

## 摘要

近年来，为抑制房地产领域过热、房价高企的现象，中央逐步收紧对房地产领域的管制，在此背景下，房企开始探索创新的融资渠道，以满足企业业务开展的资金需求，而在 2017 年以来，政府在出台的多份政策指引以及各大会议中均提及了供应链金融在解决中小微企业融资困难问题中的重要地位，并鼓励社会企业及金融机构积极探索创新的供应链金融工具，紧跟着深交所发布了应收账款 ABS 的相关指南。基于监管的调控及金融工具的创新，供应链金融资产证券化作为结合供应链金融融资及资产证券化融资两者优势的创新型融资方式也成为房企融资的新选项。

本文聚焦于对万科供应链金融-38 号 ABS 产品开展案例研究，对万科公司选取供应链 ABS 作为融资渠道的融资动因、资产证券化产品优势、融资成本、融资效益及融资风险进行深入研究，运用文献研究、案例分析、对比分析法及定量分析法总结出万科主要是基于扩张规模、拓宽融资渠道、调节应付账款付款节奏的需求选择了供应链金融资产证券化这一融资方式，而在万科 38A1 的发行过程中其产品优势体现在此次融资选取了优质的保理商、采取了储架发行的模式、充分分散了入池资产以及良好的风险管控制度等方面。在成本与效益方面，万科供应链金融 ABS 承担着略高于传统债务融资方式的融资成本，这一融资方式产生的效益则是提升了万科短期偿债能力、应付账款运营效率等财务指标，有效降低了公司的财务风险并形成了积极的利好效应，推动公司市场价值的提升。此外还梳理分析了本案例产品可能潜在的保理公司违约、现金流偏差及债务人股权变动风险。

通过对本案例的研究分析得出以下结论：供应链金融资产证券化是房地产企业可选择的新型融资渠道，可以满足企业扩张规模、拓宽融资渠道以及调节应付账款付款节奏等需要，并改善其财务报表情况、优化其资本结构，通过一定的产品设计、合作方选择、入池资产筛选及分散、风险控制等手段可以达到优化该融资方式的目的。基于此，本文为房地产企业供应链金融资产证券化融资提供经验借鉴与启示。

关键词：供应链金融；资产证券化；万科股份

## Abstract

In order to curb the phenomenon of overheating and high house prices in the real estate field, the central government has gradually tightened the regulation of the real estate field. Under this background, real estate enterprises began to explore innovative financing channels to meet the capital needs of enterprise business development. Since 2017, the government has mentioned the important role of supply chain finance in solving the financing difficulties of small, medium-sized and micro enterprises in many policy guidelines and conferences, and encouraged social enterprises and financial institutions to actively explore innovative supply chain financial instruments. Since then, Shenzhen Stock Exchange has issued relevant guidelines for ABS of accounts receivable. Based on the regulation of supervision and the innovation of financial instruments, supply chain financial asset securitization, as an innovative financing method combining the advantages of supply chain financial financing and asset securitization financing, has also become a new financing option for real estate enterprises.

This paper focuses on a ABS case of Vanke's supply chain finance as the main research object, makes an in-depth study on the financing motivation, the advantages of Vanke's selection of financing mode, financing cost, financing benefit and financing risk. Through literature research, case analysis, comparative analysis and quantitative analysis, this paper summarizes that Vanke's selection of this financing method is mainly based on expanding the scale, broadening the financing channels To adjust the payment rhythm of accounts payable, in the face of the above needs, Vanke takes supply chain financial ABS as the financing method. In the issuance process of Vanke 38A1, its product advantages are reflected in the selection of high-quality factoring providers, the mode of shelf issuance, the full dispersion of pool assets and good risk management control. In terms of cost and benefit, Vanke supply chain finance ABS bears the financing cost slightly higher than the traditional debt financing method. The benefit of this financing method is to improve Vanke's short-term solvency, accounts payable operation efficiency and other financial indicators, effectively reduce the company's financial risk, form a positive effect, and promote the improvement of the company's market value. In addition, this paper also combs and analyzes the possible potential risks of factoring company default, cash flow deviation and debtor equity change.

Through the research and analysis of this case, the following conclusions are drawn: supply chain financial asset securitization is a new financing channel that can be selected by real estate enterprises, which can meet the needs of expanding the scale of enterprises, broadening financing channels and adjusting the payment rhythm of accounts payable, improve their financial statements, optimize their capital structure, through certain product design, partner selection, pooled assets screening and dispersion, risk control and other means can achieve the purpose of optimizing the financing mode. Based on this, this paper provides experience and Enlightenment for the securitization financing of financial assets in the supply chain of real estate enterprises.

Key words: Supply Chain Finance; Asset Securitization; Vanke Co., Ltd

# 目录

<b>第 1 章 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 供应链金融相关研究.....	3
1.2.2 资产证券化相关研究.....	5
1.2.3 应收账款资产证券化相关研究.....	6
1.2.4 文献评述.....	7
1.3 研究思路与方法.....	8
1.3.1 研究思路.....	8
1.3.2 研究方法.....	9
1.4 创新点与不足.....	10
1.4.1 本文创新点.....	10
1.4.2 本文不足之处.....	10
<b>第 2 章 相关概念及理论</b> .....	11
2.1 供应链金融资产证券化.....	11
2.1.1 供应链金融.....	11
2.1.2 资产证券化.....	11
2.1.3 供应链金融资产证券化.....	12
2.2 房企供应链金融资产证券化.....	12
2.2.1 房企供应链金融资产证券化概念.....	12
2.2.2 房企供应链金融资产支持专项计划特点.....	12
2.2.3 房地产企业供应链金融资产证券化的基本交易结构.....	13
2.3 理论基础.....	14
2.3.1 信号理论.....	14
2.3.2 代理成本理论.....	15
2.3.3 优序融资理论.....	15
<b>第 3 章 案例介绍</b> .....	16
3.1 万科集团基本情况.....	16
3.1.1 行业背景.....	16

3.1.2	万科集团简介.....	16
3.1.3	万科集团融资情况.....	17
3.2	平安证券—方保理万科供应链金融 38 号资产支持专项计划介绍... ..	19
3.2.1	专项计划概况.....	19
3.2.2	主要参与方.....	20
3.2.3	交易结构介绍.....	21
3.2.4	资产池情况.....	22
<b>第 4 章</b>	<b>案例分析.....</b>	<b>25</b>
4.1	万科供应链金融资产证券化融资动因分析.....	25
4.1.1	扩张规模的资金需要.....	25
4.1.2	拓宽融资渠道的需要.....	26
4.1.3	调节应付账款付款节奏的需要.....	28
4.2	万科供应链金融资产证券化产品优势分析.....	29
4.2.1	选取优质的保理商.....	30
4.2.2	采用储架发行模式.....	31
4.2.3	入池资产充分分散.....	32
4.2.4	良好的风险管控制度.....	34
4.3	万科供应链金融资产证券化融资成本效益分析.....	35
4.3.1	降低综合融资成本，助力业务规模扩张.....	35
4.3.2	增强短期偿债能力，缓解资金流转压力.....	37
4.3.3	改善应付账款周转率，优化企业营运效率.....	38
4.3.4	助力公司规模与利润增长，激发企业成长潜力.....	40
4.3.5	优化企业财务结构，降低财务风险.....	41
4.3.6	释放积极信号，提升企业市场价值.....	42
4.4	万科供应链金融资产证券化融资风险分析.....	43
4.4.1	保理公司违约风险.....	43
4.4.2	现金流偏差风险.....	44
4.4.3	债务人股权变动风险.....	44
<b>第 5 章</b>	<b>案例总结与启示.....</b>	<b>46</b>
5.1	万科供应链金融资产证券化融资案例总结.....	46
5.1.1	融资成本总结.....	46
5.1.2	融资效益总结.....	46
5.2	房地产企业供应链金融资产证券化融资案例启示.....	47
5.2.1	重视供应链上下游信息链建设.....	47

5.2.2 注重维系与供应商的合作关系.....	48
5.2.3 合理分散入池资产资金来源.....	48
5.2.4 建立完善的风险管理体系.....	49
参考文献.....	50
致 谢.....	52
个人简历.....	53

# 第 1 章 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

2017 年 10 月我国国务院公告了供应链创新相关的指导文件，文件对供应链领域的发展作出了一定的规划，包含了六大重点任务与六大保障措施，其中积极稳健地开展供应链金融也作为重点发展工作之一。2020 年 9 月人民银行等相关部门共同公布了关于规范供应链金融产业相关的政策意见，其中对供应链金融领域的规范良好发展强调了“六稳”、“六保”等方面的要求，具体包含对配套基建、风险管控、监管体系等方面的相关要求。该意见据此成为了我国供应链金融的指导性文件。2021 年 3 月 5 日发布的年度政府工作报告中，在阐述关于探寻切实解决中小微企业融资困难、融资成本高等方面的内容时，着重提到了供应链金融在这其中的潜力，并鼓励进行金融模式的创新。同年 3 月 12 日，《十四五规划》发布，规划也提出了要推动供应链金融发展。

而与此相对的是逐步趋严的房地产企业融资政策，2017 年末深交所发布了两则关于应收账款 ABS 的指南，用于对应收款 ABS 相关的金融业务操作进行规范，并对基础资产池和信息披露等关键环节采取了严格管控的政策办法。2018 年初银监会通过公布商业银行委托贷款相关的规范文件对私募基金用银行委托贷款这一形式向房地产企业进行融资的行为作出严格限制，由此限制了房地产企业融资的一大途径。同年 1 月在银监管理的工作会议上，相关部门对房地产领域存在的贷款乱象作出了严厉限制，并提出需要提高我国房地产开发贷的申请门槛。2020 年 8 月住建部、人行就房地产领域的相关问题筹办了房企座谈会，会议为增强房地产企业融资的规范化与透明化，制定了用于检测房企资金和融资情况的相关指标规则，也就是房地产行业所说的“三条红线”。同年末央行等政府部门进一步推进了房地产贷款的相关政策制度，对银行机构进行了 5 档的划分，并对应不同档位，设计了不同层次的房贷占比限制。若超出管理要求则需执行 2 至 4 年的业务调整过渡期，并在期间内进行定期检测评估执行情况。这也就是行业内所说的房贷规模“两道红线”，即“房地产贷款占比”与“个人住房贷款占比”，受到以上房企融资监管新规的影响，房企的多种融资渠道均受到了不同程度的堵截。

房企在面临以上传统融资渠道收紧的严峻大环境下，开始积极探索创新的融

资路径作为其各项业务持续发展的资金来源。与此同时，政府部门在多个政策文件有强调到，应收账款是应对解决企业融资方面难题的一个关键的切入点，中小企业手中有大量的应收账款债权，这也可以作为其进行融资的原始资本，而如何正确引导应收账款资产证券化也成为拓展新型融资方式的关键要点。基于此，供应链 ABS 逐步走入房地产企业的视线，并逐步被应用于围绕房企展开的供应链中。

受益于资产证券化融资已经在国际上发展成熟，我国房地产企业也将目光转向了这一融资方式。与传统融资路径相比，将资产进行证券化的方式不仅可以增加资金的流动性，满足企业的融资需要，还可以赋能房地产相关业务的发展，并多元化企业融资途径。得益于资产证券化的众多优势，各种创新的 ABS 融资产品层出不穷，并广泛应用于不同的领域，其中供应链金融资产证券化产品的发展速度较为突出。

据统计，2018 年房企供应链 ABS 全年发行规模占全品类 ABS 发行规模的 41.64%，占比接近一半，是房企资产证券化融资的不二选择。对比 2020 年，2021 年房企 ABS 总发行规模以同比 8.4% 的增速增长至 3122.4 亿元，而其中的房企供应链 ABS 发行规模以同比 18% 的增速增长至 1846.7 亿元，占比 59.1%，同比增长 4.8%。

由此可见，供应链金融资产证券化已经属于房企融资选择的一大重要方式了。即使在房地产融资方式受阻，融资规模受限以及融资监管趋严的大背景下，资产证券化在房企融资选择中仍有突出地位。

### 1.1.2 研究意义

本文对万科选择供应链金融 ABS 融资的全过程进行深入分析，从融资前的内在动因分析、产品设计优势分析，到融资后的融资成本与效益分析、融资风险分析，在分析过程中注重理论意义与实践意义的有效结合。

#### 1.理论意义

(1) 丰富了供应链金融 ABS 产品的相关理论研究。目前供应链融资相关研究主要集中在如何通过金融工具优化物流、提高融资效率、提升供应链整体信用水平等方面，而资产证券化相关研究主要集中在产品优势、风险隔离、机制设置等方面。本文针对于两者结合的供应链 ABS 开展房企实践案例的研究，并选取较为新颖的融资视角切入分析，有助于丰富房企供应链金融 ABS 产品的相关理论研究。

(2) 为我国供应链金融 ABS 市场完善提供理论支持。由于我国资产证券化产品发展较为，且其在供应链金融领域的尝试仍然处于较为初步的阶段，国内市



场还未成熟，我国相关政策法规尚未全面完善，导致 ABS 运作过程往往伴随着一系列潜在的风险。本文对房企万科实践运用的供应链金融 ABS 案例出发，对万科 38A1 这一产品的产品优势、融资效益和风险等方面进行分析，可从分析结果出发，以点见面，有助于为我国供应链金融 ABS 产品机制、相关法律法规与市场制度的完善和创新提供理论支持。

## 2. 实践意义

(1) 为房地产企业选择创新型融资方式提供重要参考。供应链金融资产证券化是房地产企业可选择的新型融资渠道，本文探究万科采取这一融资方式的动因主要为供应链金融 ABS 融资可以满足企业扩张规模、拓宽融资渠道以及调节应付账款付款节奏等方面的需要，为其他房地产企业提供了一种新型融资选择。

(2) 为房企供应链金融 ABS 产品设计提供重要参考。本文分析万科 38A1 这一产品的优势、融资成本与效益、融资风险，并基于分析结果得出产品设计的系列建议对策，有利于完善房企供应链金融产品缺陷，也为其他房企在设计供应链 ABS 产品时提供参考。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 供应链金融相关研究

关于供应链金融的概念：Timme (2000) 等学者认为供应链金融是一个过程性的名词，是为了降低整个供应链的成本，围绕核心企业，与贸易链条上的中小企业、外部金融服务商三者共同建立起的一种合作契约关系。Hofmann (2005) 认为供应链金融是两个及以上的企业主体利用自身金融资源来促使整个供应链的资金能够流动顺畅的价值创造路径。Michael Lamoureux (2007) 认为供应链金融的主要目标是利用外部的金融服务，来对贸易链条上的各个环节进行优化升级，提高贸易效率，而这个过程依赖于核心企业的主导作用，实现整体竞争力的提升。Min Hu & Qi fan Hu (2009) 认为供应链金融的本质是物流金融的升级，是在物流合作的基础上加入了更多供应链产品、资金、信息的合作。胡跃飞 (2009) 认为供应链金融起始于贸易链条上的交易需求，是外部金融机构通过提供资金的方式帮助解决交易问题的一种金融活动。

关于供应链金融研究视角：任文超 (1998) 从传统物流金融服务视角出发，着力于研究供应链上的应收账款类资产的质押相关问题。Gelsomino (2016) 认为国外现有研究主要有金融机构视角与企业视角，其中金融机构视角主要研究应收、应付款的金融解决方案，企业视角则聚焦于营运资本优化。王菲菲 (2018) 从信用视角出发，认为供应链上下游中小企业由于与核心企业和银行进行信用交

互使得自身信用水平提升，进而带动供应链整体信用水平提升，因此供应链金融的实质是用核心企业及银行的信用水平垫高了贸易链条上其他企业的信用水平。

关于供应链金融的动因研究：Lee A. Diercks（2004）认为实现价值增长是最大的动因，由于供应链金融中供应链链条上的企业与金融机构实现了资源整合，这对于供应链各方的价值增长有极大促进作用。Demica（2007）认为盈利性是供应链金融出现的原始动因，由于资本的逐利性，对比其他业务供应链金融更加具有盈利性，这也促使大多数国际性银行从事供应链融资。Leon Busch（2008）认为供应链金融的出现是为了解决当下应收账款及应付账款业务办理效率低下等问题，企业使用供应链融资主要基于其高效灵便的优势。陈琳、金颖颖（2009）认为企业主要是出于收益性及外部金融服务能帮助企业优化资金及业务管理的考量，银行等外部金融服务机构的加入能够促使供应链企业优化管理、改善自身业务并提供相关建议对策。谢世清（2013）认为中小企业面临规模小，高融资成本及现金流短缺等诸多问题，供应链金融是解决问题的有效途径。Panos Kouvelis（2017）认为银行参与供应链金融的动因在于风险等因素的考量，由于供应链上核心企业的信用高，银行能够据此掌握更加全面的供应商物流商流情况，降低信息不对称以规避风险。石薇和胡晓龙（2010）认为实现多元化的融资模式是企业选择这一方式的动因，供应链金融融资可以提高企业融资效率，降低融资风险。

关于供应链金融的模式研究：供应链金融融资主要有存货担保、预付账款担保、应收账款担保三类，对应有基于上述担保方式的三种不同的模式：

存货融资模式：Leora Klapper（2005）从中小企业角度出发，研究发现企业销售的过程中经常出现资金、货物隔离且流通不同步的现象，因此引入融通仓概念，融通仓是一个第三方平台，具有销售、仓储、配送等环节，是银行与企业之间的连接桥梁，由此提出企业在面临融资成本高问题是应选择存货融资模式。除此之外，存货融资模式能够显著提升商品评估、商品拍卖以及物流等供应链过程的质量。Erik Hofmann（2009）对利用存货融资选择从物流服务商角度出发，认为融资所担保的存货价值将会对存货融资利润产生较大影响。

预付账款融资模式：闫俊宏（2007）认为这一模式的特点在于企业能从中获得集群效应，并利用融资款项支付部分预付款项使企业利润得到提升。李政嘉和肖伟（2008）通过对保税仓这一预付账款融资模式的资金流以及供应链的物流信息进行数据分析，得出物流金融能够解决供应链上游供应商资金短缺问题，并在一定程度上降低上游供应商资金的波动程度。

应收账款融资模式：郭涛（2005）认为国内企业利用应收账款进行融资存在很大优势，因此企业在选择融资担保应以应收账款为首选，将上游企业中的应收账款合理整合，充分利用核心企业良好的信用的协同效应作为融资担保。宋振华

(2005)认为应收账款融资模式相对于其他模式具有准入门槛低、使用的范围广等优势,基于实际应用研究结果建议广大自身实力不足的中小型企业可以将此种模式作为获取融资的首要选择。

关于供应链金融的风险研究:Prater E(2001)对供应链金融可能存在的风险按照灵敏性与内外部进行了归类,并阐述了哪类型的风险最应该关注。Hallikas(2002)认为供应链金融存在的风险具有牛鞭效应,由于链条上存在错综复杂的关系,风险具有较大的扩展性。Huffman(2003)建立了供应链金融的现金流模型,计算不同阶段供应链链条上的现金流支出收入数值及标准差,据此对其面临的风险进行量化考量,得出应收账款可以有效控制资金证券,降低现存的现金流周期性等风险。杨光(2007)针对供应链融资中可能面临的信息不对称问题所带来的风险进行研究,包含道德风险和逆向选择风险,他强调解决信息不对称问题应该采用延迟的策略,通过连锁企业构建一种新型融资模型并将其处于核心企业位置以减少信息不对称问题。张涛等(2010)也针对信用风险进行深入研究,他认为由于银行等第三方金融服务机构的加入,各方之间都可能出现信用风险,如银行与信用低的中上游供应商之间会由于信息披露产生道德风险和逆向选择问题;银行与第三方物流之间可能由于利益驱使出现合谋、监管缺失等风险;核心企业与中上游供应商也极易出现沟通不到位等问题;信用水平高的核心企业与银行,也会存在坏账风险。徐勇戈,李冉(2018)从房地产行业出发,认为房地产行业本身就具有资金需求规模大,建设周期长等特点,因此房地产行业是一个有高经营风险的行业,因此房企在供应链金融中所需重视管理的风险即房企的信用风险,通常采用SVM评估法。张爱玲(2019)认为供应链金融面临的风险主要有应收账款伪造、资金用途监管不严等风险,应该严格监管应收账款,明确融资资金用途,监管其走向。王妮(2019)以博弈论为基础构建了企业联盟、金融机构及云平台的三方博弈模型,并认为面临市场风险及操作风险时应加大线上供应链金融云平台的建设力度等建议。

### 1.2.2 资产证券化相关研究

关于资产证券化的概念:Lewis Rainie(1977)第一次是在关于抵押贷款支持证券这一概念的解释时提出,由此开启了行业对资产证券化界定的先河。John Deason(1998)等认为资产证券化是一个过程性概念,过程中主要运用企业自身的应收账款中本金与利息的偿付时间关系进行操作,主要目的是实现资金的提前回笼。Frank J. Fabozzi(1991、1995、2001)认为资产证券化主要是通过将企业的应收账款和应付账款等流动性较差的资产进行打包并使其成为一种能在资本市场流通的证券的包装过程。

关于资产证券化的优势研究：**Rosenthal**（1988）认为资产证券化的实施是基于对传统信用功能进行拆解的目的，一旦通过资产证券化将信用功能拆解成功，那么企业与投资者都能够充分发挥各自的优势，进而推动金融市场功能向着更加专业化的方向发展。**Joseph C. Shenker**（1991）等从投资者角度出发认为资产证券化的收益是稳定且独立有担保的，因此相对其他产品更愿意持有 ABS 产品。**Frost**（1997）从风险角度考量，认为资产证券化的出现及其风靡是由于其特殊的风险隔离机制。**Thomas**（1999）认为资产证券化的优势在于拥有稳定的资产来源且提供完善的金融服务等方面，且其认为资产证券化能够持续为企业股东创造新的财富。**张超英**（2003）认为资产证券化从多个不同角度分析都是具有较大优势的，他不仅分析了监督技术、管制税、担保等监管层面角度，也分析了道德风险、流动性等风险层面角度。**黄嵩、何小锋**（2003）从资源配置的角度出发，研究分析得出资产证券化不仅从宏观层面能够优化资源配置提升经济运行效率，而且从微观层面也满足企业及投资者各方的利益需要，因此资产证券化是一个优化市场资源配置、提升资源分配效率的活动。**张明**（2013）等从宏观角度出发，认为资产证券化通过资金的合理分配可以提升资金运转效率，从而带动整个市场的资源效率，对我国金融市场发展的平稳运行及结构调整有着重要意义。**杨波**（2018）认为资产证券化能为企业带来正财富效应，且该效应的大小与资产证券化所选择的基础资产与发行规模等因素息息相关。

关于资产证券化的风险研究：**Rosenthal**（1988）认为期限错配导致的贷款利率波动、本金提前偿还等方面的风险，以及信用资质较差导致的违约的风险是 ABS 产品可能存在的风险点。**Schoutens**（2009）认为资产证券化面临运营、法律、市场以及信用等多个方面的风险，并对其中的信用违约风险和期限错配中的提前还款风险建立模型，进行定量分析。**Cheng Mei**（2011）从银行角度出发，认为资产证券化是一种可以转移风险的工具，因此其中银行与投资者之间的风险转移程度及其信息真实性对于银行会产生极大地信息不对称风险。国内学者所述的风险主要基于中国金融市场不完善等大环境下提出。**郑明川**（2003）基于国内特殊市场环境进行风险分析，认为我国关于资产证券化的相关法律不完善，市场环境下信息不完全，现存中介机构存在部分缺陷。**冯诗婷**（2017）主要基于信用风险进行分析，聚焦于 ABS 市场信用评级机制架构的搭建与完善。

### 1.2.3 应收账款资产证券化相关研究

关于应收账款资产证券化的优势研究：**Khaled Soufani**（2003）认为在企业采用供应链金融进行融资时，应收账款资产证券化是诸多模式中最能高效解决企业融资难融资贵问题的模式，因此企业应首选此种融资模式。**朱道立**（2007）对于

供应链金融中存在的应收款期限错配的难题，创新的 ABS 工具或是较为理想的解决途径。刘利民（2014）等认为这一模式具有融资成本优势，主要源于该模式下核心企业信用为内在担保，能够规避银行由于信息不对称产生的大客户偏好，从而帮助中上游企业进行融资，进一步拉低了整个供应链上的综合融资成本。康杰（2017）从核心企业角度出发，认为应收账款 ABS 作为创新的金融工具是企业减少融资成本，优化财务结构的有效途径。陈中洁（2018）从企业绩效收益角度出发，搭建了相关的测算模型，以研究一定资金约束背景下应收款 ABS 的效用水平，并认为其能提升供应链链条的稳定性并提升核心企业效益及整个供应链链条收益。

关于应收账款资产证券化的风险研究：Sopranzetti（1995）认为应收账款证券化具有一定的信用风险，而这一风险与核心企业剩余的应收账款比例正相关。Palia（2004）从此种融资模式面临的道德风险问题入手，构建了一个最优的契约模型，并得出应收账款资产证券化融资的均衡比例，这一均衡比例在一定程度上由企业自身的偿付能力和内部融资成本所决定。段伟常（2014）在考量信用风险时，强调供应链金融资产证券化融资所面临的企业违约问题与核心企业密切关联，并由核心企业的信用评级、行业地位等因素决定，上游供应商企业往往寄托于核心企业的信用进行增级，其自身财务状况与经营业绩情况对整体供应链融资评级影响较小。于辉（2018）从核心企业面临的信誉损失风险出发，认为企业采取这一模式将把原始的资金偿还对象由上游供应商变为提供服务的银行，这样一来就将自身的商业信用转化成了银行信用，由此会有信誉损失的可能。

关于供应链金融资产证券化在房地产行业的应用研究：王其昌（2007）认为房企选择供应链金融资产证券化融资能够充分利用应收账款，将应收变现，提高流动性，降低资金占用成本，对房企的债务结构及财务状况有较大改善。房丽媛，张子彪，程雪（2018）认为我国房地产行业的供应链保理资产证券化发展不成熟，目前大多是依托于核心企业信用，因此往往以反向保理为主，也具备类信用债的部分特点。

#### 1.2.4 文献评述

综合来说，目前学术界对供应链金融与 ABS 领域已经有了较深、较为全面的研究成果，但是针对于两者有机结合从金融产物——供应链 ABS 的相关学术研究还较为匮乏。

从供应链融资方面来看，目前的研究主要集中在供应链视角、金融视角以及信用视角，从优化物流、提高融资效率、提升供应链整体信用水平等方面进行研究，并认为供应链融资的风险主要源于信息不对称带来的信用风险以及风险在供

应链链条上易扩散的特点。从资产证券化方面看，研究认为其具有的优势在于信用功能拆分、风险隔离、财富效应以及提高资金运行效率，但由于我国相关政策法规不完善，市场不成熟，导致 ABS 运作过程往往伴随着一系列潜在的风险，如流动性、违约等风险。对于两者结合的应收账款 ABS 金融工具，其具有降低资金借贷成本，解决中小企业融资难融资贵问题等系列优势，所面临的的风险也是前两者的结合，在房地产行业的应用研究主要是从核心企业信用、供应商应收账款等方面进行研究，很少以核心企业的融资方式选择为主进行分析。

基于此，本文将以供应链 ABS 产品——万科 38A1 为研究对象，详细介绍该专项计划的特点及具体融资操作流程，深入剖析万科选择此种融资方式的潜在动因，将供应链金融 ABS 融资成本与传统债务融资成本进行对比分析，并针对万科实施供应链金融资产证券化融资后带来的融资效益以及此产品在设计及合作方选取等多方面的优势进行分析，以期为我国大型房地产企业未来供应链金融资产证券化融资的选择带来启示与建议。

## 1.3 研究思路与方法

### 1.3.1 研究思路

本文在我国房地产企业融资政策逐步趋严及倡导供应链金融创新的大背景下，以大型房企为主要研究出发点，深入研究整理供应链金融与 ABS 领域的学术文献成就，以全面了解目前房企面临的困境，最终选取供应链金融 ABS 这一创新融资模式。本文以供应链金融 ABS 产品——万科 38A1 为案例研究对象，介绍了该专项计划的基本概况、交易结构及资产池等信息，分析万科选取这一融资方式的动因，主要从资金、规模及付款压力三个方面进行剖析，在了解万科的动因后从成本与效益两方面进行融后分析，成本方面计算万科 38 号专项计划内在的融资成本，通过与万科自身债务融资成本及总融资成本进行对比分析；效益方面，针对万科选取这一融资方式对其财务指标及债务结构产生的影响进行量化分析。最后研究万科在使用这一产品融资成功的原因时，分析产品在合作方选取、产品设计以及风险防范等方面的优势，并综合前述的分析对房地产领域其他企业提供一定的经验启示。最后，本文在基于整体案例分析的基础上得出相应的启示，以推动房地产行业供应链金融 ABS 融资的应用及发展。

本文一共分为五章，具体如下：

第一章，绪论。本章对本次案例研究的背景及意义进行了详细的介绍，在房企面临融资难问题的背景下提出供应链金融资产证券化融资这一新型融资方式，接着总结供应链金融与资产证券化领域中尚未深入触及的研究领域并形成了个

人研究方法与研究思路，并进一步阐述本文的创新点及不足。

第二章，相关概念与理论。本章介绍论文所需使用的相关概念，具体为概念的定性以及特征说明，主要包括供应链金融、资产证券化、供应链金融资产证券化以及其在房地产行业的具体概念、模式。接着进行理论背景、核心思想及价值介绍。

第三章，案例介绍。本章介绍万科企业股份有限公司的基本概况，包含行业背景、集团简介及融资情况说明，接着具体介绍万科 38A1 的基本概况，主要有项目情况、主要参与方、交易结构、资产池情况。

第四章，案例分析。本章主要对万科实施供应链金融资产证券化融资的动因、产品的优势、融资成本、融资效益及融资风险展开分析，结合自身财务情况与产品设计、风险管控等方面进行进一步地分析。

第五章，案例总结与启示。本章主要对万科供应链金融资产证券化融资的融资成本、融资效益进行总结，在此基础上总结出重视供应链上下游信息链建设、注重维系与供应商的合作关系、合理分散入池资产资金来源、建立完身的风险管理体系四点启示，旨在对我国房地产企业供应链金融资产证券化融资提供经验借鉴和启示。

### 1.3.2 研究方法

本文主要运用四种研究方法，分别为文献分析法、案例分析法、对比分析法及定量分析法，其中文献研究法注重理论分析与总结，案例分析及对比分析法注重实际应用。本文运用以上四种方法重点分析了供应链金融 ABS 的相关特点与优势，发行人选取这一融资模式的动因、产品优势、融资成本及融资效果等方面的内容，并基于分析结果提出房地产企业供应链金融资产证券化融资的启示。

(1) 文献分析法。通过整理和分析国内外供应链金融、资产证券化及应收账款资产证券化等相关文献，了解其发展历史以及主要特征，为本文的问题选取及案例选取提供一定的理论支撑，也在一定程度上助力本文在前人的基础上进行自身创新性研究。

(2) 案例分析法。本文对万科 38A1 资产支持计划这一案例展开研究，通过数据及资料的收集与分析得出万科所处的行业背景、集团的基本概况、融资情况、供应链金融资产证券化融资的发行历史，万科 38A1 专项计划的交易结构等详细信息，通过数据定量辅以资料定性的方式对万科实施供应链金融资产证券化融资的动因、融资成本、融资效益及产品优势进行深入分析，在此基础上对我国房地产企业运用供应链金融资产证券化融资提供经验借鉴与启示。

(3) 对比分析法。本文在分析万科供应链金融资产证券化融资成本时，将

万科传统的借贷融资方式与该创新融资方式进行了比较分析，将万科 38A1 的实际融资成本与公司总融资成本对比以及与房地产行业其他房企的平均融资成本进行对比。本文基于以上对比分析发现供应链金融 ABS 融资的成本优势，并在融资成本的基础上分析融资效益总结出万科选择这一融资方式的优劣势，最后对房企供应链 ABS 融资提出相应的建议。

(4) 定量分析法。本文在分析万科 38A1 产品融资效益时，对产品发行前后公司的财务风险进行了定量的测度与分析，运用了 Altman 学者提出的五因素财务风险测度模型——Z-score 模型对万科公司各项指标进行计量并计算 Z 值，通过定量分析，更准确地评估了产品对公司的效益。

## 1.4 创新点与不足

### 1.4.1 本文创新点

一方面，供应链金融 ABS 是供应链融资的一种创新模式，目前国内关于地产板块供应链金融的实例研究较少，且多是传统模式的架构设计与风险分析，万科采用供应链金融保理资产证券化融资的案例属于地产板块供应链金融融资的创新运用，具有较高的研究价值。另一方面，本文是基于供应链金融 ABS 的核心企业角度出发，对万科选择这一融资方式的具体动因以及所付出的融资成本、得到的效益及产品优势进行研究，目前少有相关的整理、汇总资料，因此本文在视角选择、产品优势分析中的合作方选取、融资效益分析中的 Z-score 模型分析以及启示中关于建设供应链信息链等方面的思考均较为深入，具有一定的创新点。

### 1.4.2 本文不足之处

不足之处在于，该案例属于私募发行，能获取的资料及内部协议数据比较有限，所以只能对应短期融资效果进行分析，且在融资成本分析部分缺少内部折扣率数据，只能粗略估计实际融资成本，因此结论中融资成本方面可能受到一定影响。



## 第2章 相关概念及理论

### 2.1 供应链金融资产证券化

#### 2.1.1 供应链金融

供应链金融以支持供应链上的各参与企业为目的，通过质押应收款、货权等多种方式融取资金投向供应链企业，整体运作过程以产业链的正常运营与真实贸易为基础。供应链金融一般存在三方：核心企业、供应商集合以及外部服务机构。其中核心企业是在整个行业及整个供应链链条中最具话语权的大型企业；供应商集合则是供应链条中上游或下游中小企业的联合体，是基础资金的来源方；外部服务机构主要是以银行和保理商为代表的金融机构。

供应链金融有以下特征：（1）核心企业的信用情况对整体供应链信用评级起决定性作用；（2）外部金融服务机构对供应链提供金融服务时需将供应链作为整体纳入考量，包含大数据行业分析、产业链整体运营分析等；（3）供应链金融服务需严格按照约定的方式进行，约定的合同不仅要求闭合式的资金运作，而且供应链的商流物流以及资金流也需按规定的方式流动；（4）处于供应链链条上的各方都需秉持互利共赢、信息共享、资源共通的理念维系供应链金融的平稳运行；（5）中小企业作为供应链金融的弱势方，得到核心企业及外部金融服务机构的支持，解决了融资难问题，降低了运行成本，提升了供应链整体的效益。

#### 2.1.2 资产证券化

资产证券化是一种将流动性较差的资产转化为证券，并将证券进行出售以募集当期资金的一种融资手段。能够被资产证券化的资产往往具备稳定性与现金流的可预见性等特点，在实际操作中的应用常见的有住宅以及商业抵押贷款等。资产证券化的融资方也是资产支持证券的发起方，他们往往持有某种缺乏流动性、立即变现能力的资产，因此他们采取这一方式融资本质上是一种利用资产的信用进行融资的行为，这一行为被解释成构建结构性融资，即将可证券化的资产进行组合重构辅以一定的信用增级手段使其变为市场上可出售可流通的有价证券，进而将有价证券出售给投资人以筹集资金的过程。

资产证券化有以下特征：（1）被资产证券化的资产会被持有人即原始权益方实际出售给资产证券化的发行方，也就是这一资产转化为证券后是最终由发行方进行管理。（2）对信用角度来看，资产证券化的信用评级与审核绝大多数是针对基础资产本身的，而不是针对资产的持有方，也就是说资产信用与企业信用是隔离开的。对基础资产进行信用增级时无需提升企业自身信用级别，只需要考虑基

础资产的信用增级。(3)从各方实际需求角度,ABS发起与发行方是不同的主体,发起方是作为基础资产的关联方并通过其进行融资的一方,而发行方则是将打包处理后的基础资产证券出售给市场上合格投资人,在ABS中是提供服务的作用。

### 2.1.3 供应链金融资产证券化

供应链金融资产证券化融资方式是一种供应链金融融资与ABS融资两者有机结合的新式融资模式,这一模式融合了供应链融资、资产证券化融资这两者的优势与特点,其中主要以供应链中真实交易为基础,利用供应链核心企业的信用作为担保,将供应链中的实际交易资产纳入资产池,转化为有价证券从而为供应链进行融资。相较于普通应收账款ABS融资方式,供应链金融ABS融资最大优势就是加入了核心企业的信用,当整个供应链有其信用作为担保时,其相较于传统融资可信度更高也更容易获得资金,有利于供应链链条上企业拓展融资渠道,提升应收账款利用效率,降低企业自身总融资成本。

## 2.2 房企供应链金融资产证券化

### 2.2.1 房企供应链金融资产证券化概念

房企供应链金融资产证券化,即供应链金融ABS在房地产行业的具体融资应用。由于房地产企业往往具有规模特性,因此在大型房企参与的供应链中,房企往往担任核心企业的角色,而房地产的庞大业务决定了房企拥有大量上游供应商及下游分销商,因此房企供应链金融资产证券化往往也存在上文所述的三方关系。

从房企与供应链上游的关系来看,房企作为核心企业运用自身信用为上游大量供应商的应收账款提供担保,这一过程也称为反向保理过程。第三方保理公司通过专项计划的管理运作,将供应链链条的债务关系中贸易关联款项转入给ABS产品计划,并通过该专项计划进行融资。从房企与下游的关系来看,往往是以购房最后未尝款项为基础资产进行ABS,即正向保理。但在房企实际应用中主要以反向保理为主。

### 2.2.2 房企供应链金融资产支持专项计划特点

一、核心房企能有效降低信用风险。受房地产企业自身业务特点影响,房企对于资金有较大需求,因此房企往往较为重视自身的信用评级管理,一旦当房地产企业成为供应链中核心企业,成为供应链链条的担保企业,那么整个供应链链

条的信用水平都将提升，而资产证券化所重视的资产信用也将受到核心企业的管控，无论作为供应商应收账款资产的债务人亦或是共同债务人，房企担任核心企业都能加强对资产的风险管理，因此整个供应链的信用风险也将降低。

二、采用储架发行。即在注册制的基础上，证券发行人在发行同系列 ABS 的产品时可以只需注册一次，后续系列产品的发行无需再次注册审批。在这一发行机制下，证券发行人不需要每次发行都重新注册，因此简化了注册程序，降低了多次发行带来的成本，进而降低整个系列证券的总成本。资金筹集效率得到成倍地上升。

三、采用循环购买的流动性交易结构。由于基础资产池会产生持续的现金流流入，普通交易结构往往是将这部分现金流入直接分配给投资者，而此种结构是将现金流进行分拆，剩余部分用于购买非初次发行时的基础资产，形成一个循环购买的现象。这一结构有效解决了房企供应链金融资产证券化中短期基础资产的期限错配问题。

四、采用黑红池结构。即进行两次基础资产池确认，第一次确认在项目审批报备时，这时的基础资产池被称为红池。第二次确认在证券正式发行时，这时的基础资产池被称为黑池。与传统审批时一次性将基础资产池封包不同，黑红池结构允许原始权益人在两次确认期间将红池的基础资产进行其他融资，这在一定程度上提高了资产的融资效率。除此之外，黑红池设计有利于发行方锁定实际融资成本。当市场融资成本上升专项计划需要推迟成立时，只需保证黑池资产与红池资产有相同性质即可，因此在一定程度上节约了融资成本，锁定其预计融资成本。

### 2.2.3 房地产企业供应链金融资产证券化的基本交易结构

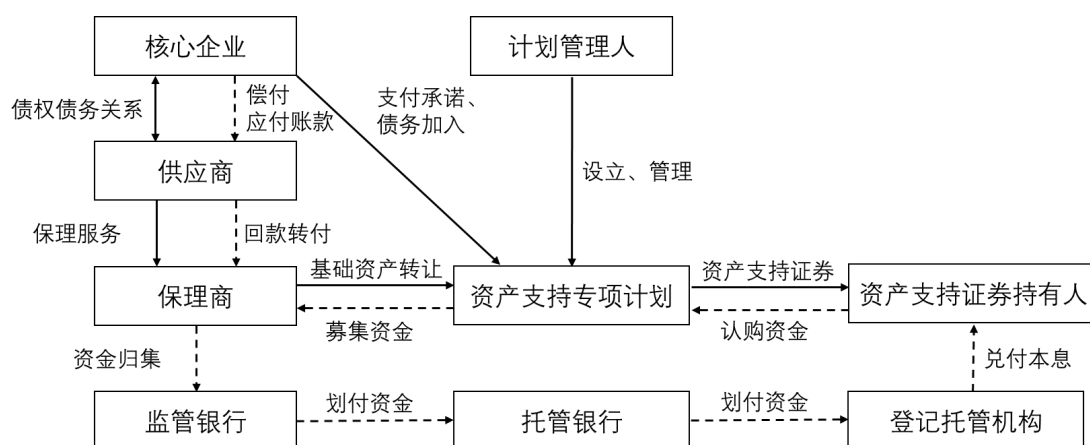


图 2-1 房企供应链金融 ABS 交易结构示意图

如图 2-1 所示，房企供应链金融 ABS 涵盖核心企业、供应链上游供应商、保理商、专项计划管理人、投资人等多方机构及个人等的行为与交易操作，主要

资产证券化融资步骤如下：

第一步：确认核心企业与上游供应商的应收账款债权债务关系。由于房企往往存在大量项目子公司，项目的具体款项走项目子公司的财务，因此房企集团需通过项目子公司出具给供应商的《付款确认书》确认该笔债务，并同时出具集团上述文件资料，承认子公司应付账款的真实性，并与子公司一起承担付款义务。

第二步：核心企业、保理商、供应商三方寻求合作，后两方签订保理合同等相关文件。文件约定第二方为第三方的关于供应链链条的债务关系中贸易关联款项提供保理，同时供应链链条的债务关系中贸易关联款项在特殊条件下能够转让给 ABS 产品。

第三步：设立 ABS 计划，计划管理人设立 ABS 计划后发行 ABS 产品，合格投资者购买产品，ABS 计划得以融入同等发行规模的资金，将此笔资金用于买入供应链链条的债务关系中贸易关联款项的债权，保理商由此作为一个中间方，将上述资金转回供应商手中。

第四步：核心企业到期日偿还债务进行清算。专项计划到期日核心企业将基础资产池中应收账款偿还入专项计划账户，并由计划管理人根据相关文件对资金进行分配与清算。

## 2.3 理论基础

### 2.3.1 信号理论

信号理论由 Andrew Michael Spence 于 1973 年提出，该理论的前提假设是：信息不对称现象普遍存在。

核心思想为：卖方的某些行为将被视为一种成本信号，买方根据这一信号能够关联至卖方产品质量，因此即使买卖双方存在信息不对称，买方无法获得产品成本信息，但是根据卖方行为传递的信号能够明白产品质量的高低，并且愿意对高质量产品支付相较于低质量产品更高的价款。在企业实际管理中的应用体现在企业管理者对于企业融资方式的选择上，由于企业管理层对企业自身状况了解更加全面，因此企业决策层与市场投资人之间存在信息不对称，这使得投资者会将企业破产联系到企业的负债率高低上，进而影响投资者对于企业质量的评价，若企业通过发行债务进行融资，则表明企业管理者看好公司未来发展前景。反之，企业通过发行股票则会被认为是企业财务状况不佳的信号。

本案例中万科采用供应链金融资产证券化融资属于债务融资，根据信号理论，万科作为房地产行业龙头企业通过供应链金融资产证券化手段进行融资更能够像市场上广大投资者传递“利好”的信号，增强市场预期。

### 2.3.2 代理成本理论

代理成本理论由 Jensen and Meckling 于 1976 年提出，该理论以信息不对称为前提假设，是在委托代理理论的基础上发展而来。

核心思想为：由于信息不对称委托人与代理人之间将存在一系列风险问题，而委托人为了防止代理人作出不利于委托方而利于其自身的行为，从而使得委托存在利益损失的可能性，代理人为了证明自身行为将会产生一系列或显性或隐性的成本，这些成本统称为代理成本。从研究视角进行划分可分为这三方面，第一，委托人角度为了防止代理人出现上述行为，将会对其良好的行为进行奖励、对其不好的行为进行监督禁止；第二，代理人为了消除偏见，会努力证明自身行为的可靠性，为行为作出保证；第三，代理人决策上的过失也会对这一关系造成影响，进而加剧成本。上述行为都产生了一定的成本，即代理成本。

本案例中万科供应链金融 38 号 ABS 计划存在多方参与主体，因此存在多对委托代理关系，因此期间将会产生高昂的委托代理成本，因此这对于万科来说，规避、监督以及控制这类风险，尽可能降低委托代理成本，促使融资链条顺利进行应是万科选用这一融资方式需要重点关注的。

### 2.3.3 优序融资理论

优序融资理论由 Stewart C. Myers 和 Nicholas S. Majluf 于 1984 年提出，基于米勒模型放宽了限制条件发展了进一步融资推论，由米勒模型信息对称、不存在破产成本的假设放宽为：完全竞争市场、存在信息不对称。

核心思想为：由于公司与市场对于公司内部信息认知不同，公司融资行为会给予市场信号，而采取外部融资将会引起公司股价下降，因此内部融资优于外部融资；由于具有低风险的债务发行导致的信息不对称成本较低，因此债务融资优于股权融资。由此得出公司进行融资选择时优先级应为：内部融资>债务融资>股权融资。

本案例中万科采用供应链金融资产证券化融资属于一种新型的债务融资，在不考虑内部融资的情况下，融资成本低于股权融资，是万科选择这一融资方式的优势所在。

## 第 3 章 案例介绍

### 3.1 万科集团基本情况

#### 3.1.1 行业背景

一直以来，房地产行业都是国民经济中至关重要的行业。从宏观上角度，房地产行业与金融行业息息相关，二者在资金交易、产业帮持、项目投资建设等方面均有密切联系，因此房地产行业的持续健康发展将直接影响到国民经济的投资、消费、产出等方方面面。而从微观角度，房地产行业关乎广大人民群众切身利益，一旦房地产行业产生波动，人民无法安居乐业，这将直接影响到广大人民群众幸福生活的各方各面，也将产生一系列的社会福利问题。

由于我国房地产业发展不充分不成熟，因此房地产行业在发展过程中出现了很多问题。如土地供应缺乏规范管理、房地产供需结构失衡及区域性失衡、房价增速过快导致房地产泡沫等诸多问题。这一系列问题本质上其实是由市场经济不规范、资本市场不完善所导致的，由于缺乏相关管控及利益驱使，房企纷纷超出自身能力争抢出让土地以谋取高利润率下的高收益，而由于资本市场不完善投资者纷纷看准投资性房产这一投资机会抢购房产，这也加剧了房地产行业原本的供需不平衡现象。

基于房地产发展的问题，我国出台了相关的管控政策。2018 年的《商业银行委托贷款管理办法》严格限制了私募基金用银行委托贷款向房企融资这一行为；同年全国银行业监督管理工作会议上提出提高我国房地产开发贷的申请门槛；2020 年“三条红线”的出台更是直接对房企资金和融资做出既定性又定量的监管规定，明确规定了房企的资产负债率、净负债率以及现金短债比三项财务指标数据的管控范围；同年相关政策也对不同规模的金融机构划定了房地产贷款、个人住房贷款两项贷款占金融机构总贷款余额的比例要求范围。这使得房企融资受到方方面面的严格限制。

据统计，2021 年各季度末全国主要金融机构房地产贷款余额分别为 50.0 万亿元、50.8 万亿元、51.4 万亿元及 52.2 万亿元，其同比增速分别为 10.9%、9.5%、7.6%、7.9%，而 2020 年各季度全国主要金融机构房地产贷款余额同比增速分别为 13.9%、13.1%、12.8%、11.6%，对比可知我国房地产贷款增速呈现缓慢回落的趋势，因此本文在房地产行业整体融资受限的背景下对房企融资模式的选择展开深入分析。

#### 3.1.2 万科集团简介

万科自 1998 年进入房地产行业，距今已有 24 年，经历了我国房地产行业竞争的土地至上、金融至上以及现如今的管理至上理念。从最初的土地资源到金融资源再到管理资源的市场竞争中，万科的自身定位一步步从简单的“提供好房”转变为“提供好服务”再转为如今的“提供城乡融合服务”，这一过程中万科始终保持其对于所处行业有着自身清晰敏锐的研判，这也造就了其始终屹立不倒的行业领先地位。

万科自成立以来一直处于行业领军者地位。2011 年万科成为行业内第一个千亿房企，其当年总销售额高达 1210 亿元。2016 至 2020 年，公司连续 5 年登榜《财富》世界 500 强，排名分别为第 356、307、332、254 以及 208 位。目前其主营业务为房地产开发及物业服务。

截至 2021 年末，万科营业收入达到 4,527.98 亿元，相较于 2020 年上涨 8.0%；房地产业务营业收入 4,299.32 亿元，相较于 2020 年上涨 7.36%。呈现稳健态势上涨；货币资金余额 1,493.5 亿元，货币资金对短期债务覆盖倍数为 2.5，呈现财务稳健态势。从万科的信用评级方面，2021 年标普、惠誉评级为“BBB+”，评级展望为“稳定”；穆迪评级为“Baa1”，评级展望为“稳定”；中诚信国际评级为“AAA”，评级展望为“稳定”。

### 3.1.3 万科集团融资情况

万科在本案例发生年份，即 2018 年采用了较为多元化的融资方式。在内部融资方面，截至 2018 年末，万科的留存收益余额为 1391.18 亿元，同比增长 23.04%，具有较大的内部融资操作空间；在债务融资方面，万科主要采用了银行贷款、公司债券及其他借款等各类偏向于传统型的债务融资方式。截至 2018 年末，有息负债共计 2,612.1 亿元，从类别来看：银行贷款 1,379.63 亿元，同比增长 19.58%，债券 711.42 亿元，同比增长 84.85%，其他借款 521.03，同比增长 41.72%。从期限来看：短期有息负债共计 931.8 亿元，占比达 35.7%；长期有息负债共计 1,680.3 亿元，占比达 64.3%，因此从类别来看万科有息负债以银行贷款为主；从期限看以长期有息负债为主。其具体债务融资情况见表 3-1。

表 3-1 万科截至 2018 年 12 月 31 日传统债务融资情况表

融资途径	融资余额（亿元）	同比增长（%）
银行贷款	1,379.63	19.58
债券	711.42	84.85
其他借款	521.03	41.72
合计	2,612.08	37.03

数据来源：万科 2018 年年报

结合万科所处行业的行业背景来看，房企面临着房地产去泡沫化的大政策背景，在此背景下融资的经济环境变差，以往的融资渠道被堵塞，因此急需新的融资渠道或融资模式来帮助房企自身走出困境，万科就在此时关注到了供应链金融资产证券化这一创新型融资方式，并基于自身融资需求与供应链情况进行合理调整与规划，最终选定了这一融资方式。

万科自 2016 年开始上架发行平安证券一方保理-万科 ABS 这一新型供应链金融资产证券化产品系列。受益于储架发行模式，万科可一次注册多次发行，因此此后三年，万科陆续发行了该系列产品，截至 2019 年 12 月 31 日，该系列共发行至 39 期，总发行规模高达 500 多亿元。此系列资产证券化产品发行情况如下表 3-2 所示：

表 3-2 万科一方保理系列资产证券化产品发行情况表

产品简称	发行额（亿元）	利率（%）	起息日	到期日
万科 2016-1	13.07	3.80	2016/7/27	2017/7/27
万科 2016-2	12.38	3.49	2016/9/2	2017/9/1
万科 2016-3	13.92	3.48	2016/11/4	2017/11/3
万科 2016-4	12.58	4.40	2016/12/20	2017/12/1
万科 2017-5	12.85	5.20	2017/5/16	2018/5/4
万科 2017-6	13.90	5.80	2017/6/15	2018/5/24
万科 2017-7	10.73	5.80	2017/6/23	2018/6/13
万科 2017-8	12.39	5.30	2017/7/18	2018/7/5
万科 2017-9	12.92	5.20	2017/8/16	2018/8/8
万科 2017-10	9.65	5.30	2017/8/22	2018/8/8
万科 2017-11	17.65	5.40	2017/9/15	2018/8/31
万科 2017-12	9.20	5.40	2017/9/18	2018/9/7
万科 2017-13	14.44	5.50	2017/9/26	2018/9/21
万科 2017-14	14.9	5.45	2017/10/17	2018/10/12
万科 2017-15	10.84	5.49	2017/10/24	2018/10/12
万科 2017-16	8.54	5.60	2017/11/27	2018/11/16
万科 2017-17	19.60	5.70	2017/12/8	2018/11/30
万科 2017-18	14.51	5.80	2017/12/15	2018/12/14
万科 2017-19	17.48	5.80	2017/12/15	2018/12/14



万科 2018-20	19.45	6.00	2018/1/26	2019/1/18
万科 2018-21	13.98	5.40	2018/5/31	2019/5/31
万科 2018-22	11.00	5.20	2018/8/4	2019/7/26
万科 2018-23	1.90	5.00	2018/8/15	2019/8/16
万科 2018-24	5.92	4.90	2018/8/23	2019/8/10
万科 2018-25	7.77	4.95	2018/9/28	2019/9/27
万科 2018-26	8.56	4.85	2018/11/6	2019/10/31
万科 2018-27	9.68	4.85	2018/11/13	2019/11/8
万科 2018-28	8.57	4.85	2018/11/13	2019/11/8
万科 2018-29	10.1	4.85	2018/11/20	2019/11/15
万科 2018-30	10.42	4.75	2018/11/28	2019/11/22
万科 2018-31	13.96	4.70	2018/12/4	2019/11/29
万科 2018-32	14.99	4.30	2018/12/14	2019/12/13
万科 2018-33	18.83	4.30	2018/12/25	2019/12/15
万科 2019-34	6.90	4.29	2019/1/4	2019/12/27
万科 2019-35	10.21	4.17	2019/1/8	2019/12/27
万科 2019-36	7.24	4.04	2019/1/10	2020/1/1
万科 2019-37	12.96	3.84	2019/1/15	2020/1/10
万科 2019-38	16.36	3.80	2019/1/22	2020/1/17
万科 2019-39	10.65	3.80	2019/1/29	2020/1/23

数据来源：资产证券化分析网

## 3.2 平安证券—一方保理万科供应链金融 38 号资产支持专项计划介绍

本文选取平安证券一方保理万科供应链金融 ABS 系列作为整体对象，因其共发行了 39 期，从案例选取的时效性与典型性方面考虑，本文最终选取该专项计划中近年发行规模最大的一期 38 号 ABS 产品进行研究，下文将对 38 号 ABS 产品的基本概况、主要参与方、交易结构及资金池进行详细介绍。

### 3.2.1 专项计划概况

专项计划仅设 1 档资产支持证券，即万科 38A1。万科 38A1 成立于 2019 年 1 月 22 日，发行规模为 163,600 万元，证券面值为 100 元，信用评级为 AAA 级，

到期还款日为 2020 年 1 月 17 日，发行利率为 3.80%，到期还款时需一次性还本付息。万科 38A1 不设置信用增级、次级证券以及循环购买。万科 38A1 到期分配时，计划管理人将会根据计划当下的现金流状况，依照合同约定支付税费、手续费等系列费用，并根据相关约定向证券持有人分配约定金额的资金，若资金存在剩余则剩余部分将用来支付资产服务费。下表 3-3 为万科供应链金融 38 号 ABS 产品基本情况。

表 3-3 万科供应链 38 号专项计划基本情况

ABS 简称	发行规模 (万元)	面值 (元)	信用评级	发行利率	到期日	本息偿还方式
万科 38A1	163,600	100	AAA	3.80%	2020-1-17	到期一次性还本付息

数据来源：专项计划说明书

### 3.2.2 主要参与方

万科 38A1 主要有八个主要参与方，其中计划管理人、原始权益人、核心债务人以及众多债权人为主要的参与方，对专项计划的运行有重要影响力。承销商、代销商、律师事务所及信用评级机构等机构均为提供金融服务的辅助方。因此本文将详细介绍该计划的主要参与方，但由于债权人众多且为核心企业供应链链条上游中小供应商不属于机构难以一一介绍，因此下文将主要介绍另外三大主要参与机构的基本信息，下表 3-4 为万科供应链金融 38 号 ABS 产品参与方情况。

表 3-4 万科供应链金融 38 号 ABS 产品参与方情况

主要参与方	机构名称
计划管理人	平安证券股份有限公司
原始权益人	深圳市前海一方商业保理有限公司
托管人	江苏银行股份有限公司深圳分行
核心债务人	万科企业股份有限公司
联合承销商	中信证券股份有限公司
代理销售机构	光大证券股份有限公司
律师事务所	北京市君泽君（广州）律师事务所
信用评级机构	中诚信证券评估有限公司

数据来源：专项计划说明书

万科 38A1 的计划管理人简称为平安证券。公司注册资本为 1,380,000 万元，主要业务不仅有资管、投行以及经纪等传统业务，还有融资融券、股票质押式回购等创新型业务。其中资管规模在 2015 就高达 1,144.24 亿元，拥有托管、业务创新、托管保险资金以及股票质押回购等多种经营许可业务资格，具备优良的资产管理能力。

万科 38A1 的原始权益人简称为一方保理。公司实缴注册资本为 30,000 万元。其主要业务为提供“买断宝”服务，即一种由一方保理牵头，相关银行进行协助合作，为供应链上游供应商提供保理的服务，这一产品的主要特点在于应收账款买断的信用风险由一方保理承担、核心企业拥有买断宝业务在银行的额度等方面。

万科 38A1 的核心债务人简称为万科。公司注册资本为 1,103,915.20 万元。为是我国房地产行业的领头企业。其主营业务收入可拆分为房地产收入以及物业管理收入这两项，房地产业务收入占据大头，占总收入的比例连年高达 97%以上。

### 3.2.3 交易结构介绍

万科 38A1 产品的交易结构如下图 3-1 所示。

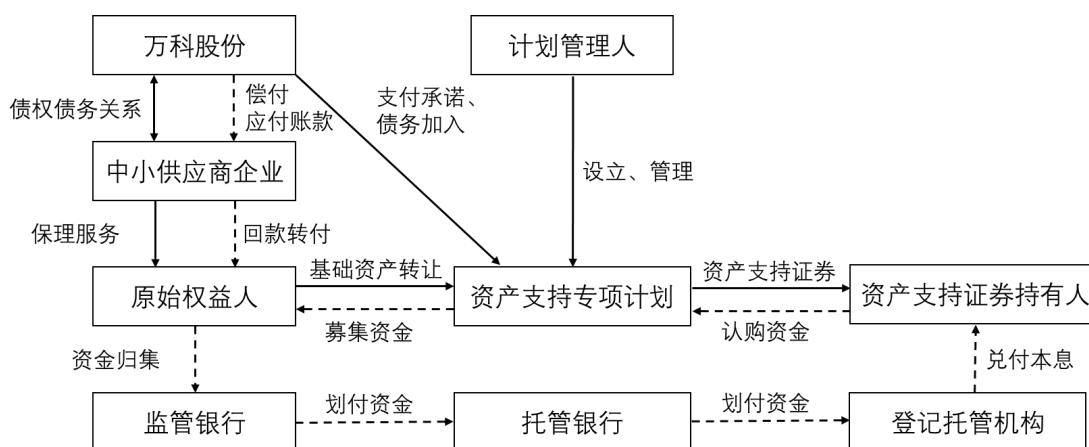


图 3-1 专项计划交易结构示意图

由图 3-1 所示，万科 38A1 专项计划起始于万科与上游中小供应商的应收账款债权债务关系。以中小企业为主的上游供应商作为债权人，与向万科旗下的项目子公司存在买卖产品、材料、服务等贸易关系，因而对万科股份项目子公司享有债权。万科在确认其子公司出具给供应商的确认债务关系法的相关文件上承诺加入该笔债务。

基于已确认的债权债务关系，一方保理与万科供应链上游企业签订保理合同，

一方保理基于合同要求这部分应收账款提供相关保理服务，并在特定条件下可将债权转让给专项计划。

基于已签订的保理合同，平安证券设立万科 38A1 专项计划，通过证券发行销售给合格投资者以筹集发行规模相应资金，并将一方保理手中的应收账款债权买入。

基于应收账款的全部债权转让给万科 38A1，一方保理取得资金并与平安证券签订相关协议，成为万科 38A1 专项计划的资产服务机构，帮助管理基础资产、资金池等相关事务。

最后在万科 38A1 专项计划到期日，万科作为共同债务人偿付合同约定款项至专项计划账户，由平安证券与相关托管银行负责按照约定将利益进行合理分配。由此万科 38A1 专项计划结束。

### 3.2.4 资产池情况

专项计划设立日 2019 年 1 月 22 日，截至当日资产池的未偿余额为 170,700.79 万元，涉及万科股份及下属公司债务人数量 184 个、供应链链条供应商 324 个，基础资产 495 笔。其中，最高未偿金额为 5,698.39 万元，平均每笔未偿金额为 344.85 万元，所有应收账款到期日均为 2020 年 1 月 14 日。下表 3-5 为专项计划设立日资产池概况。

表 3-5 万科 38A1 资产池概况

指标	数据	指标	数据
未偿余额（万元）	170,700.79	单笔最高未偿金额余额（万元）	5,698.39
债务人数量（个）	184	单笔平均未偿金额余额（万元）	344.85
债权人数量（个）	324	未偿金额最高的前五名债务人集中度	24.78%
应收账款笔数（笔）	495	未偿金额集中行业	房地产行业

数据来源：专项计划跟踪评级报告

由图 3-6 所示，将资产池中 495 笔应收账款规模分成八档。从应收账款金额来看，2,000 万元以上的应收账款占比最高，达 45.16%。从应收账款笔数来看，100 万以下规模的应收账款数量最多，高达 46.67%。

表 3-6 资产池应收账款余额分布

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/636005120012010034>