

深圳益田假日广场资产支持专项计划

优先级资产支持证券 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：阎 玉 yyan01@ccxi.com.cn

项目组成员：张家璇 jxzhang01@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为委托人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对委托人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

评级结果

资产支持证券	发行金额 (亿元)	跟踪期末本金 余额 (亿元)	预期收益率	上次评级结果	跟踪评级结果	期限 (年)
17 益田 A	25.00	22.20	5.7%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	12
17 益田 B	25.36	25.36	7.0%	AA _{sf}	AA _{sf}	12
17 益田次	2.65	2.65	--	--	--	12
合计	53.01	50.21	--	--	--	--
上次评级日	2019 年 6 月 27 日					
设立日	2017 年 2 月 9 日					
跟踪计算日	2020 年 4 月 30 日					
跟踪期	2019 年 6 月 27 日~2020 年 4 月 30 日					

评级观点：中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）基于跟踪期内获得的相关信息，维持“深圳益田假日广场资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”或“专项计划”）资产支持证券“17 益田 A”的信用等级为 AA⁺_{sf}，“17 益田 B”的信用等级为 AA_{sf}。

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

- 益田集团对委贷本息的保证担保；
- 管理人信达证券和托管人建设银行深圳分行经营稳定、财务状况良好，仍保持良好的履约能力。

交易要素

基础资产	由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的，原始权益人依据《南洋商业银行（中国）有限公司委托贷款协议》（2016 委贷深分 28 号）项下对借款人享有的借款债权及其担保权利，现有的和未来的所有债权及其产生的本金、利息、罚息、违约金、损害赔偿金等所有收益，以及为实现上述权利及收益而采取相应担保或补救措施的权利
原始权益人/担保人 1	深圳市益田集团股份有限公司 (以下简称“益田集团”)
担保人 2	益田集团董事长吴群力
借款人/物业持有人/差额支付承诺人	深圳市益田假日广场有限公司 (以下简称“益田假日”)
管理人	信达证券股份有限公司 (以下简称“信达证券”)
委贷监管银行/资金监管银行	南洋商业银行（中国）有限公司深圳分行 (以下简称“南商银行深圳分行”)
托管人	中国建设银行股份有限公司深圳分行 (以下简称“建设银行深圳分行”)
标的物业	益田假日广场
登记机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司

正 面

■ **资产支持证券按约兑付。**跟踪期内，专项计划兑付资产支持证券本金 12,400.00 万元、利息 30,430.86 万元。截至跟踪计算日，本专项计划资产支持证券均已按时足额完成当期本息兑付。

■ **管理人和托管人经营稳定。**跟踪期内，管理人信达证券和托管人建设银行深圳分行经营稳定、财务状况良好，仍能为专项计划的顺利执行提供较好的保障。

关 注

■ **原始权益人/担保人 1 流动性风险。**益田集团作为本专项计划原始权益人和担保方，债务规模较大，盈利能力有待提升，面临一定的偿债压力，我们对此保持关注。

■ **疫情风险。**2020 年一季度受新冠疫情影响，专项计划项下物业运营现金流不达预期，益田假日就现金流差额部分已经履行差额补足义务，中诚信国际将继续关注新冠疫情对物业运营的影响。

■ **国内宏观经济及商业地产景气度的影响。**未来国内宏观经济及商业地产也存在阶段性下行的可能性，标的物业的市场价值或将出现一定波动，可能会影响对 17 益田 A 和 17 益田 B 本息兑付的保障。

概况数据（亿元、%、倍）

益田集团	2017	2018	2019	2020.3
总资产	443.42	406.78	401.32	392.98
所有者权益合计	112.09	106.29	110.77	107.83
总负债	331.34	300.49	290.55	285.15
总债务	247.07	234.99	178.02	179.07
营业总收入	33.17	39.88	43.29	2.37
净利润	2.28	3.03	3.77	-2.94
EBIT	14.31	19.38	18.17	-
EBITDA	15.96	21.21	20.58	-
经营活动净现金流	-3.06	9.76	5.80	-0.19

营业毛利率	57.30	65.03	44.48	50.17
总资产收益率	3.87	4.56	4.58	-
资产负债率	74.72	73.87	72.40	72.56
总资本化比率	68.79	68.86	61.64	62.41
总债务/EBITDA	15.48	11.08	8.65	-
EBITDA 利息保障倍数	1.14	1.08	1.10	-

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益；2、中诚信国际根据益田集团 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财报整理。

评级模型

评级方法和模型	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
模型结果	17 益田 A AA ⁺ _{sf} 17 益田 B AA _{sf}

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在专项计划的存续期内对资产支持证券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

交易结构概要

本专项计划由信达证券于 2017 年 2 月 9 日设立，基础资产系由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的，原始权益人依据《南洋商业银行（中国）有限公司委托贷款协议》（2016 委贷深分 28 号）项下对借款人享有的借款债权及其担保权利，现有的和未来的所有债权及其产生的本金、利息、罚息、违约金、损害赔偿金等所有收益，以及为实现上述权利及收益而采取相应担保或补救措施的权利。基础资产层面，贷款人南商银行深圳分行接受益田集团委托向益田假日提供 53.01 亿元的委托贷款；益田集团将持有的益田假日全部权益质押，计划管理人信达证券为唯一质权人；益田假日将其所持有的物业资产益田假日广场抵押给委贷监管银行南商银行深圳分行。同时，益田集团、益田集团董事长吴群力就借款人益田假日所承担的委贷本息支付义务提供不可撤销的连带责任保证担保。此外，益田假日作为差额支付承诺人，就委贷监管账户自然季度内归集的标的物业经营收益低于对应季度标的物业经营收益预测值部分承担差额支付义务；益田集团对前述差额支付义务提供不可撤销的连带责任保证担保。

本专项计划发行规模为 53.01 亿元，设置了优先级资产支持证券——17 益田 A（证券代码：116506.SZ）、17 益田 B（证券代码：116507.SZ）、和次级资产支持证券——17 益田次（证券代码：116508.SZ），预期收益率及预期到期日如下表所示。

表 1：专项计划产品结构（亿元、年）

资产支持证券	发行金额	预期收益率	期限
17 益田 A	25.00	5.7%	12
17 益田 B	25.36	7.0%	12
17 益田次	2.65	--	12
合计	53.01	--	--

资料来源：中诚信国际整理

表 2：17 益田 A 还本计划（亿元）

兑付日	还本金额	兑付日	还本金额
2017 年 9 月 30 日	0.54	2018 年 9 月 30 日	1.02
2019 年 9 月 30 日	1.24	2020 年 9 月 30 日	1.48
2021 年 9 月 30 日	1.71	2022 年 9 月 30 日	1.95
2023 年 9 月 30 日	2.21	2024 年 9 月 30 日	2.47
2025 年 9 月 30 日	2.75	2026 年 9 月 30 日	3.04
2027 年 9 月 30 日	3.24	2028 年 9 月 30 日	3.35

注：兑付日如遇法定节假日或休息日顺延至其后的第一个工作日；

资料来源：信达证券提供，中诚信国际整理

17 益田 A 按年付息并按年固定还本，还本计划见表 2；17 益田 B 按年付息，到期一次性还本。最后一期优先级资产支持证券本金全部偿付完毕后，剩余专项计划资产全部分配给 17 益田次持有人。

资产支持证券的兑付

基于跟踪计算日 2020 年 4 月 30 日及之前获得的资产服务机构、计划管理人、托管人相关报告及其他信息资料，跟踪期内本专项计划资产支持证券的兑付信息如下（详见下表）。

表 3：优先级资产支持证券跟踪期利息兑付情况（万元）

优先级资产支持证券	第三次兑付（2019 年 9 月 30 日）	
	本金	利息
17 益田 A	12,400.00	13,067.95
17 益田 B	--	17,362.91
合计	12,400.00	30,430.86

资料来源：《收益分配报告》，中诚信国际整理

跟踪期内，本专项计划于 2019 年 9 月 30 日进行了第三次兑付，具体见上表。其中兑付 17 益田 A 本金 12,400.00 万元，分配 17 益田 A 收益 13,067.95 万元；分配 17 益田 B 收益 17,362.91 万元。截至跟踪计算日，专项计划账户余额 34.38 万元¹。

¹ 未考虑合格投资资金。

物业资产运营跟踪及回款分析

益田假日所持物业益田假日广场位于深圳市南山区深南大道 902 号,地处深圳华侨城核心地段。

标的物业现金流按月归集至委贷监管户,按季划转至托管户,委托贷款按年还本付息。

基于跟踪计算日及之前获得的计划管理人及监管户流水、托管人相关报告、托管户流水及其他信息资料,跟踪期内,借款人预计应归集资金为 47,955.99 万元,实际归集资金为 41,479.74 万元。受新冠疫情影响,标的物业 2020 年一季度现金流不达预期,就 2020 年一季度实际产生现金流与预测值差额部分,益田假日履行了差额支付义务,支付资金 10,493.48 万元。

表 4: 跟踪期内委贷监管账户回款情况(万元)

归集期间	标的物业运营现金流预期流入	标的物业运营现金流实际流入
2019 年二季度	11,358.32	13,068.38
2019 年三季度	11,473.04	12,553.70
2019 年四季度	12,037.81	13,264.33
2020 年一季度	13,086.82	2,593.34
合计	47,955.99	41,479.74

资料来源:信达证券提供,中诚信国际整理

根据专项计划的安排,在每一个季度还款日,委贷监管账户将相应季度预算内物业运营支出对应金额从委贷监管账户划转至益田假日指定账户。

表 5: 跟踪期内委贷监管账户物业运营支出情况(万元)

支付成本期间	标的物业运营成本预期流出	标的物业运营成本实际流出
2019 年二季度	3,193.86	3,193.86
2019 年三季度	3,043.34	-
2019 年四季度	3,500.34	3,500.34
2020 年一季度	3,654.83	3,654.83
合计	13,392.37	10,349.03

注:由于 2019 年三季度存在兑付,根据交易结构的设置,2019 年三季度益田集团需放弃物业运营支出返还的权利。

资料来源:信达证券提供,中诚信国际整理

委贷监管账户资金支出预算内运营支出后,剩余资金转入专项计划账户用于提前偿还委托贷款利息。尽管委托贷款按年还本付息,但在每个结息年度期间的 10 月、1 月、4 月、7 月,委托人可提前归集/偿还部分利息,期间归集的利息作为当期结

息年度的应付利息一部分,每年 9 月 15 日为结息日。

表 6: 跟踪期内专项计划兑付期间委托贷款

本息兑付情况(万元)

委托贷款归集/兑付日	委托贷款利息	委托贷款本金
2019/7/17	9,878.45	-
2019/9/20	6,318.75	8,490.60
2019/10/17	1,080.66	-
2020/1/17	9,769.82	-
2020/4/23	9,434.90	-
合计	36,482.57	8,490.60

资料来源:委贷监管账户流水、专项计划流水,中诚信国际整理

物业运营方面,截至 2019 年末,益田假日广场出租率 94.44%,全年平均租金水平为 605 元/平方米/月。租金逾期率方面,益田假日广场的租金逾期率处于较低水平,为 0.02%。综上,2019 年全年,益田假日实现营业收入 4.59 亿元,同比增长 4.28%。

2020 年一季度受新冠疫情影响,益田假日广场现金流下跌明显。截至 2020 年 3 月末,益田假日广场出租率为 94.90%²。此外,2020 年一季度,益田假日广场对商户主动减免了租金,当期平均租金水平下降至 496 元/平方米/月。租金逾期率方面,2020 年受新冠疫情影响,益田假日广场对于经营困难的租户延缓租金支付,一季度逾期率为 14%。综上,2020 年 1~3 月,益田假日实现营业收入 1.01 亿元。

整体来看,2019 年益田假日广场经营情况良好,营业收入稳定,在资金核算日,委贷监管账户余额均达到对应季度标的物业经营收益预测值。中诚信国际将持续关注新冠疫情对物业运营的影响。

物业资产价值分析

根据交易结构的设置,若专项计划账户资金无法足额兑付优先级资产这支持证券的本息和相关费用,则本专项计划将以资产处置方式退出。

跟踪期内,物业评估机构广州第一太平戴维斯房地产与土地评估有限公司于 2020 年 4 月 28 日出

² 益田假日广场 2020 年 1~5 月有 1,605.43 平方米正在进行改造。预计 2020 年 7 月底改造部分全部开业。

具的《房地产估价报告》显示，标的物业在评估时点 2019 年 12 月 31 日的市场价值为 89.2273 亿元，较上次评估时点评定的市场价值增长 4.51%。

中诚信国际认为，随着我国经济的持续发展，深圳作为一线城市具有重要地位，聚集了大量社会人口和经济资源，对标的物业益田假日广场的可持续经营、租金回收有一定程度保障。标的物业位于深圳华侨城核心地段，地理位置优越，交通便利，且商业氛围良好，近年来物业运营稳定，出租率较高，在当地商场中排名靠前，未来现金流稳定性基础较好，物业价值未来大幅下降可能性较小。但同时应关注到，未来中国宏观经济及房地产行业也存在阶段性下行的可能性，标的物业的市场价值在未来的某段时间内有可能出现一定幅度的下降。

现金流分析及压力测试

正常景况分析

基于本专项计划的退出模式，我们认为第 4 个兑付日即第一个售回和购回期对应的 17 益田 A 和 17 益田 B 本息偿付压力相对较大，故本专项计划处置标的物业获得的现金流入对 17 益田 A 和 17 益田 B 本息兑付的最小覆盖倍数应出现于第 4 个兑付日即第四年末。在正常景况中，假设目前的标的物业估值为第四年末退出时标的物业的处置价格。同时，我们还考虑了处置房地产相应产生的税费³影响。在以出售方式退出的情况下，本专项计划现金流入对优先级资产支持证券本金兑付的覆盖倍数为 1.36 倍。

压力景况分析

在压力景况中，我们考虑了商业地产市场景气度大幅下滑，标的物业公允价值下降可能会对优先级资产支持证券所产生的不利影响。

基于前述正常境况，我们取专项计划标的物业在第四个兑付日以资产处置方式退出时标的物业估值最大跌幅为 7.89%。为了更好的测试 17 益田 A 和 17 益田 B 本金获得按时偿付能够承受的压力，

我们以上述最大跌幅为基准，依次乘以不同压力倍数，对应的标的物业公允价值累计跌幅亦增至 15.78%（7.89*2.00）、23.67%（7.89*3.00）。

表 7：压力景况下处置能力分析

压力倍数	标的物业公允价值跌幅	17 益田 A 本金覆盖倍数	优先级证券本金覆盖倍数
1.00	7.89%	2.78	1.25
2.00	15.78%	2.54	1.14
3.00	23.67%	2.30	1.03

资料来源：中诚信国际整理

基于以上压力景况的安排，专项计划在第 4 个兑付日发生售回和购回时当期现金流入对 17 益田 A 本金兑付的最小覆盖倍数分别为 2.78 倍、2.54 倍和 2.30 倍，对 17 益田 A 和 17 益田 B 本金兑付的最小覆盖倍数分别为 1.25 倍、1.14 倍和 1.03 倍。在同等标的物业公允价值累计跌幅情形下，对应的第 7、10 个兑付日专项计划现金流入对 17 益田 A 和 17 益田 B 本金兑付的覆盖倍数均高于上述最小覆盖倍数。

原始权益人/担保人 1 信用质量分析

跟踪期内，益田集团股权结构发生变化，益田集团股东具体持股比例如下表所示。截至 2020 年 3 月末，益田集团注册资本仍为 65,000.00 万元，益田集团大股东为群伟实业，实际控制人为自然人吴群力先生。

表 8：截至 2020 年 3 月末益田集团股东及持股情况

（万元、%）

股东名称	股本	持股比例
深圳市群伟实业发展有限公司	35,295.64	54.30
北京融智高能科技中心（有限合伙）	29,250.00	45.00
蔡越成	454.36	0.70
合计	65,000.00	100.00

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

益田集团主要业务包括房地产开发经营、酒店及商业物业运营、物业服务等。截至 2019 年末，益田集团资产总额为 401.32 亿元，所有者权益为 110.77 亿元，资产负债率 72.40%。2019 年全年益田集团累计实现收入 43.29 亿元，净利润 3.77 亿元，经营性现金净流入 5.80 亿元。

³ 假设税费合计为 30%。

截至 2020 年 3 月末，益田集团资产总额为 392.98 亿元，所有者权益为 107.83 亿元，资产负债率 72.56%。2020 年 1~3 月益田集团累计实现收入 2.37 亿元，净亏损 2.94 亿元，经营性现金净额为 -0.19 亿元。

业务运营

作为一家跨区域房地产企业，益田集团主营业务以房地产开发为主，并辅以商业运营业务、酒店业务等。近年来益田集团最主要收入来源为房地产业务收入，其占营业总收入的比重保持在 67%以上；其次为商业及酒店运营业务，占营业总收入比重均为 27%以上。

表 9：益田集团主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
房地产	23.80	27.08	29.08
商业	6.73	8.57	10.13
酒店	2.53	3.92	3.52
金融业	0.01	-	0.04
文化教育	0.07	0.10	0.15
健康产业	0.02	0.20	0.20
新型产业	-	0.02	0.17
合计	33.16	39.88	43.29
占比	2017	2018	2019
房地产	71.77%	67.90%	67.17%
商业	20.30%	21.49%	23.40%
酒店	7.63%	9.83%	8.13%
金融业	0.03%	-	0.09%
文化教育	0.21%	0.25%	0.35%
健康产业	0.06%	0.50%	0.46%
新型产业	-	0.05%	0.39%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

房地产业务

从房地产开发建设情况看，益田集团近年来新开发建设项目较少，2019 年受益于城市旧改项目——罗湖木头龙御龙壹号项目及北京东直门项目的动工，益田集团项目开发进度有所增强。项目投资方面，截至 2019 年末，益田集团计划总投资 381.20 亿元，已投资 114.92 亿元，尚需投资 266.62 亿元，未来存较大的资本支出压力。

表 10：2017~2019 年末益田集团项目开发情况

（万平方米、个）

指标	2017	2018	2019
期初在建面积	15.62	25.51	25.51
新开工面积	25.51	0	144.67
新开工项目数量	2	0	5
期末在建面积	25.51	25.51	162.68
期末在建项目数量	2	2	6
当期竣工面积	15.62	0	7.5

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

土地储备方面，益田集团主要在深圳市、北京市、上海市等一线城市的核心优良地段获取优质土地，在桂林市、黄山市等旅游资源较丰富的二线城市，以及有深入了解的长春市及东莞市等二线城市进行储备。从土地获取方式来看，益田集团通过城市更新、股权收购、土地出让等方式获取土地，城市更新是益田集团获取土地的主要方式。2019 年新增桂林雁山文旅小镇项目，拿地价格较低，当期新增平均土地成本大幅减少。截至 2019 年末，益田集团土地储备 135.90 万平方米，其中未获得土地证面积为 77.89 万平方米⁴，主要为罗湖木头龙御龙壹号项目、坪山共和城邦项目和桂林雁山文旅小镇项目。

表 11：2017~2019 年益田集团土地储备和新增项目情况

（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2017	2018	2019
新拓展项目	3	6	1
新增土地储备面积	12.40	36.10	41.90
新增土地金额	21.90	61.10	5.00
土地储备总面积	58.00	138.70	135.90
土地储备总金额	96.10	157.20	162.20
新增平均土地成本	17,661	23,008	1,194
新增土地支出金额	10.00	84.50	2.00

注：以上统计均为权益口径。

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，益田集团已支付土地价款 138.97 亿元，未来尚需支付土地价款 51.22 亿元，主要为兰水片区城市更新项目、坪山共和城邦项目、龙岗黄阁坑项目、罗湖木头龙御龙壹号项目、深圳大华飞捷工改工项目土地价款尚未支付。

⁴ 权益口径

表 12：2017~2019 年益田集团项目开发情况

(万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2017	2018	2019
签约销售面积	8.79	4.52	32.81
签约销售金额	20.12	8.89	47.06
签约销售均价	2.29	1.97	1.43
结转收入面积	12.16	3.93	18.16
结转收入	23.38	11.38	26.21

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

从销售情况来看，2019 年益田集团新开盘销售项目 6 个，业态为住宅、商业、公寓、别墅及商铺等，项目总可售面积为 36.66 万平方米，2019 年益田集团销售面积及金额均有所回升。

表 13：截至 2019 年末益田集团在售项目情况（万平方米）

项目名称	业态	区域	持股比例	开盘时间	总可售面积	已售面积	剩余可售面积
坪山共和城邦 1 期	写字楼	深圳	51.00%	2019 年 8 月	518,840.00	24,000.00	494,840.00
大运城邦 7 期	住宅	东莞	80.00%	2017 年 1 月	31,858.00	24,366.00	7,492.00
长春假日天地	公寓	长春	100.00%	2019 年 12 月	33,796.00	11,963.00	21,833.00
松日高科地块	住宅	深圳	55.00%	2019 年 9 月	35,230.00	7,492.00	27,738.00
合计	-	-	-	-	619,724.00	67,821.00	551,903.00

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

从益田集团可售项目情况来看，截至 2019 年末，合计尚余可售面积 55.19 万平方米。从可售项目区域分布看，益田集团可售项目主要分布在深圳和长春；从业态分布来看，益田集团可售项目业态主要为写字楼和住宅，其中大运城邦 7 期主要为别墅，需关注后续去化情况。

益田集团土地储备主要位于深圳大湾区以及北京市、上海市等一线城市和少数二线城市，但其近年来拿地及新开工项目较少，项目销售回款情况不佳。此外，益田集团在建项目资金缺口较大，中诚信国际将持续关注益田集团后续融资情况。

商业及酒店运营业务

除房地产开发外，益田集团还从事商业运营业务和酒店运营业务。截止 2019 年末，益田集团已有在管资产 15 个，总管理面积为 91.13 万平方米，其中自持物业 11 个，总面积为 57.04 万平方米；托管物业 4 个，管理面积 34.90 万平方米。益田集团自持商业物业主要位于深圳市、东莞市、桂林市、西安市等地，2019 年益田集团自持物业实现经营收入 5.58 亿元。益田集团自持商业物业整体出租率较高，2019 年东莞益田假日天地出租率偏低主要为其在计划转型为奥特莱斯，转型期商铺出租情况受到一定影响。

此外，益田集团自营的酒店主要为喜来登、威

斯汀、雅乐轩等中高档酒店；托管物业主要位于深圳，收入模式为物业费收入加商场利润抽成，2019 年益田集团共取得托管收入 2,383.17 亿元。

在建商业地产方面，截至 2019 年末，益田集团在建商业地产项目 2 个，主要为上海假日广场项目和长春益田假日天地项目，建筑规划面积分别为 18.15 万平方米和 10.03 万平方米。上海及长春项目计划总投资 45.50 亿元，已投资 26.42 亿元，尚需投资 19.30 亿元，建成后均由益田集团自营。

表 14：2019 年末益田集团自持物业情况（万元、万平方米、%）

物业资产类型	项目名称	建筑面积	出租率/入住率	年总收入	年租金收入	物业用途
持有型物业	深圳益田假日广场	7.00	97%	45,858.96	29,459.00	商业
	东莞益田假日天地	7.30	75%	5,024.84	2,287.00	商业
	阳朔益田西街	3.20	88%	4,501.89	2,200.00	商业
	贵阳益田假日世界	9.90	95%	75.30	0.00	商业
	西安益田·假日里	8.40	100%	351.82	98.00	商业
合计	-	35.80	-	55,812.82	34,044.00	-
酒店	深圳威斯汀酒店	2.96	80%	16,738.00	-	酒店
	东莞雅乐轩酒店	1.86	48%	2,064.00	-	酒店
	阳朔阿玛瑞酒店	0.57	54%	1,152.00	-	酒店
	长春净月喜来登	7.17	59%	8,429.00	-	酒店
	长春福朋喜来登	3.71	68%	6,829.00	-	酒店
合计	-	21.24	-	35,212.00	-	-

注：1.贵阳益田假日世界计划于 2019 年 12 月部分开业；2.西安益田·假日里开业时间为 2019 年 12 月；

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

整体来看，益田集团自持商业物业出租情况较好，出租率较高，可以对益田集团现金流形成一定补充。

财务分析

从财务表现来看⁵，益田集团土地获取成本较低，综合毛利水平较高，但近年来受销售区域与业态影响，其毛利率呈现一定的下降趋势。2020 年 1~3 月益田集团综合毛利率为 50.17%。

表 15：益田集团主要板块毛利率构成(%)

占比	2017	2018	2019
房地产	56.36	71.22	40.66
商业	51.67	44.38	44.10
酒店	88.60	74.29	84.03
金融业	-285.29	-	-25.28
文化教育	-41.08	-51.74	-24.31
健康产业	-480.48	-1.98	0.38
新型产业	-	18.04	30.77
合计	57.30	65.03	44.48

资料来源：益田集团提供，中诚信国际整理

期间费用方面，益田集团期间费用控制不佳，2019 年期间费用为 21.92 亿元，其中利息支出为益田集团主要费用开支，2019 年其利息支出为 13.36 亿元；同期期间费用率为 50.63%。2020 年 1~3 月

受疫情影响，益田集团期间费用合计 4.09 亿元，期间费用率上涨至 172.49%。

利润总额方面，过高的期间费用挤压了益田集团的盈利空间，2019 年其经营性业务利润为 -6.24 亿元。益田集团经营性业务盈利状况不佳，利润对公允价值变动收益以及投资收益等非经常性损益的依赖性强，2019 年益田集团投资性房地产公允价值变动收益为 5.26 亿元，投资收益为 6.47 亿元，主要系益田集团出售了深圳市将才房地产开发有限公司股权，形成收益 5.53 亿元。综上，益田集团 2019 年实现利润总额 4.80 亿元。2020 年 1~3 月，受疫情影响，益田集团仅实现营业收入 2.37 亿元，利润总额为-2.92 亿元。

从资本结构来看，益田集团近年来负债水平有所下降，但仍处于较高水平。2019 年益田集团资本总额为 401.32 亿元，资产负债率为 72.40%。同期益田集团所有者权益为 110.77 亿元。截至 2020 年 3 月末，受当期亏损影响，益田集团资产总额为 392.38 亿元，所有者权益 107.83 亿元，资产负债率 72.56%。

益田集团资产主要由非流动资产构成，2019 年末非流动资产为 246.56 亿元，占资产总额比重为 61.44%。益田集团非流动资产主要为长期股权投资、投资性房地产和固定资产，近年来三者占非流动资产比重均为 78%以上。2019 年末益田集团长期

⁵ 下列财务分析基于益田集团提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017、2018 年审计报告，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的 2019 年审计报告以及未经审计 2020 年一季度报。后续分析中 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数，所有财务数据均为合并报表口径。

股权投资 25.26 亿元，主要为对 Vantage Beauty Limited 和北京紫金长宁房地产开发有限责任公司投资；投资性房地产 127.48 亿元，主要为持有的商业物业；固定资产 41.79 亿元主要为房屋建筑及设备。此外，益田集团流动资产主要为存货和其他应收款，近年来二者占流动资产比重均为 70% 以上。其中 2019 年末益田集团存货合计 102.21 亿元，主要为项目开发成本；其他应收款 22.67 亿元，主要为对深圳市明光致远实业发展有限公司投资处置应收款，以及对北京益田影人酒店管理有限公司、西安益田假日里商业有限公司、深圳市保润房地产开发有限公司往来款。

益田集团负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及长期借款构成。其中，2019 年末益田集团短期借款均为银行贷款；其他应付款主要为与关联方大连益田世达置业有限公司、CHARMED HOPE LIMITED 公司往来款；长期借款包括银行贷款、信托借款和发行的资产支持专项计划产品。

有息债务方面，益田集团近年来债务规模有所下降，但短期债务比重持续上升。2019 年末益田集团总债务同比减少 19.44%，但短期债务占总债务比重增加了 16.98 个百分点，益田集团短期偿债压力上涨。

表 16: 近年来益田集团现金流及偿债指标情况 (亿元、X、%)

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	-3.06	9.76	5.80	-0.19
销售商品、提供劳务收到的现金	25.12	37.27	38.22	10.95
货币资金/短期债务	0.41	0.15	0.11	0.09
总债务	247.07	234.99	178.02	179.07
短期债务/总债务	18.50	21.39	39.72	41.10
总债务/经调整的 EBITDA	22.89	10.12	11.62	-
经营活动净现金流/总债务	-0.01	0.04	0.03	0.00
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	9.84	6.31	4.66	4.09
经调整的 EBITDA 利息保障倍数	0.77	1.17	0.82	-
经营活动净现金/利息支出	-0.22	0.50	0.31	-
经调整 EBIT 利息保障倍数	1.26	1.19	1.26	-

注：经调整 EBIT=EBIT+资本化利息支出。

资料来源：益田集团财务报表，中诚信国际整理

偿债能力方面，益田集团经营性活动净现金流呈现一定的波动性，2019 年益田集团房地产销售有所恢复，现金流亦呈现净流入状态。益田集团利润总额受公允价值变动收益以及投资收益等非经常性损益影响较大。2019 年经调整的 EBITDA 为 15.32 亿元，经调整的 EBITDA 对债务本息保障程度较弱。

截至 2020 年 3 月末，益田集团共获得银行授信额度合计人民币 227.03 亿元，已使用额度为 195.63 亿元，未使用额度 31.40 亿元，备用流动性较弱。

截至 2020 年 3 月末，益田集团对外担保余额 5.80 亿元，均为对深圳市博大建设集团有限公司担保。益田集团存在一定的或有负债风险。

总的来看，作为一家跨区域房地产企业，益田集团近年来拿地及新开工项目较少，负债水平偏高，面临一定的短期偿债压力。但考虑到益田集团持有商业物业经营状况较好，资质较优，能为其未来经营业绩形成一定支撑，具备一定的偿债能力。益田集团作为担保人可为优先级资产支持证券预期支付额的偿付提供一定的信用支持。

重要参与方履约能力分析

跟踪期内，本专项计划计划管理人信达证券和托管人建设银行深圳分行经营和财务状况良好，履约和尽职能力保持稳定，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

结论

基于截至跟踪计算日 2020 年 4 月 30 日及之前获得的入池基础资产数据、信息，以及产品的预期损失测算结果，同时考虑交易结构的安排，参照中诚信国际资产证券化评级标准，根据我们的测算结果，17 益田 A 和 17 益田 B 的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“深圳益田假日广场资产支持专项计划”项下 17 益田 A 的信用等级为 AA⁺sf，17 益田 B 的信用等级为 AA^{sf}。

附一：深圳市益田集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	188,761.22	74,452.92	75,301.90	68,016.26
其他应收款	607,083.23	384,035.67	226,734.08	223,539.55
存货净额	936,708.04	994,125.45	1,022,131.43	1,054,742.66
长期投资	319,432.86	351,521.82	300,226.71	300,226.71
固定资产	332,125.56	432,919.24	417,867.63	416,764.99
在建工程	0.00	0.00	4,358.27	5,538.53
无形资产	14,871.11	14,682.83	14,434.75	14,342.37
投资性房地产	1,282,679.13	1,219,739.77	1,274,770.27	1,274,770.27
总资产	4,434,211.86	4,067,761.26	4,013,172.93	3,929,798.50
预收款项	32,041.27	13,705.55	27,142.33	43,901.45
其他应付款	240,041.32	168,937.00	520,326.67	470,234.84
短期债务	456,953.19	502,592.13	707,070.95	735,970.95
长期债务	2,013,709.05	1,847,261.74	1,073,122.00	1,054,772.00
总债务	2,470,662.24	2,349,853.87	1,780,192.95	1,790,742.95
净债务	2,281,901.02	2,275,400.95	1,704,891.05	1,722,726.70
总负债	3,313,361.20	3,004,902.12	2,905,451.89	2,851,450.00
费用化利息支出	106,269.27	156,895.57	133,656.75	-
资本化利息支出	33,951.32	39,864.70	52,873.09	-
所有者权益合计	1,120,850.66	1,062,859.14	1,107,721.04	1,078,348.49
营业总收入	331,660.48	398,834.08	432,932.18	23,706.41
经营性业务利润	-69,261.93	-22,385.92	-62,383.02	-29,484.35
投资收益	26,313.83	85,259.57	64,710.71	17.61
净利润	22,777.96	30,276.81	37,744.64	-29,372.55
EBIT	143,104.37	193,808.04	181,668.70	-
EBITDA	159,597.18	212,058.50	205,814.77	-
经调整的 EBITDA	107,914.90	230,384.72	153,197.00	-
经营活动产生现金净流量	-30,555.36	97,577.61	57,968.71	-1,854.40
投资活动产生现金净流量	-650,762.19	-35,138.88	4,836.23	14,057.52
筹资活动产生现金净流量	755,303.36	-169,745.05	-56,827.52	-19,488.76
资本支出	44,524.09	2,625.01	5,182.99	110.75
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	57.30	65.03	44.48	50.17
期间费用率(%)	59.86	60.39	50.63	172.49
EBITDA 利润率(%)	48.12	53.17	47.54	-
经调整的 EBITDA 利润率(%)	32.54	57.76	35.39	-
总资产收益率(%)	3.87	4.56	4.58	-
存货周转率(X)	0.17	0.14	0.26	0.05*
资产负债率(%)	74.72	73.87	72.40	72.56
总资本化比率(%)	68.79	68.86	61.64	62.41
净负债率(%)	203.59	214.08	153.91	159.76
短期债务/总债务(%)	18.50	21.39	39.72	41.10
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	0.04	0.03	0.00*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.07	0.19	0.08	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.22	0.50	0.31	-
总债务/EBITDA(X)	15.48	11.08	8.65	-
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.42	0.29	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.14	1.08	1.10	-
总债务/经调整 EBITDA(X)	22.89	10.20	11.62	-
经调整 EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.46	0.22	-
经调整 EBITDA 利息保障倍数(X)	0.77	1.17	0.82	-

注：带*指标已经年化处理。

附二：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	经调整的 EBITDA	=EBITDA-公允价值变动损益
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 (净资产回报率)	=EBIT/净资产平均余额
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	经调整的 EBITDA 利息保障倍数	=经调整的 EBITDA/利息支出
	受限资产比例	=受限资产净值合计/资产总额

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附三：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC_{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC_{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C_{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级及以下等级外，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。