提供合并口径下资本化利息，因此此处使用曲江文投本部口径资本化利息计算。

的保护倍数为 13.42 倍；曲江文投 2017 年 EBITDA 为 14.03 亿元，对本次优先级证券本金的保护倍数为 2.66 倍。曲江文投净资产、营业收入和 EBITDA 对本专项计划优先级证券本金的保护程度较高。

综上所述，曲江文投受资产整合影响，近年资产规模小幅波动减少，债务负担较重；主营业务盈利能力及经营获现能力偏弱；从财务表现看短期偿债能力强，长期偿债能力一般。考虑到曲江文投作为曲江新区“文化立区、旅游兴区”发展战略的重要执行主体，在业务运营、项目投融资等方面获得了地方政府的大力支持，未来，曲江文投有望获得更大的发展机遇。整体看，曲江文投担保履约能力很强。

六、借款人分析

本专项计划的借款人为曲江建设、圣境商务和圣境物业。

1. 曲江建设

(1) 企业概况

曲江建设成立于 2006 年 4 月，原名西安曲江建设有限公司，初始注册资本为 1,065.00 万元。经多年发展，截至 2017 年底，曲江建设注册资本为 80,000.00 万元。曲江文投为曲江建设的控股股东。

曲江建设经营范围主要包括基础设施、旅游景区开发、经营；房地产开发；房屋租赁；物业管理；旅游、城市建设、房地产、工业、商业、高科技项目的投资（不得以公开方式募集资金，仅限以自有资产投资）；土地开发；受委托实施旧城及城中村改造等。

注册地址：西安曲江新区雁翔路 3168 号雁翔广场 1 号楼 15 层；法定代表人：聂虎。

(2) 经营分析

曲江建设业务板块主要由文化旅游板块、文化产业（工程）项目板块、景区基础设施建设板块和房地产板块构成。主营业务收入方面，2015~2017 年，曲江建设主营业务收入波动增长，分别为 33.63 亿元、42.56 亿元和 38.17 亿元，年均复合增长 6.54%，波动主要来自景区基础设施建设板块。2015~2017 年，景区建设板块收入占主营业务收入比重分别为 59.42%、73.14%和 70.99%，景区基础设施建设板块收入分别为 19.98 亿元、31.13 亿元和 27.10 亿元，年均复合增长 16.46%，其中 2016 年景区基础设施建设类项目多达到收入确认条件，且城市服务类收入逐年增长。

毛利率方面，2015~2017 年，曲江建设主营业务综合毛利率持续下降，分别为 13.00%、12.17%和 17.41%，2017 年同比增加 5.25 个百分点，主要系景区基础设施建设板块毛利率上升所致。2015~2017 年，曲江建设景区基础设施建设毛利率分别为 15.10%、9.11%和 13.66%，2017 年同比增加 4.54 个百分点，基础设施类项目均为回购类或市政类项目，毛利率均较低。

总体看，受景区基础设施建设项目完成进度及收入确认的影响，近年来曲江建设营业收入有所波动，同时综合毛利率水平有所上升。

(3) 财务分析

2015~2017 年，曲江建设资产规模不断增长，年均复合增长 7.58%。截至 2017 年底，曲江建设资产总额 139.07 亿元，较年初增长 14.34%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 83.76%，非流动资产占比 16.24%，资产结构以流动资产为主。2015~2017 年，曲江建设负债规模有所增长，年均复合增长 7.42%。截至 2017 年底，曲江建设负债总额 117.94 亿元，较年初增长 11.28%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占比 83.15%，非流动负债占比 16.85%，负债结构以流动负债为主。2015~2017 年，曲江建设资产负债率分别为 85.06%、87.14%和 84.81%，债务负担重。2015~2017

年，曲江建设所有者权益规模波动增长，年均复合增长 8.48%。截至 2017 年底，曲江建设所有者权益总额 21.13 亿元，较年初增加 35.05%，主要系 2017 年 6 月曲江文投对曲江建设增资 4.23 亿元。2015~2017 年，曲江建设营业收入有所波动，年均复合增长 6.06%。其中，2017 年曲江建设营业收入 38.40 亿元，同比减少 10.24%，主要系景区基础设施建设板块收入波动所致。2015~2017 年，曲江建设净利润波动中有所下降，年均复合减少 4.18%。2017 年，曲江建设净利润 1.65 亿元，同比增加 9.94%，主要系营业外收入增加所致。2015~2017 年，曲江建设营业利润率逐年增加，分别为 9.10%、9.63%和 12.75%。2015~2017 年，曲江建设费用收入比分别为 5.32%、6.20%和 8.79%，费用控制能力较强，但有所弱化。

偿债能力方面，2015~2017 年，曲江建设流动比率分别为 1.18 倍、1.12 倍和 1.19 倍，速动比率分别为 0.46 倍、0.56 倍和 0.62 倍；长期偿债能力方面，2015~2017 年，曲江建设 EBITDA 为 3.34 亿元、3.02 亿元和 3.85 亿元，EBITDA 全部债务比为 0.15 倍、0.22 倍和 0.14 倍，曲江建设 EBITDA 对债务本金的覆盖能力一般；EBITDA 利息倍数为 6.70 倍、2.39 倍和 3.05 倍。总体看，曲江建设长短期偿债能力均一般。

截至 2018 年 3 月底，曲江建设资产总额 147.19 亿元，负债总额 126.10 亿元；所有者权益合计（含少数股东权益）21.08 亿元，归属于母公司所有者权益 18.50 亿元。2018 年 1~3 月，曲江建设实现营业收入 2.13 亿元，净利润-0.06 亿元。2018 年 1~3 月，曲江建设经营活动产生的现金流量净额为 3.44 亿元。

总体看，曲江建设近年来资产规模呈快速增长趋势；债务负担重；营业收入规模有所波动，主营业务盈利能力较弱；整体偿债能力一般。

2. 圣境商务

圣境商务成立于 2006 年 6 月，初始注册资本 200.00 万元，股东为西安曲江国际会展有限公司。经过投资人变更与增资，截至 2017 年底，圣境商务注册资本 500.00 万元，股东为西安曲江圣境城市发展服务有限公司。

圣境商务具有物业管理企业一级资质。圣境商务管理的项目类型有会展中心、写字楼、CBD 核心区、大型商业文化休闲广场、生态林看护等，重点管理项目集中在西安市。

2015~2017 年，圣境商务资产规模快速增长，年均复合增长 33.01%。截至 2017 年底，圣境商务资产总额 1,977.94 万元，较年初增长 6.72%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 94.47%，非流动资产占比 5.53%。2015~2017 年，圣境商务负债规模快速增长，年均复合增长 57.49%。截至 2017 年底，圣境商务负债总额 1,095.88 万元，全部为流动负债，较年初增长 10.91%，主要系预收款项和应付圣境城服务股利增加所致。2015~2017 年，圣境商务资产负债率分别为 35.79%、53.31%和 55.41%，无有息债务，债务负担尚可。2015~2017 年，圣境商务营业收入快速增长，年均复合增长 49.18%。2017 年，圣境商务营业收入 5,485.49 万元，同比增长 21.90%，主要系文化旅游经营收入增加所致。2015~2017 年，圣境商务净利润有所波动，年均复合增长 7.60%，主要系营业收入增加所致。2017 年，圣境商务净利润 273.16 万元，同比减少 4.13%，主要系营业成本增幅高于营业收入所致。2015~2017 年，圣境商务营业利润率持续下降，分别为 21.83%、15.69%和 12.08%。2015~2017 年，圣境商务费用收入比分别为 11.03%、8.18%和 6.22%，费用控制能力逐渐增强。截至 2018 年 3 月底，圣境商务资产总额 2,274.74 万元，负债总额 1,309.97 万元；所有者权益合计（含少数股东权益）964.76 万元。2018 年 1~3 月，圣境商务实现营业收入 1,385.25 万元，净利润 82.70 万元。

总体看，圣境商务近年来资产规模呈快速增长趋势；债务负担较轻；营业收入呈持续增长趋势；

费用控制能力逐年增强。考虑到底层资产收入占圣境商务收入比例较高，圣境商务自身偿债能力主要依赖于底层资产预期现金流的实现情况。

3. 圣境物业

圣境物业成立于 2005 年 8 月，初始注册资本 100.00 万元，控股股东为西安唐华旅游景观开发公司，出资 80 万元。经过投资人变更及增资，截至 2017 年底，圣境物业股东为西安曲江圣境城市发展服务有限公司，注册资本 600.00 万元。

圣境物业具有物业管理企业一级资质。圣境物业管理的项目类型有高档社区、CBD 核心区写字楼、大型商业文化休闲广场、市政道路保洁、学校、大型垃圾压缩站、城市运动公园、餐厅等。

2015~2017 年，圣境物业资产规模有所增长，年均复合增长 16.04%。截至 2017 年底，圣境物业资产总额 6,612.31 万元，较年初增长 21.01%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 86.81%，非流动资产占比 13.19%。2015~2017 年，圣境物业负债规模有所增长，年均复合增长 23.17%。截至 2017 年底，圣境物业负债总额 4,810.41 万元，较年初增长 30.78%，负债全部为流动负债。2015~2017 年，圣境物业资产负债率分别为 64.57%、67.32%和 72.75%，无有息债务，债务负担尚可。2015~2017 年，圣境物业营业收入快速增长，年均复合增长 13.97%，主要系文化旅游经营收入增加所致。2017 年，圣境物业营业收入 12,668.54 万元，同比增长 13.53%。2015~2017 年，圣境物业净利润不断增长，年均复合增长 3.88%，主要系营业收入增长所致。2017 年，圣境物业净利润 846.35 万元，同比增长 1.93%。2015~2017 年，圣境物业营业利润率分别为 17.99%、17.06%和 15.15%，呈逐年降低趋势。2015~2017 年，圣境物业费用收入比分别为 7.88%、7.74%和 6.88%，费用控制能力尚可。截至 2018 年 3 月底，圣境物业资产总额 5,574.56 万元，负债总额 3,564.66 万元；所有者权益合计（含少数股东权益）2,009.90 万元。2018 年 1~3 月，圣境商务实现营业收入 3,856.07 万元，净利润 208.00 万元。

总体看，圣境物业近年来资产规模呈快速增长趋势；债务负担轻；营业收入呈持续增长趋势；费用控制能力较好。考虑到底层资产收入占圣境物业收入比例较高，圣境物业自身偿债能力主要依赖于底层资产预期现金流的实现情况。

七、法律风险分析

本期资产支持证券是根据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国合同法》、《证券投资基金法》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《中华人民共和国担保法》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及《资产证券化基础资产负面清单指引》等现行法律、法规和证监会的有关规定设立。

北京奋迅出具的法律意见书显示，曲江文投、曲江建设、圣境物业、圣境商务、圣境城服及其他参与方均具备履行相应职责的法律主体资格、资质及权限。本次专项计划的底层基础资产系指特定期间内出质人依据特定物业服务合同享有的特定物业服务合同物业费债权。根据对特定物业服务合同的核查，法律意见书认为，特定物业服务合同及底层基础资产合法有效，圣境商务和圣境物业依据特定物业服务合同为特定物业业主提供物业管理服务，合法拥有底层基础资产。本专项计划基础资产为原始权益人依据《委托贷款合同》享有的委托贷款债权及其附属权利，包括但不限于向基础债务人收取贷款本金、利息、违约金、滞纳金、损害赔偿金的权利和要求保证人、出质人履行担保义务的权利等。经北京奋迅适当核查，基础资产真实、合法、有效，权利归属明确、完整且可特定

化，不涉及任何诉讼、仲裁或执行程序，亦未附带任何担保负担或者其他权利限制，基础资产不存在法定或约定不得转让的情形，原始权益人可依据《资产买卖协议》向专项计划转让基础资产。专项计划的信用增级安排符合《管理规定》的有关规定，信用增级安排的相关义务人均是有效存续的企业法人，并已经取得了履行担保的内部授权，可以按照《标准条款》、《委托贷款合同》、《保证合同》和《质押合同》的约定有效履行相关义务。

联合评级认为本专项计划的设立符合各项法律法规，各参与方均具有参与专项计划的相应法律资格；基础资产真实、合法、有效，原始权益人可依据《资产买卖协议》向专项计划转让基础资产。

八、其他参与方

1. 原始权益人

本专项计划的原始权益人为圣境城服。圣境城服成立于 2011 年 4 月，注册资本 2,200 万元，由曲江建设 100%控股。

截至 2018 年 3 月底，圣境城服资产总额 8,940.51 万元，负债总额 3,984.92 万元；所有者权益合计（含少数股东权益）4,955.58 万元，归属于母公司所有者权益 4,955.58 万元。

总体看，圣境城服作为曲江建设全资控股公司，应能履行其作为原始权益人出让基础资产的义务；除出让基础资产外圣境城服在本专项计划中基本不承担其他责任，因其自身经营状况对优先级资产支持证券的正常兑付产生影响的可能性极小。

2. 计划管理人

本专项计划的计划管理人为长江资管。作为计划管理人，长江资管的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到其对本交易的尽职履约能力。

长江资管成立于 2014 年 9 月 16 日，经中国证监会《关于核准长江证券股份有限公司设立资产管理子公司的批复》（证监许可【2014】871 号）批准，由长江证券股份有限公司（以下简称“长江证券”）出资人民币 10 亿元，在原长江证券资产管理总部的基础上成立。2015 年 2 月 13 日，长江资管取得经营证券业务许可证，目前长江资管的经营范围为：证券资产管理业务、公开募集证券投资基金管理业务及经证监会批准的其它业务。

长江资管前身为长江证券资产管理总部自 2001 年即开始从事资产管理业务，拥有 17 年的资产管理经验，涵盖了股票、固定收益、量化投资（金融工程）等各个领域。

截至 2018 年 1 月底，长江资管资产管理规模为 1,635.46 亿元。其中，集合产品 619.22 亿元，定向产品 839.17 亿元，专项产品 34.53 亿元，公募产品 142.54 亿元。

在业务创新方面，2016 年 1 月，长江资管获得公开募集证券投资基金管理业务资格，2 只公募基金产品成功发行。长江资管在传统证券资产管理业务的基础上，逐渐在资产证券化、专户投资、集合理财等方面建立竞争优势。

在风险管理方面，长江资管在资产管理业务与自营业务、经纪业务及投资银行业务建立了“防火墙”，避免了各业务之间的利益冲突和利益输送。长江资管客户资金与自有资金在账户管理、会计核算、资金划付等方面实行了严格的分立管理，并通过对客户资金实行封闭式运作和集中式管理，确保客户资金与自有资金的严格分离。长江资管自营账户与资产管理业务的账户是严格分开的，分别由自营部门与资产管理部独立管理和操作。自有资金与客户资金的划转与核算是严格独立、相互分开，不允许存在混合操作的现象。

联合评级认为，长江资管在资产管理方面积累了较多经验，建立了较为完善的风险管理机制，本专项计划因计划管理人丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很小。

3. 监管银行/受托银行

本专项计划的监管银行/受托银行为浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）西安分行。截至 2017 年底，浙商银行注册资本为 179.60 亿元，浙江省金融控股有限公司持有浙商银行的 14.79% 股份，为浙商银行第一大股东。

截至 2017 年底，浙商银行资产总额 15,367.52 亿元，比上年末增加 1,818.98 亿元，增幅 13.43%；负债总额 14,470.64 亿元，比上年末增加 1,596.85 亿元，增幅 12.40%。2017 年，浙商银行实现营业收入 342.64 亿元，较上年增加 6.11 亿元，增长 1.81%。归属于本行股东的净利润 109.50 亿元，比上年增加 7.97 亿元，增长 7.85%。截至 2017 年底，浙商银行不良贷款余额 77.67 亿元，比上年末增加 16.65 亿元；不良贷款率 1.15%，比上年末下降 0.18 个百分点；拨备覆盖率 296.94%，比上年末提高 37.61 个百分点；贷款拨备率 3.43%，比上年末下降 0.01 个百分点。截至 2017 年底，浙商银行资本充足率 12.21%，一级资本充足率 9.96%，核心一级资本充足率 8.29%，均满足监管要求。

浙商银行实行积极稳健的风险偏好，主动经营风险，并与全资产经营战略相适应，实行相对垂直的风险管控模式，推行条线风险控制模式，提升风险管控的专业化水平与效率。信用风险方面，浙商银行根据外部经营环境变化和内部经营状况及风险情况，每年年初制定授信业务基本政策，对授信业务行业结构、区域结构、客户结构、重点业务领域等进行调整，并在持续跟踪宏观、行业经济发展趋势的基础上定期调整授信政策。市场风险方面，浙商银行主要采用岗位设置管理、限额控制、对冲、减少风险敞口等措施进行市场风险控制，制定了与业务性质、规模、复杂程度和风险特征相适应的市场风险管理政策和程序，并定期通过压力测试等方法评估交易账户的市场风险。流动性风险方面，浙商银行对全行实行集中管理，对流动性风险进行有效识别、计量、监测、控制和报告。操作风险方面，浙商银行构筑了操作风险管理的“三道防线”，分别为业务部门和其他管理部门、各级内控合规管理部门和 Risk 管理部门、审计部门。浙商银行不断完善全行的风险管理架构、计量方法和管理手段，风险管理水平较高。

总体看，2017 年以来，浙商银行财务状况稳定，业务发展良好，履约和尽职能力情况稳定，本专项计划因保管银行丧失履约能力发生违约的风险很小。

九、结论

联合评级对本专项计划所涉及的底层基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对底层基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本专项计划底层基础资产所涉物业项目数量较多，具有一定的分散性；底层基础资产所涉物业项目近年来收缴率情况较好；底层基础资产预期现金流对优先 A 级资产支持证券本息支出的保障程度较高。曲江文投履约能力很强，其提供的保证担保对优先级资产支持证券的偿还具有很强的保障作用。

综合考虑上述因素，联合评级认为本专项计划优先 A 级资产支持证券预期收益和本金在预期到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 级资产支持证券预期收益和本金在预期到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附件 1 委托贷款还款安排及事件定义

期数	委贷本金（万元）	期数	委贷本金（万元）
1	924	19	1,650
2	1,341	20	1,539
3	1,245	21	1,337
4	1,157	22	1,820
5	998	23	1,755
6	1,382	24	1,663
7	1,360	25	1,473
8	1,245	26	1,887
9	1,069	27	1,877
10	1,500	28	1,763
11	1,410	29	1,585
12	1,325	30	2,048
13	1,140	31	1,996
14	1,595	32	1,902
15	1,544	33	1,702
16	1,448	34	2,182
17	1,267	35	2,140
18	1,695	36	2,036

数据来源：计划管理人提供。

“底层基础资产筛选标准”系指在初始日纳入底层基础资产的物业费债权需满足的如下条件：

- （1）底层基础资产限于出质人依据特定物业服务合同享有的特定物业服务合同物业费债权；
- （2）底层基础资产对应的全部特定物业服务合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成特定物业业主在特定物业服务合同项下合法、有效和有约束力的义务，出质人可根据其条款向特定物业业主主张权利；
- （3）出质人拥有适当的资质为特定物业提供物业管理服务；
- （4）出质人合法拥有底层基础资产，且底层基础资产上未设定质权或其他权利限制；
- （5）出质人未将特定物业服务合同项下全部物业管理服务委托给第三方；
- （6）特定物业业主在物业合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；
- （7）出质人为特定物业服务合同项下物业服务提供方，确认截至初始日已经履行并遵守了特定物业服务合同项下应尽义务，且出质人承诺将持续履行其在特定物业服务合同项下的应尽义务，勤勉尽责地提供合乎特定物业服务合同约定的服务标准的物业服务、收取物业费并按专项计划文件约定及时完成底层基础资产回收款的划转；
- （8）出质人确认，特定物业服务合同对应的物业项目均为已交付使用的物业，且自交付日至初始日的期间不低于 9 个自然月；
- （9）出质人确认和承诺，在专项计划存续期间的任一时点，特定物业服务合同可预期在专项计划存续期间由出质人和特定物业业主续展、更新以及重新签订，出质人持续提供物业管理服务；
- （10）特定物业服务合同物业费债权可以提供合法有效的质押担保；
- （11）底层基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- （12）底层基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序。

“加速归集事件”系指以下任一事件：

- (1) 评级机构出具的保证人主体评级下降到 AA（不含）以下；
 - (2) 任一出质人连续三次未依据《监管协议》的约定及时向监管账户划付特定物业服务合同项下的物业费；
 - (3) 连续三个委托贷款还本日前的监管账户划款日（R-14 日），任一出质人的监管账户的余额不足以覆盖当期委托贷款还本日对应的该出质人应还预期底层基础资产还款金额的。
- 若发生以上任一加速归集事件，底层基础资产的资金归集频率相应变更，具体以《监管协议》的约定为准。

“加速清偿”系指委托贷款加速清偿事件生效，计划管理人宣布专项计划进入加速清偿程序的，基础债务人应提前偿还委托贷款，资产支持证券提前到期，资产支持证券自资产支持证券提前到期日（含该日）不再按照票面利率计息，而以未偿本金余额为基数按票面利率的 1.5 倍按日计付利息，直至以下事件最早出现之日（不含该日）：

- (1) 基础债务人全额偿还剩余委托贷款本息且该等款项已全额划至专项计划账户之日；
- (2) 保证人全额履行保证义务，且相应款项全额划至专项计划账户之日；
- (3) 计划管理人行使质权、处置基础资产所得款项能够按照《标准条款》约定的分配顺序足额偿付优先级资产支持证券预期支付额，且上述款项全额划至专项计划账户之日；
- (4) 专项计划进入加速清偿程序之日后第 180 个工作日。

“委托贷款加速清偿事件”分为发生即自动生效的委托贷款加速清偿事件和发生后需经宣布生效的委托贷款加速清偿事件。

发生即自动生效的委托贷款加速清偿事件系指以下任一事件：

- (1) 基础债务人连续三次未能按期足额偿还委托贷款到期本息，而由保证人履行保证义务；
- (2) 基础债务人未能按期偿还委托贷款到期本息，且保证人截至担保履行日未能履行保证义务，导致专项计划无法按时足额支付优先级资产支持证券预期支付额；
- (3) 任一出质人丧失清偿能力，包括但不限于出质人被迫或主动停业等。

发生后需经计划管理人宣布生效的委托贷款加速清偿事件系指以下任一事件：

- (1) 基础债务人未遵守《委托贷款合同》项下承诺事项，未履行《委托贷款合同》项下的义务或所提供的委托贷款申请资料及手续有虚假成份而可能影响委托贷款安全的情形；
- (2) 任一出质人丧失适当的资质为特定物业提供物业管理服务；
- (3) 除出质人外的基础债务人被迫或主动停业；
- (4) 任一基础债务人被其他债权人因重大债务纠纷起诉（仲裁）或被法院（仲裁机构）作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决，而可能影响委托贷款安全的情形；
- (5) 保证人出现清算、改组、撤销、被宣告破产、被解散等可能影响保证能力的情形；
- (6) 保证人被其他债权人因重大债务纠纷起诉（仲裁）或被法院（仲裁机构）作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决，而可能影响保证能力的情形；
- (7) 圣境城服未按时足额将委托贷款专用账户收取的委托贷款还款本息划付至专项计划账户；
- (8) 专项计划发生托管人辞任或解任事件，且在 90 个自然日内无法委任后续托管人的情形；

(9) 其他计划管理人认为可能影响《委托贷款合同》项下债权实现的情形。

专项计划于委托贷款加速清偿事件生效之日进入加速清偿程序。发生以上任一一起发生即自动生效的委托贷款加速清偿事件的，委托贷款加速清偿事件应视为在该等事件发生之日生效。发生以上任一一起需经宣布生效的委托贷款加速清偿事件的，计划管理人应判断该等事件对资产支持证券投资者利益的影响程度并决定是否宣布委托贷款加速清偿事件生效，该等委托贷款加速清偿事件在计划管理人宣布生效之日生效。委托贷款加速清偿事件生效的，计划管理人宣布委托贷款提前到期，并依据《委托贷款合同》的约定要求基础债务人于委托贷款加速清偿事件生效之日起三十（30）个工作日内清偿委托贷款项下全部未偿本息。

需明确，基础债务人在第 10 个委托贷款还本日或在第 22 个委托贷款还本日行使其提前偿还委托贷款全部或部分剩余本金权利的，不属于发生委托贷款加速清偿事件后的提前清偿，不属于基础债务人的委托贷款加速清偿义务。

附件 2 曲江文投主要财务指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
资产总额(亿元)	484.22	422.71	458.18	488.87
所有者权益(亿元)	102.39	128.36	143.37	141.80
长期债务(亿元)	169.60	119.74	134.62	119.69
全部债务(亿元)	240.38	177.15	182.67	197.84
营业收入(亿元)	76.02	80.93	70.84	8.55
净利润(亿元)	3.06	1.52	2.10	-1.20
EBITDA(亿元)	11.73	13.76	14.03	--
经营性净现金流(亿元)	-0.31	-11.12	-22.40	7.67
现金收入比率(%)	70.02	79.11	92.23	315.42
总资本收益率(%)	2.21	2.97	3.24	--
总资产报酬率(%)	1.80	2.35	2.54	--
净资产收益率(%)	3.17	1.32	1.54	--
营业利润率(%)	16.02	12.61	15.47	26.72
费用收入比(%)	14.23	15.86	18.39	37.73
资产负债率(%)	78.85	69.63	68.71	70.99
全部债务资本化比率(%)	70.13	57.98	56.03	58.25
长期债务资本化比率(%)	62.36	48.26	48.43	45.77
EBITDA利息倍数(倍)	2.84	1.69	1.73	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.05	0.08	0.08	--
流动比率(倍)	1.66	1.71	1.81	1.57
速动比率(倍)	0.87	1.14	1.16	0.96
现金短期债务比(倍)	1.09	1.41	1.82	1.20
经营现金流动负债比率(%)	-0.15	-6.50	-12.75	3.44

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2018年1~3月财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件4 资产支持专项计划信用等级设置及含义

资产支持专项计划信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

资产支持专项计划信用等级的设置及含义		
等级	含义	
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
倒闭级	C 级	不能偿还债务。

注：AA~CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

曲江建设物业费资产支持专项计划

跟踪评级安排

联合评级承诺，在有效期内，联合评级将根据计划管理人及资产服务机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪，根据相关规定，联合评级将保证在受评对象存续期间，在《年度资产管理报告》发布之日两个月内向计划管理人提供一份专项计划的《跟踪评级报告》，并由计划管理人对外进行公告。

本资产支持专项计划如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，联合评级将进行不定期跟踪评级，联合评级将在计划管理人及资产服务机构提供相关资料后两个月内公布跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合评级将根据实际情况，对曲江建设物业费资产支持专项计划信用评级报告进行不定期跟踪评级，并随时据实对受评对象进行信用等级调整。如计划管理人及资产服务机构不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至计划管理人及资产服务机构提供相关资料。

