

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据 2020 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起机构保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日



信用等级公告

联合〔2020〕2543号

联合资信评估有限公司通过对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”项下“19 尚隽保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十四日



尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期 资产支持票据 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	存续规模(亿元)		占比(%)		评级结果	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
19 尚隽保理 ABN003 优先	12.02	12.02	92.19	92.19	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 尚隽保理 ABN003 次	0.64	0.64	4.91	4.91	NR	NR
票据合计	12.66	12.66	97.09	97.09	—	—
超额抵押	0.38	0.38	2.91	2.91	—	—
资产池合计	13.04	13.04	100.00	100.00	—	—

注：1.. NR 表示未予评级，下同；

2. 金额或占比加总不等于合计数为四舍五入所致，下同

跟踪评级基准日：

信托设立日：2019 年 12 月 30 日
 票据预计到到期日：2020 年 12 月 30 日
 本次跟踪期间：2019 年 12 月 30 日—2020 年 5 月 31 日
 跟踪基准日：2020 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 24 日

分析师

王笛 高维蔚 董聪

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。

根据交易结构安排，本交易所有入池资产所涉应收账款均获得上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）的差额补足承诺；同时，每笔应收账款也均获得世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）提供的不可撤销的连带责任保证担保。因此，世茂建设和世茂集团主体信用水平仍是决定“19 尚隽保理 ABN003 优先”的最终评级结果的主要因素。联合资信给予世茂建设和世茂集团主体长期信用等级均维持 AAA_{pi}¹。

经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“19 尚隽保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

本交易入池应收账款质量优良。本交易每笔应收账款均获得世茂建设承诺的不可撤销的差额补足义务和世茂集团提供的不可撤销的连带责任保证担保。考虑到联合资信给予世茂建设和世茂集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}，从而本交易入池应收账款信用质量优良，本交易面临的违约风险极低。

¹ “pi”指主动评级，即主要依据公开信息所做出的评级，联合资信在相应信用等级后加“pi”以示与委托评级的区别。

关注及风险缓释

1. **本交易存在一定的基础资产担保人可执行性风险。**本交易基础资产担保人世茂集团是外国企业法人，若未能按时完成外汇主管部门跨境担保登记备案相关手续，或将在操作层面影响其担保义务的履行。

风险缓释：世茂集团承诺，如果因外汇监管手续等原因导致无法直接以基础资产担保人境外资金承担担保责任的情形，基础资产担保人将协调其自身及下属全资子公司（孙）公司的境内可用资金、变现境内资产或提用境内银行授信提供相应资金汇入债权人监管账户或信托账户，以履行本协议项下的担保义务。

2. **本交易存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人、基础资产差额补足人及基础资产担保人均均为房地产企业，我国房地产行业目前属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。

风险缓释：世茂集团及世茂建设是国内知名房地产企业，经营管理情况良好，财务实力雄厚，并拥有极高的主体信用等级，违约风险极低。此外，联合资信将对房地产行业政策以及行业发展情况保持持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构尚隽商业保理（上海）有限公司和受托人云南国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要及票据兑付

本票据尚未开始兑付。截至本次跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产池未发生变化。

本交易的委托人/发起机构尚隽商业保理（上海）有限公司（以下简称“尚隽保理”）将其合法所有的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）并设立“尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第三期资产支持票据信托”，云南信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括19尚隽保理ABN003优先和19尚隽

保理ABN003次），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信托项下相应的信托受益权。

本交易共设置两档资产支持票据，19尚隽保理ABN003优先和19尚隽保理ABN003次（以下简称“票据”），19尚隽保理ABN003优先采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，实际发行利率为5.50%，预计存续期限为366天，还本付息方式为到期一次性还本付息；19尚隽保理ABN003次不设票面利率，到期一次还本，并且获得最终的清算收益。

截至本次跟踪基准日，本票据尚未开始兑付。

截至本次跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产池未发生变化。

表1 资产支持票据概况

（单位：亿元、%）

资产支持票据	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	首评	本次	首评			
19 尚隽保理 ABN003 优先	12.02	12.02	92.19	92.19	5.50	2020/12/30	正常
19 尚隽保理 ABN003 次	0.64	0.64	4.91	4.91	—	2020/12/30	正常
票据合计	12.66	12.66	97.09	97.09	—	—	—
超额抵押	0.38	0.38	2.91	2.91	—	—	—
资产池合计	13.04	13.04	100.00	100.00	—	—	—

二、服务机构履职能力分析

1. 资产服务机构

尚隽保理股东背景较强，整体运营情况良好，作为资产服务机构，尚隽保理的资产服务能力将直接影响到本交易资产池的信用表现，联合资信将持续关注其作为本交易资产服务机构的履约能力。

本交易的资产服务机构为尚隽保理。尚隽保理成立于2014年12月25日，系由世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）出资组建。截至2020年3月末，尚隽保理注册资本为5.79亿美元，其股东分别为北京帕冉工程咨询有限公司、上海世茂金融投资控股集团有限公司和世茂集团控股有限公司，持股比例分别为50.00%、33.33%和16.67%。

截至2019年末，尚隽保理资产规模为359.37亿元，负债规模为321.94亿元；所有者权益总额为37.44亿元。2019年，尚隽保理营业收入为23.91亿元，净利润为0.57亿元。

截至2020年3月末，尚隽保理资产规模为378.94亿元，负债规模为340.95亿元；所有者权益总额为37.99亿元。2020年一季度，尚隽保理营业收入为7.99亿元，净利润为0.33亿元。

2. 资金保管机构

中信银行公司治理规范、财务状况优良。中信银行作为本交易的资金保管银行，尽职

能力很强，能为本交易提供良好的服务。

本交易的资金保管机构为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）上海分行。中信银行成立于1987年，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一，2007年4月，实现在上海证券交易所和香港联合交易所A+H股同步上市。截至2019年底公司股本为489.35亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为65.37%。

截至2019年末，中信银行资产总额67504.33亿元；客户存款总额40388.20亿元，比上年末增长10.07%；不良贷款率1.65%；拨备覆盖率175.25%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率12.44%，一级资本充足率10.20%，核心一级资本充足率8.69%。2019全年，中信银行实现营业收入1875.84亿元，净利润489.94亿元。

中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防范线的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

3. 监管银行

招商银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强。联合资信认为本交易中因资金保管机构/监管银行引起的操作和履约风险极低。

本交易的监管银行为招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）。招商银行1987年成立于深圳蛇口，是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试

点银行。

截至2019年末，招商银行最大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例为18.03%。截至2019年末，招商银行资产总额74172.40亿元，其中贷款和垫款总额44906.50亿元；负债总额67995.33亿元，其中客户存款总额48444.22亿元；股东权益合计6113.01亿元；不良贷款率1.16%；不良贷款拨备覆盖率426.78%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率15.54%，一级资本充足率12.69%，核心一级资本充足率11.95%。2019年全年，招商银行实现营业收入2697.03亿元，净利润934.23亿元。截至2019年末，招商银行托管资产规模达13.23万亿元；2019年，实现托管业务收入36.05亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。同时，招商银行曾在多个资产支持证券化项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。

4. 受托人

云南信托经验丰富，经营状况良好，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易的受托人是云南信托。云南信托成立于1997年，截至2019年末，注册资本人民币12亿元。

截至2019年末，云南信托资产总额35.88亿元，所有者权益合计30.23亿元，2019年实现营业收入为8.84亿元，净利润4.03亿元。同期，云南信托管理信托资产规模达2008.49亿元。

云南信托遵循“紧跟市场步伐、深耕可持续业务、坚持风险与收益对等、聚焦重点

领域”的基本原则，以新技术与新产业为核心，不断创新进取，坚持服务实体经济，回归金融机构本源，追求风险可控下的最大投资回报。云南信托根据各内部机构在全面风险管理中的作用和功能不同，建立健全一个职责明确、功能健全、信息沟通顺畅的四道全面风险管理体系。云南信托倡导合规经营

三、重要主体信用分析

1. 基础资产差额补足人

本交易的基础资产差额补足人为世茂建设。联合资信给予世茂建设的主体长期信用等级为 AAA_{pi} ，评级展望为稳定。

世茂建设承诺对本交易基础资产债务人不足以支付尚隽保理所享有的标的应收账款项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务。世茂建设是由上海世茂投资管理有限公司（以下简称“世茂投资”）和上海万象（集团）股份有限公司（系上海世茂股份有限公司前身）于2001年3月16日共同出资设立，初始注册资本8000万元人民币。经多次股权转让后，Shimao Holdings Company Limited（以下简称“世茂控股”）持有世茂建设100%股权。截至2020年3月末，世茂建设注册资本为54000万元，实际控制人为许荣茂。

截至2019年末，世茂建设（合并）资产总额2781.10亿元，负债合计2096.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）685.02亿元，其中，归属于母公司所有者权益387.77亿元。2019年，世茂建设实现营业收入837.87亿元，净利润（含少数股东损益）133.87亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润96.37亿元；经营活动产生的现金流量净额224.80亿元，现金及现金等价物净增加额60.24亿元。

截至2020年3月末，未经审计的财务报表显示，世茂建设（合并）资产总额2972.71亿元，所有者权益725.07亿元（含少数股东权益317.07亿元）。2020年一季度，世茂建设实现

和风险管理的理念，努力培养全体员工遵纪守法和风险防范意识，通过定期内部培训学习保证全体员工及时了解国家法律法规和公司规章制度，使合规和风险防范意识贯穿到公司各个部门、岗位和环节。

营业收入141.28亿元，净利润24.26亿元。

（1）业务运营

世茂建设作为香港上市公司世茂集团在国内核心的房地产住宅业务运营主体，具备品牌知名度高、土地储备区域分布良好、行业竞争力较强等优势；近三年，世茂建设销售金额、营业收入和利润规模稳步增长，盈利能力处于较好水平。

世茂建设从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务，加之项目配套的物业管理等业务作为协同补充。同时，世茂建设亦承担了世茂集团在境内投资平台、资金平台及管理平台的职能，为世茂集团旗下企业提供资金融通和物业管理、咨询管理等服务。2019年，世茂建设实现营业收入837.87亿元，同比增长48.42%；2019年，世茂建设实现净利润133.87亿元，同比增长33.35%。世茂建设营业收入增长较快系因近年来世茂建设房地产业务结转项目规模扩大和2019年同一控制下合并福州世茂新城房地产开发有限公司（以下简称“福州世茂新城”）。

从收入构成看，房地产销售业务系世茂建设核心业务，2019年，营业收入贡献度在94%以上。世茂建设其他业务（包括物业管理、营销和咨询业务）逐年增长，主要系物业管理收入增加所致；世茂建设其他业务在营业收入中占比较低，影响不大。其中，营销和咨询业务系世茂建设为世茂集团及其下属公司提供技术支持咨询服务、工程项目咨询服务以及营销服

务。

从毛利率看，世茂建设房地产销售业务毛利率有所波动，但基本保持在 30% 左右；世茂建设其他业务毛利率波动下降，主要系受物业

管理毛利率下降影响所致。2019 年，公司综合毛利率较 2018 年小幅下降 1.33 个百分点，为 30.09%。

表 2 2017-2019 年世茂建设营业收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产销售	412.76	95.80	28.72	542.04	96.02	30.60	791.72	94.49	28.86
其他业务	18.10	4.20	61.04	22.49	3.98	51.15	46.16	5.51	51.19
合计	430.86	100.00	30.08	564.53	100.00	31.42	837.87	100.00	30.09

土地投资策略方面，世茂建设主要在一线城市、省会以及经济较为发达的二线城市获取土地；同时在一线、热点二线城市购房需求外溢的强三四线城市进行谨慎布局。从获取土地地段来看，在一线及强二线城市，世茂建设通常在地方政府大力规划的新兴区域或旧城改造区域拿地；在弱二线及三线城市，世茂建设偏向于在城市核心区域拿地。世茂建设投资土地成本更侧重于考虑开发项目预期毛利率，世茂建设仅考虑投资经测算可以达到公司毛利率要求的地块。总体看，近年世茂建设新增土地储备规模逐年增加，土地投资策略以一二线城市和一二线周边需求外溢的强三四线城市为主，土地储备区域分布较好。

项目开发情况方面，世茂建设采用总公司、区域公司、地区公司的三层管理架构，世茂建设房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。世茂建设侧重于精品住宅项目的开发，开发周期相对较长，通常在 2—3 年左右，采取滚动开发模式。2019 年，世茂建设新开工面积大幅增长主要系合并福州世茂新城、苏州世茂置业有限公司及加大对新获取土地的开工所致；随着已售项目逐步施工交付，世茂建设竣工面积同步呈现增长。截至 2019 年末，世茂建设在建面积 2842.19 万平方米，在建面积规模较大；世茂建设主要在建项目计划投资额合计 1732.80 亿元，尚需投资约 852 亿元，尚需投资规模较大，世茂建设未来面临一定的资本支出

压力。

房产销售情况方面，世茂建设产品定位为刚需型住宅和改善型住宅相结合，以改善型住宅为主，主打精装房。世茂建设销售方式以自销为主，代理销售为辅。世茂建设保持较高的销售增速；销售面积方面，随着可售房源的增加以及加快推盘，世茂建设销售面积增幅较大；销售价格方面，受益于世茂建设销售项目所在大部分区域房地产市场景气度较高，房价稳步上涨，带动世茂建设销售价格逐年增长。受上述因素综合影响，2019 年世茂建设签约销售金额为 1742.09 亿元，同比增长 112.28%。从销售区域看，2019 年，世茂建设销售金额较大的区域主要集中在福建区、浙江区、西部区、苏沪区，上述区域对世茂建设销售贡献较大。从在售项目销售情况看，截至 2019 年末，世茂建设主要在售项目可售建筑面积约 1238.20 万平方米，其中剩余未售面积 431.02 万平方米，整体去化水平尚可。2019 年，世茂建设房地产项目销售回款率（期间回款除以期间签约销售金额）为 75%，回款率较 2018 年下降 3 个百分点。总体看，2019 年，世茂建设签约销售面积和销售金额逐年增长，在售项目去化情况尚可，但回款率有待提高。

(2) 财务状况

2019 年，世茂建设非同一控制下企业合并新增子公司 30 家，同一控制下企业合并增加子公司 57 家，新设立等方式增加子公司 114 家，

处置子公司 17 家。

截至 2019 年底，世茂建设资产总额 2,781.10 亿元，负债合计 2,096.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）685.02 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 387.77 亿元。2019 年，世茂建设实现营业收入 837.87 亿元，净利润（含少数股东损益）133.87 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 96.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 224.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.24 亿元。

资产质量

世茂建设资产构成以存货为主；世茂建设独立、合作开发房地产项目主要分布在一二线城市及强三线城市，存货及长期股权投资发生跌价及减值的风险较小；其他应收款中应收关联方款项对资金形成占用；世茂建设货币资金较充裕，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

截至 2019 年末，世茂建设资产总额 2781.10 亿元，较年初增长 33.47%，其中流动资产占 83.06%，非流动资产占 16.94%，资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业情况。

截至 2019 年末，世茂建设流动资产 2309.88 亿元，较年初增长 32.72%，主要系货币资金和存货规模增加所致。截至 2019 年底，世茂建设货币资金 402.52 亿元，较年初增长 28.83%，其中银行存款占 99.92%。截至 2019 年底，世茂建设使用权受到限制的货币资金为 61.49 亿元，占比 15.28%，受限比例一般。截至 2019 年底，世茂建设存货账面价值 1479.66 亿元，较年初增长 44.73%，其中开发成本占 88.26%，开发产品占 11.74%。世茂建设存货主要位于一二线城市及强三线城市，当地经济、人口对房地产市场支撑较强，未来存货发生跌价的可能性较小，世茂建设未对存货计提跌价准备。由于世茂建设是世茂集团国内房地产业务的资金平台及管理平台，基于世茂集团统一调拨集团内资金的相关安排，世茂建设与关联方存在较大规模的往来款。截至 2019 年底，世茂建设其他应收款

300.21 亿元，较年初增长 0.56%；从细分项目看，应收股利 7.46 亿元，其他应收款项 292.75 亿元。世茂建设其他应收款项账龄以 1 年以内为主，计提坏账准备 0.61 亿元。截至 2019 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款合计占 22.25%，集中度尚可，均为应收关联方款项。世茂建设其他应收款中存在较大规模应收关联方款项，对资金形成占用。

截至 2019 年末，世茂建设非流动资产合计 471.22 亿元，较年初增长 37.30%，主要由长期股权投资（占 80.15%）和其他非流动资产（占 6.92%）构成。2019 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 6.09 亿元，宣告发放现金股利或利润 3.17 亿元；世茂建设合作开发的房地产项目区域分布较好，未来发生减值的风险不大，但需关注限购、限价等政策对项目去化影响。

截至 2019 年底，世茂建设所有权或使用权受限制的资产合计 137.32 亿元（受限货币资金 61.49 亿元、受限存货 75.81 亿元），占资产总额的 4.94%，世茂建设资产受限比率较低。

截至 2020 年 3 月底，世茂建设资产总额 2972.71 亿元，较 2019 年底增长 6.58%。资产构成方面，流动资产占 84.09%，较 2019 年底小幅提升 1.03 个百分点，资产构成仍以流动资产为主。同期，世茂建设流动资产 2499.81 亿元，较 2019 年底增长 8.22%；非流动资产 472.90 亿元，较 2019 年底增长 0.36%，变化不大。

负债

世茂建设负债逐年增长，以流动负债为主；世茂建设 2019 年底债务以短期债务为主，2020 年将面临一定债券集中偿还压力。

截至 2019 年末，世茂建设负债合计 2096.08 亿元，较年初增长 39.51%。其中，流动负债占比 97.56%，非流动负债占比 2.44%，以流动负债为主。截至 2019 年末，世茂建设流动负债 2044.89 亿元，较年初增长 44.76%，主要系应付账款和预收款项大幅增长所致。截至 2019 年底，应付账款 537.05 亿元，较年初增长 62.29%，

主要系随着项目增加，项目工程施工产生的应付账款大幅增长所致。截至 2019 年底，世茂建设预收款项 660.89 亿元，较年初大幅增长 75.55%，主要系当年可售房源增加，销售情况较好所致。较大规模的预收款项为世茂建设未来收入结转提供一定支撑。

截至 2019 年末，世茂建设非流动负债 51.20 亿元，较年初减少 43.04%，主要系应付债券于一年内到期转出所致。世茂建设非流动负债主要由长期借款（占 40.55%）和应付债券（占 56.42%）构成。

截至 2020 年 3 月末，世茂建设负债合计 2247.64 亿元，较年初增长 7.23%。其中，流动负债占比 95.72%，非流动负债占比 4.28%，以流动负债为主。

所有者权益

其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

所有者权益方面，截至 2019 年末，世茂建设所有者权益 685.02 亿元，较年初增长 17.87%，其中归属于母公司所有者权益占 56.61%。世茂建设归属于母公司所有者权益中，实收资本占 1.39%、资本公积占 0.28%、其他权益工具（永续债）占 9.80%、其他综合收益占比 0.36%、未分配利润占 88.17%。世茂建设所有者权益中，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

截至 2020 年 3 月底，世茂建设所有者权益 725.07 亿元，较 2019 年底增长 5.85%。

盈利能力

世茂建设盈利指标稳中向好，整体盈利能力较好。

盈利能力方面，随着世茂建设近年来房地产业务结转项目规模扩大及 2019 年同一控制下合并福州世茂新城，2019 年世茂建设营业收入为 837.87 亿元，较 2018 年同比增长 48.42%；世茂建设营业成本同步增长。2019 年，世茂建设营业利润和净利润分别为 180.81 亿元和 133.87 亿元。2020 年世茂建设营业收入为

141.28 亿元，同比增长 22.68%；世茂建设营业成本同步增长。2020 年第一季度，世茂建设实现营业收入 141.28 亿元，营业利润和净利润分别为 31.84 亿元和 24.26 亿元。

现金流

世茂建设经营活动现金流表现良好，世茂建设加大对合作开发项目的布局，投资活动现金流持续净流出，考虑到世茂建设在建项目及未来拿地资金需求，世茂建设仍存在一定融资需求。

从经营活动看，2019 年，受益于项目销售回笼资金规模增长，世茂建设经营活动现金流入呈逐年增长趋势，为 1001.86 亿元，较上年同比增长 20.94%。从投资活动看，2019 年，世茂建设投资活动现金流入受收回投资收到的现金影响波动较大，为 16.70 亿元。从筹资活动看，世茂建设筹资活动现金流入主要为吸收投资收到现金以及取得借款收到的现金，2019 年，为 157.13 亿元，较上年同比增长 51.14%。

2020 年 1—3 月，世茂建设经营活动现金流净额，投资活动现金流净额以及筹资活动现金流净额分别为 17.42 亿元、-6.67 亿元及 -0.03 亿元。

偿债能力

世茂建设长期和短期偿债能力指标表现良好，考虑到世茂建设储备项目充足且主要位于一、二线城市，未来随着在建项目的逐步竣工销售，盈利规模有望提升，世茂建设整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，2019 年，世茂建设流动比率、速动比率、现金短期债务比分别为 1.13 倍、0.41 倍和 3.08 倍，现金类资产对短期债务的保护程度很高。整体看，世茂建设短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，世茂建设 EBITDA 为 189.11 亿元，较上年增长 38.47%，其中利润总额占 95.39%、计入财务费用的利息支出占 4.07%、折旧占 0.47%、摊销占 0.07%，以利润总额为主。2019 年，世茂建设

EBITDA 利息倍数为 9.81 倍，对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比为 1.05 倍，对全部债务的覆盖程度高。整体看，世茂建设长期偿债能力强。

截至 2019 年底，世茂建设对外担保 98.41 亿元，均为关联方担保，占净资产的 14.37%，规模一般，若被担保企业未来经营情况不善，世茂建设将面临一定的代偿风险。

2. 基础资产担保人

本交易每笔应收账款均获得世茂集团提供的不可撤销的连带责任保证担保。联合资信给予世茂集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

世茂集团于 2004 年 10 月在开曼群岛注册成立，截至 2018 年末，注册资本为 5.00 亿港元，其控股股东为 Gemfair Investments Limited，持股比例为 59.00%，世茂集团实际控制人为许荣茂先生。

截至 2019 年末，世茂集团合并资产总额 4714.54 亿元，负债合计 3547.50 亿元，权益总额（含非控制性权益）1167.04 亿元，其中世茂集团权益持有人应占权益 662.55 亿元。2019 年，世茂集团实现收益 1115.17 亿元，年度利润（含非控制性权益）163.80 亿元，其中世茂集团权益持有人应占年度利润 109.12 亿元；经营活动现金流量净额为 294.80 亿元，现金及现金等价

物净增加额为 86.53 亿元。

（1）业务运营

世茂集团作为国内房地产开发龙头企业之一，土地储备较充裕且获取成本较低、合约销售规模不断增长、商业地产开发经验丰富、自持物业所处区域较好。世茂集团销售规模稳步增长、投资物业和酒店运营为其提供较为稳定的现金流补充。

世茂集团为国内大型高端地产开发和运营商，世茂集团业务板块涵盖物业开发、物业投资以及酒店经营。世茂集团已在全国范围内积累了丰富的项目开发经验及良好的品牌知名度，并在房地产市场树立了精品化标杆的品牌形象。

2019 年，世茂集团营业收入为 1115.17 亿元，同比增长 30.41%，主要系房地产结转收入增长所致；世茂集团综合毛利率为 30.61%，基本保持稳定。2019 年，世茂集团净利润分为 163.80 亿元，同比增长 33.05%，主要系销售收入和公允价值变动收益增加所致。

从各业务板块看，世茂集团主营业务为物业开发销售，2019 年，物业开发销售收入为 1052.91 亿元，占总收入的 94.42%；其他板块收入占比较小，对营业收入影响不大。

表 3 2017 - 2019 年世茂集团营业收入情况

（单位：亿元、%）

板块	2017 年		2018 年		2019 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
物业开发销售	667.96	94.85	809.07	94.61	1052.91	94.42
物业投资	9.92	1.41	10.91	1.28	14.28	1.28
酒店经营	17.08	2.43	19.08	2.23	20.97	1.88
物业管理及其他	9.30	1.32	16.07	1.88	27.01	2.42
合计	704.26	100.00	855.13	100.00	1115.17	100.00

土地获取方面，世茂集团近年来布局国家战略重点区域，包括京津冀、长江、海峡两岸、珠三角、成渝和山东半岛等核心城市群。自国家出台“因城施策”及其持续运行的影响下，

世茂集团自 2017 年起购地布局进行了相应调整，在布局经济发展水平较高的一二线的同时，关注一二线周边可承载外溢需求的且供需良好的三四线城市，紧跟各地城市更新政策和城市

发展规划。除土地招拍挂之外，世茂集团也通过合作、收购以及战略获取等多元化方式购地。

2019年，世茂集团新增土地储备项目115个，新增土地储备可售货值约5000亿元，三四线城市占50%以上；按土地用途看，2019年新增土地储备中，以住宅类（包括纯住宅和商住等）为主，占90%以上。截至2019年底，世茂集团旗下拥有349个项目，分布于全国120个城市，土地储备（权益前）达7679万平方米。

项目开发方面，世茂集团进入高速和高品质发展阶段；近年来先后推出“云系”“璀璨系”“国风系”“龙胤系”“天誉系”五大产品体系，在市场上有较好的认可度。2019年，世茂集团在建规模和竣工面积均增长。2020年，世茂集团计划在建面积达5500万平方米，竣工的总楼面面积达1150万平方米。

物业销售方面，2019年，世茂集团实现合约销售额为2600.70亿元，同比增长47.64%，主要系推盘力度加大所致。2019年，世茂集团平均销售价格为1.77万元/平方米，同比增长7.27%，基本保持稳定。截至2019年末，世茂集团可售面积约824万平方米；2020年，世茂集团预计推出可售面积约1992万平方米，总可售面积达2816万平方米。

总体看，世茂集团物业开发业务规模逐年增长，土地储备充裕，土地成本较低，可为未来利润提供保障。近年来，世茂集团开发规模不断扩大；受加大推盘力度的影响，销售规模逐年增长。

商业地产方面，世茂集团通过下属商业地产开发运营主体上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）来开展业务。截至2019年末，世茂集团持有世茂股份58.91%的股权。

世茂集团投资项目主要分布在长三角和环渤海区域，业态类型包括写字楼和商业广场，以自行培育项目商业环境获得增值为目的，并以租赁形式获得稳定的现金流。世茂集团主要投资项目包括上海世茂国际广场、常熟世茂世纪中心、北京世茂大厦、芜湖世茂滨江花园（商

业）、上海世茂商都、绍兴世茂迪荡新城（商业）、苏州世茂运河城（商业）、昆山世茂广场、徐州世茂东都（商业）、济南世茂国际广场等。2019年物业投资收入为14.28亿元，物业投资收入较上年增长30.89%，主要系上海世茂广场于2018年9月重新开业，租金收入涨幅较大所致。

总体看，世茂集团物业投资板块营业收入增速较快，物业所处区域较好，整体经营情况良好，可为世茂集团提供较为稳定的现金流补充。

酒店业务方面，截至2019年末，世茂集团已布局国内一二线城市及热门旅游目的地，已自持酒店22家，包括上海外滩茂悦大酒店、上海佘山茂御臻品之选酒店和上海世茂皇家艾美酒店等，拥有酒店客房数量近7200间。截至2019年底，世茂喜达已合作拥有“御榕”“茂御”“茂御居”等7个酒店品牌，并新签约39家世茂自主品牌酒店项目。

总体看，世茂集团酒店板块营业收入增速较快，与喜达屋资本共同成立世茂喜达，有助于未来酒店业务扩张，成为世茂集团新的业务增长点。

（2）财务状况

截至2019年底，世茂集团合并资产总额4714.54亿元，负债合计3547.50亿元，权益总额（含非控制性权益）1167.04亿元，其中本公司权益持有人应占权益662.55亿元。2019年，世茂集团实现收益1115.17亿元，年度利润（含非控制性权益）163.80亿元，其中本公司权益持有人应占年度利润108.98亿元；经营活动现金流量净额为294.80亿元，现金及现金等价物净增加额为86.53亿元。

资产质量

近年来，世茂集团资产规模稳步增长，资产主要以存货和投资物业为主，资产受限比例较低。世茂集团项目主要分布在一二线城市且2019年收并购规模加大，需关注未来三四线项目的去化情况及资本支出压力情况；投资物业地理位置较好，发生跌价及减值的风险较小，

整体看，世茂集团资产质量较好。

截至2019年底，世茂集团资产合计4714.54亿元，较年初增长24.86%，主要系流动资产增加所致。世茂集团资产构成中，流动资产占75.07%，非流动资产占24.93%，资产结构以流动资产为主。

截至2019年底，流动资产3539.26亿元，较年初增长22.53%，主要系存货增加所致。世茂集团流动资产以货币资金（占16.84%）、存货（占66.25%）、应收关联方款项（占6.49%）和应收贸易账款及其他应收账款及预付款项（占5.29%）为主。2019年底，世茂集团货币资金596.23亿元，较年初增长20.26%；其中受限制现金为72.66亿元，较年初增长23.39%，其中按揭贷款融资保证金10.75亿元（占14.79%）和用作借贷的保证金61.91亿元（占85.21%）。截至2019年底，世茂集团存货为2344.68亿元，较年初增长21.68%，主要系新增土地增加所致；其中发展中物业为2068.34亿元，占存货比重为88.21%，持作销售用途的落成物业为276.34亿元，占存货比重为11.79%；考虑到世茂集团近年来三四线城市布局增加较多，需要关注政策变动对世茂集团三四线项目去化和现金流回笼的影响。

截至2019年末，世茂集团非流动资产为1175.28亿元，较年初增长32.43%，主要系投资物业增加所致。世茂集团非流动资产主要由物业及设备（占13.55%）、使用权资产（占6.99%）、投资物业（占47.70%）和按权益法入账之投资（占20.56%）构成。世茂集团投资物业采用公允价值计量。截至2019年底，世茂集团投资物业560.63亿元，较年初增长51.97%，主要系发展中物业转入所致；其中投资物业受限账面价值为305.71亿元，占54.53%，已抵押作为世茂集团借贷的抵押品。

负债

负债方面，受开发项目规模扩大的影响，世茂集团整体负债规模逐年增长，债务负担有所加重，2020年存在一定的集中偿付压力；但

整体融资成本较为合理。

截至2019年末，世茂集团负债合计3547.50亿元，较年初增长30.27%，主要系流动负债增加所致。截至2019年末，世茂集团流动负债为2573.50亿元，较年初增长36.97%，主要系销售规模增加导致合约负债增加、在建项目增加导致应付贸易账款及其他应付账款增加共同影响所致。世茂集团流动负债主要由应付贸易账款及其他应付账款（占30.72%）、借贷（占14.29%）、合约负债（占29.01%）、应付所得税（占9.80%）和应付关联方款项（占16.13%）构成。截至2019年底，世茂集团非流动负债为973.99亿元，较年初增长15.37%，主要系非流动负债下的借贷增加所致。世茂集团非流动负债主要由非流动负债下的借贷（占92.17%）和递延所得税负债（占7.73%）构成。

截至2019年底，世茂集团非流动负债为973.99亿元，较年初增长15.37%，主要系非流动负债下的借贷增加所致。世茂集团非流动负债主要由非流动负债下的借贷（占92.17%）和递延所得税负债（占7.73%）构成。截至2019年底，世茂集团非流动借贷为897.73亿元，较年初增长15.35%，主要系世茂集团融资需求增加，于2019年新发行两笔高级票据和两笔长期债券所致。

所有者权益

所有者权益方面，世茂集团所有者权益逐年上升，但权益结构以保留盈利和非控制性权益组成，稳定性较弱。

截至2019年末，世茂集团所有者权益为1167.04亿元，较年初增长10.85%，其中归属于母公司所有者权益为662.55亿元，非控制性权益为504.49亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占0.52%，储备占99.48%；其中储备主要由保留盈利（占94.79%）和法定储备构成（占5.01%）。世茂集团所有者权益主要由保留盈利和非控制性权益组成，所有者权益稳定性较弱。总体看，世茂集团所有者权益逐年上升，但权益结构以保留盈利和非控制性权益组成，

稳定性较弱。

盈利能力

随着结转收入不断增长和公允价值变动收益增加的影响，世茂集团营业收入和净利润不断增长；同时，世茂集团投资物业公允价值变动收益、投资收益等对其利润的影响较小，整体看世茂集团盈利能力较强。

盈利能力方面，2019年，世茂集团实现净利润为163.80亿元，同比增长33.05%；主要系销售收入和公允价值变动收益增加所致。从盈利指标看，2019年，世茂集团总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为10.99%、7.57%和14.76%，公司盈利能力指标较强。从利润构成来看，2019年，世茂集团投资物业公允价值收益23.35亿元，同比增长22.25%，主要系投资物业增值及投资物业数量增加所致；世茂集团投资物业公允价值收益分别占当期营业利润的9.99%，对利润影响不大。2019年，世茂集团其他收益分别为3.52亿元，同比增长18.29%，主要系收购若干合营企业股权和及出售附属公司控制权产生的净收益增加所致。2019年，世茂集团投资收益（为港股报表中的按权益法入账之应占联营公司及合营企业业绩）为0.97亿元，主要系合作项目产生的投资收益变动所致。

现金流

世茂集团销售情况良好，经营活动现金流保持净流入状态；2019年以来收并购项目增加，投资活动现金流净流出规模进一步扩大；筹资活动现金流由净流入转为净流出状态，未来仍有一定融资需求。

从经营活动情况来看，2019年，世茂集团经营活动产生的现金流量净额294.80亿元；2019年，经营性现金流同比大幅增长12.34倍，主要系销售回款规模增加所致。从投资活动情况来看，2019年，世茂集团投资活动产生的现金流量净额-161.46亿元，呈持续净流出状态，其中2019年净流出规模进一步扩大，主要系收并购项目增加所致。从筹资活动情况来看，

2019年，世茂集团筹资活动产生的现金流量净额-46.80亿元，2019年由净流入转为净流出状态，主要系借款减少所致。考虑到世茂集团有较大规模的在建面积，未来仍有一定融资需求。

偿债能力

世茂集团长短期偿债能力较好，融资渠道畅通；同时考虑到公司多元化的业务布局、投资物业运营良好、稳健的财务政策，世茂集团整体偿债能力较好

从短期偿债能力指标看，2019年，世茂集团流动、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比率分别1.38倍、0.46倍、1.61倍和11.46%，整体看，世茂集团短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标来看，2019年，世茂集团EBITDA为330.91亿元。世茂集团EBITDA中，利润总额占70.62%、计入财务费用的利息支出占26.49%、折旧占2.21%、摊销占0.67%。2019年，世茂集团EBITDA利息保障倍数为2.43倍，EBITDA对利息的覆盖水平尚可；EBITDA全部债务比为0.26倍，EBITDA对全部债务覆盖水平尚可。整体看，世茂集团长期偿债能力指标较好。

截至2019年末，世茂集团及其附属公司整体银行及其他金融机构融资额度为500亿元，未使用额度143亿元；同时，世茂集团作为在香港联合交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

四、定量分析

联合资信根据资产池表现和外部环境状况进行了跟踪评级分析和测算。本交易基础资产的直接还款来源为债务人世茂集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司，若世茂集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司未足额支付应收账款全部未偿价款余额的，基础资产差额补足人世茂建设按约定在应收账款到期日后第2个工作日内将差额部分汇付至尚隽保理指定账户；对于应收账款项下

全部未偿价款余额，基础资产担保人世茂集团应按约定于应收账款到期日后第 3 个工作日内将全部应付款项汇付至尚隽保理的指定账户。联合资信给予世茂建设和世茂集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}，与 19 尚隽保理 ABN003 优先的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足 19 尚隽保理 ABN003 优先的预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，在 19 尚隽保理 ABN003 优先的发行利率为 5.50% 的情况下，基础资产预期现金流对 19 尚隽保理 ABN003 优先预期支出的保障程度达到 1 倍以上，因而本 19 尚隽保理 ABN003 优先的信用等级为 AAA_{sf}。

五、结论

联合资信对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“19 尚隽保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

附件 1 世茂建设主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	1507.18	2083.63	2781.10
所有者权益 (亿元)	459.98	581.18	685.02
短期债务 (亿元)	22.08	22.00	131.02
长期债务 (亿元)	99.51	87.89	49.64
全部债务 (亿元)	121.59	109.89	180.67
营业收入 (亿元)	430.86	564.53	837.87
净利润 (亿元)	70.54	100.39	133.87
EBITDA (亿元)	98.88	136.57	189.11
经营性净现金流 (亿元)	123.90	166.16	224.80
流动资产周转次数 (次)	0.35	0.38	0.41
存货周转次数 (次)	0.49	0.46	0.47
总资产周转次数 (次)	0.29	0.31	0.34
现金收入比率 (%)	101.67	129.03	118.13
总资本收益率 (%)	11.57	16.26	18.19
总资产报酬率 (%)	6.60	7.54	7.73
净资产收益率 (%)	13.68	19.28	21.14
营业利润率 (%)	26.95	26.20	25.39
费用收入比 (%)	5.51	4.88	4.66
资产负债率 (%)	69.48	72.11	75.37
全部债务资本化比率 (%)	20.91	15.90	20.87
长期债务资本化比率 (%)	17.79	13.14	6.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.73	10.71	9.81
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.81	1.24	1.05
流动比率 (倍)	1.31	1.23	1.13
速动比率 (倍)	0.60	0.51	0.41
现金短期债务比 (倍)	9.08	14.21	3.08
经营现金流动负债比率 (%)	13.10	11.76	10.99

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径；

2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

附件 2 世茂集团主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	3075.59	3775.97	4714.54
所有者权益 (亿元)	967.47	1052.80	1167.04
短期债务 (亿元)	183.26	313.06	369.22
长期债务 (亿元)	693.09	778.25	897.73
全部债务 (亿元)	876.35	1091.32	1266.95
营业收入 (亿元)	704.26	855.13	1115.17
净利润 (亿元)	105.71	123.11	163.80
EBITDA (亿元)	210.78	256.63	330.91
经营性净现金流 (亿元)	114.79	22.10	294.80
存货周转次数 (次)	0.07	0.36	0.36
总资产周转次数 (次)	0.05	0.25	0.26
总资本收益率 (%)	1.88	9.63	10.99
总资产报酬率 (%)	1.40	7.30	7.57
净资产收益率 (%)	2.16	12.19	14.76
营业利润率 (%)	24.73	26.21	25.54
费用收入比 (%)	4.43	6.77	6.72
资产负债率 (%)	68.54	72.12	75.25
全部债务资本化比率 (%)	47.53	50.90	52.05
长期债务资本化比率 (%)	41.74	42.50	43.48
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.33	2.43
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.24	0.24	0.26
流动比率 (倍)	1.64	1.54	1.38
速动比率 (倍)	0.66	0.51	0.46
现金短期债务比 (倍)	1.80	1.58	1.61

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2.由于世茂集团港股报表与国内会计准则存在不一致的地方，因此将主要调整内容加以说明：货币资金=现金及现金等价物+受限制现金；土地增值税已从所得税科目调整至税金及附加；利息收入已调整至财务费用科目；净利润=年度利润；计算 EBITDA 的折旧和摊销取自现金流量表中的物业及设备折旧、土地使用权摊销和使用权资产摊销；

3.融资租赁负债已调整至短期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

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	
总资本收益率	(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-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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务