

# 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《深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信用评级报告》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。



# 信用等级公告

联合[2018] 141 号

---

联合资信评估有限公司通过对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年八月一日



# 深圳市世纪海翔投资集团有限公司2018年度第一期 资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先级资产支持票据	150000.00	81.08	AAA <sub>sf</sub>
次级 A 类资产支持票据	1000.00	0.54	NR
次级 B 类资产支持票据	34000.00	18.38	NR
合计	185000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

## 交易概览

评估基准日：2016 年 12 月 31 日  
预期到期日：2036 年 7 月 22 日  
载体形式：信托型资产支持票据  
基础资产：委托人依据《西部信托·世纪海翔单一资金信托资金信托合同》等协议享有的信托受益权  
信用提升机制：超额抵押、优先/次级结构、触发机制、差额补足机制  
委托人/发起机构/流动性支持机构/保证人：深圳市世纪海翔投资集团有限公司  
受托人/受托机构：中建投信托股份有限公司  
项目公司：深圳市华拓置业投资有限公司、深圳豫盛投资发展有限公司、至卓飞高线路板（深圳）有限公司  
监管银行/资金保管机构：平安银行股份有限公司深圳分行  
主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司  
差额支付承诺人/流动性担保机构/信用增进机构：中国投融资担保股份有限公司  
资产服务机构：中裕睿信（北京）资产管理有限公司  
标的物业：项目公司拥有产权的鼎丰大厦、至卓飞高大厦和联合广场部分房产

## 评级时间

2018 年 8 月 1 日

## 分析师

张瀚 冯雪莹 崔健

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 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 评级观点

联合资信评估有限公司对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，在平安银行能在规定时限内成为抵押物的第一顺位抵押权人的前提下，考虑到差额支付承诺人的信用水平，确定“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时偿付和本金于预期到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低。

## 优势

1. 本交易以单一资金信托受益权作为基础资产，单一资金信托受益权下的信托贷款以标的物业作为抵押物。标的物业位于深圳市，地理位置优越，未来物业保值增值前景良好，资产评估机构于评估基准日给予抵押物的评估总价值为 301930 万元人民币，优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 49.68%，抵押担保措施对优先级资产支持票据本金的偿付具有较好的保障作用。
2. 本资产支持票据以优先/次级结构作为信用提升机制，优先级资产支持票据优先于次级资产支持票据获得本息偿付。
3. 本交易设置了差额支付事件和增信安排事件，由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）作为差额支付承诺人。

在信托利益分配时，如信托账户内的资金不足以支付各项税费和优先级资产支持票据的本息时履行差额支付义务，在票据售回时对产生的差额份额履行流动性担保义务。联合资信给予中投保的长期主体信用等级为 AAA，信用风险极低，能够为优先级资产支持票据的偿付提供强有力的信用支持。

4. 本交易基础资产对应的资金信托设置了多重担保机制。由深圳市世纪海翔投资集团有限公司对信托贷款提供保证担保。由深圳市华拓置业投资有限公司（以下简称“华拓置业”）的 72.73% 股权、至卓飞高线路板（深圳）有限公司（以下简称“至卓飞高”）的 100% 股权和深圳豫盛投资发展有限公司（以下简称“豫盛投资”）的 100% 股权作为质押担保。深圳市华拓置业投资有限公司、深圳豫盛投资发展有限公司、至卓飞高线路板（深圳）有限公司提供不动产使用权抵押担保。以上担保机制对优先级资产支持票据的本息兑付起到了较好的信用支持。
5. 本交易项下资产服务机构中裕睿信（北京）资产管理有限公司将持有信托设立时次级 A 类资产支持票据，这将有利于激励其较好地履行相关职责。

#### 关注及风险缓释

1. 本交易抵押物鼎丰大厦和至卓飞高大厦尚处于被抵押状态，抵押权利人分别为中国建设银行股份有限公司深圳市分行和平安银行股份有限公司深圳分行，抵押财产存在一定的物权风险。  
风险缓释：抵押人在单一资金信托抵押合同中承诺，自信托贷款发放之日起 60 个工作日，抵押人应当负责使西部信托登记为抵押物的第一顺位抵押权人。
2. 本交易还款依赖于项目公司经营收入及其他收入，借款人主营业务为房地产经营管

理，借款人的持续稳定运营能力会对资产支持票据利息、本金的偿付造成直接影响。  
风险缓释：豫盛投资和华拓置业的历史运营收入较为稳定。2014 年至卓飞高旗下物业至卓飞高大厦完成旧工业厂房的更新改造投入运营，相较于 2014 年，至卓飞高的运营收入在 2015 和 2016 年出现较大幅度提升。随着至卓飞高大厦物业经营的稳定，至卓飞高的营业收入水平趋于平稳。总体而言，项目公司具有多年的物业运营经验，物业的运营已进入平稳期，联合资信将持续关注其运营风险。

3. 本交易优先级资产支持票据各期利息和期间本金的偿付依赖于标的物业的租金收入及其他收入，如果房地产行业出现巨幅波动，或承租人出现逾期、违约或提前退租，物业出现空置或新租赁价格下调，项目公司的经营收入可能会出现波动，交易面临一定的流动性风险。

风险缓释：本交易标的物业所处地理位置优越，交通便利，设计水平良好，周边商业设施便利，续租情况良好。根据现金流评估预测机构提供报告结果，经联合资信测算，考虑备付金机制的基础上，票据交易各期可分配资金对优先级资产支持票据利息、本金的最低覆盖倍数为 1.47 倍，当期应分配优先级资产支持票据应付利息、本金均可足额覆盖。且本交易安排了中国投融资担保股份有限公司作为差额支付承诺人，在差额支付启动日履行差额支付义务，对优先级资产支持票据本息的偿付起到了保障作用。

4. 信托存续期内，资产支持票据存续期内第十个普通分配兑付日为售回行权日，优先级票据持有人可以全部或部分售回资产支持票据，票据或将面临转售失败风险。  
风险缓释：世纪海翔作为流动性支持机构会购买转售的差额部分，若世纪海翔未能进行差额购买，则中投保作为流动性担保

机构将收购基础资产或者履行流动性担保义务，该设置较好的缓释了转售失败风险。

5. 在本资产支持票据到期之时，华拓置业、豫盛投资和至卓飞高将面临较大规模资金支出以偿付未偿本金及当期利息，项目公司一次性还款压力较大。

风险缓释：本交易到期时，优先级资产支持票据的本金偿还主要依赖于项目公司的再融资能力，并以抵押物处置变现收入作为交易还款保障。根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司提供的估值计算，本交易优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 49.68%，抵押物对优先级资产支持票据的偿付有一定的保障。

6. 商业地产与经济增速紧密关联，近年来我国经济持续放缓，同时受网络电商平台的冲击，商业营业用房整体呈现供过于求态势，商业地产行业增速波动下行。项目公司营业收入水平、本交易抵押物价值会受到商业地产行业的发展状况影响，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信评级过程中已经考虑商业地产行业波动对物业未来现金流入及估值带来的影响，联合资信也将持续关注国家宏观政策变化和商业地产行业发展情况。

## 声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构深圳市世纪海翔投资集团有限公司和主承销商光大证券股份有限公司提供，联合资信评估有限公司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发起机构深圳市世纪海翔投资集团有限公司和受托机构中建投信托股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份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。
- 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，未因深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份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、本期信托单位信用评级结果的有效期为“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据存续期，根据跟踪评级的结论，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、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的委托人深圳市世纪海翔投资集团有限公司（以下简称“世纪海翔”）将其持有的“西部信托·世纪海翔单一资金信托”（以下简称“资金信托”）信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过中建投信托股份有限公司（以下简称“中建投信托”）设立“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托”，由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）作为本交易的差额支付承诺人。资金信托的受托人西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）向项目公司发放 185000 万元信托贷款。中建投信托以受托的基础资产所产生的现金流作为收益支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据（包括次级 A 类和次级 B 类资产支持票据，下同）。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。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/担保人/流动性支持机构：深圳市世纪海翔投资集团有限公司
受托人/受托机构：中建投信托股份有限公司
资金信托受托人：西部信托有限公司
差额支付承诺人/流动性担保机构/信用增进机构：中国投融资担保股份有限公司
资金保管机构/保管人：平安银行股份有限公司深圳分行
资产服务机构：中裕睿信（北京）资产管理有限公司
监管银行：平安银行股份有限公司深圳分行
主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司
联席主承销商：渤海银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：北京市金杜律师事务所
会计师：华普天健会计师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
资产评估机构：深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司
项目公司：深圳市华拓置业投资有限公司、深圳豫盛投资发展有限公司、至卓飞高线路板（深圳）有限公司

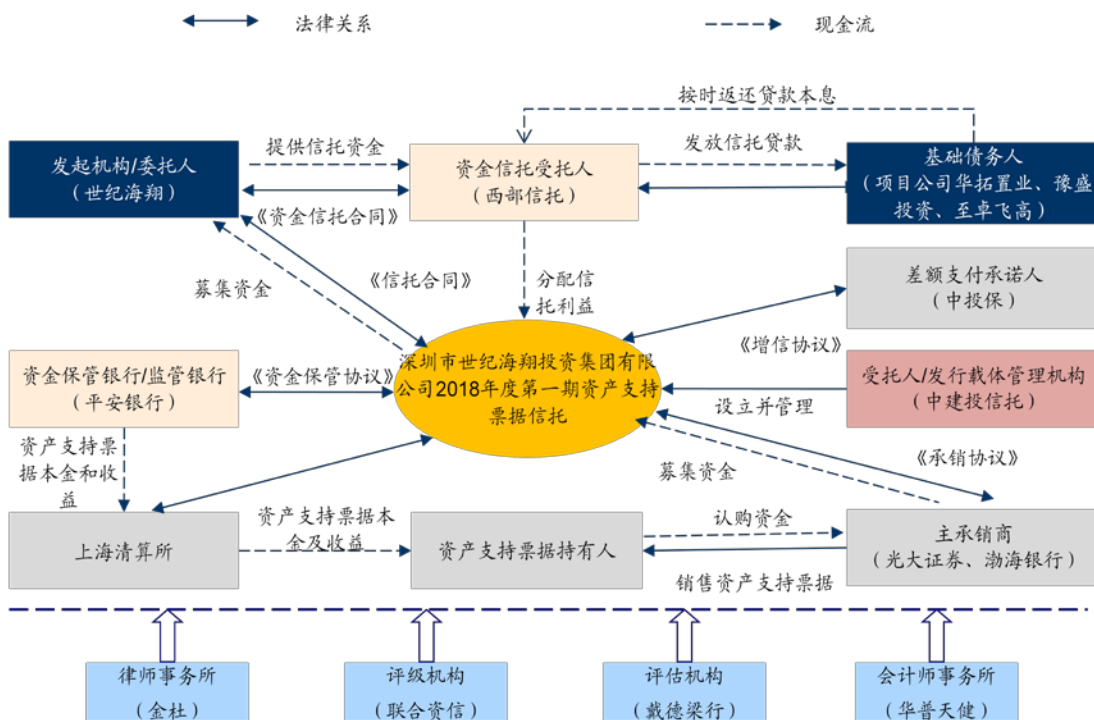


图 1 交易安排

## 2. 基础资产

本交易的基础资产系指由委托人深圳市世纪海翔投资集团有限公司（以下简称“世纪海翔”）基于《西部信托·世纪海翔单一资金信托资金信托合同》享有的信托受益权，单一资金信托向项目公司发放信托贷款，项目公司是指深圳市华拓置业投资有限公司（以下简称“华拓置业”）、深圳豫盛投资发展有限公司（以下简称“豫盛投资”）、至卓飞高线路板（深圳）有限公司（以下简称“至卓飞高”）。信托贷款的总规模为185000万元，由资金信托受托人西部信托分别向项目公司发放，其中向华拓置业发放贷款7400万元，贷款期限为18年，向豫盛投资发放贷款114700万元，贷款期限为18年，向至卓飞高发放贷款62900万元，贷款期限为18年。项目公司在第三个还款日（含）起的每一个还款日有提前偿还全部或部分信托贷款的权利。在未发生贷款提前到期事件的情形时，票据持有人有权在资产支持票据存续期内第十个普通分配兑付日要求票据售回。贷款还款来源于物业资产取得的运营收入，项目公司自贷款放款日第3年末起每年有提前偿还全部或部分信托贷款的权利。本交易基础资产的信托贷款设置了多重抵/质押担保机制，即项目公司以其合法所有的房屋及其占用范围内的建设用地使用权提供抵押担保，以项目公司的全部或部分股权和标的物业的租金收入提供质押担保。

## 3. 资产支持票据

本票据计划发行规模为185000万元，包括优先级资产支持票据和次级资产支持票据（包括次级A类和次级B类资产支持票据），其中优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易优先级票据预计发行150000万元，预计存续18年，在未发生贷款提前到期事件的情形时，票据持有人有权自信托生效日所在自然年度起（不含）第10个自然年度要求票据售回。优先级票据按计划在存续期内自2019年（含）起每一自然年度的7月22日按计划摊还本金。优先级票据采用固定利率，按年付息，初始票面利率根据集中簿记建档结果确定。在每个票面利率调整公告日（即信托第3n（n=1,2,3,4,5,6）个及第十个普通分配兑付日前（不包括该日）的第50个工作日）前，受托人应与相关机构协商（在第3n（n=1,2,3,4,5,6）个普通分配兑付日对应的票面利率调整公告日前，与世纪海翔和投资人协商确定是否对优先级资产支持票据的票面利率进行调整；在第十个普通分配兑付日对应的票面利率调整公告日前，应与世纪海翔和流动性担保机构协商）。次级票据预计发行规模为35000万元，其中次级A类票据预计发行规模为1000万元，全部由资产服务机构中裕睿信（北京）资产管理有限公司认购并持有，设有年化收益率不超过12%的期间收益。次级B类票据预计发行规模为34000万元，全部由委托人世纪海翔认购并持有，不设票面利率，在每个兑付日分配剩余收益。

表2 资产支持票据概况单位：万元/%

名称	信用级别	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日
优先级	AAA <sub>sf</sub>	分期摊还	按年	150000.00	81.08	固定利率	2036年7月22日
次级A类	NR	—	按年	1000.00	0.54	—	2036年7月22日
次级B类	NR	—	按年	34000.00	18.38	—	2036年7月22日

## 二、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人深圳市世纪海翔投资集团有限公司（以下简称“世纪海翔”）持有的资金信托受益权，资金信托向项目公司发放 185000 万元信托贷款。优先级票据各期利息和期间本金的最终还款来源主要为项目公司全部经营收入（含物业资产收入）及其他收入，优先级票据到期一次性偿还本金的兑付主要依赖于委托人世纪海翔的再融资能力和抵押物的变现价值。因此上述收入以及抵押物的变现价值对优先级票据利息、本金的偿付具有重要作用。

### 1. 鼎丰大厦

#### （1）鼎丰大厦基础概况

本交易物业资产之一是豫盛投资依法所有的深圳市罗湖区滨河路鼎丰大厦商业(1F-4F)、办公(5F-15F)、宾馆(16F-27F)房地产。鼎丰大厦于 2010 年竣工，是集商业、办公及宾馆于一体综合物业，总占地 5529.1 平方米，总建筑面积 45694.76 平方米，目前鼎丰大厦主体结构完好，外观无明显破损，楼宇设备设施齐全，总体运行正常，维护状况良好。鼎丰大厦位于罗湖金三角商圈中心位置，交通十分便捷，自驾和公交出行均可便利到达。罗湖金三角商圈内写字楼项目较多，作为深圳市三大中央商务区之一，有许多大型企业及机构总部设立于此。鼎丰大厦定位为高端办公楼，毗邻两栋甲级写字楼、两处大型商业综合体及各个高端酒店，周边商务商业氛围浓厚，人流量较大。

#### （2）租金收入情况

鼎丰大厦所涉及租金收入主要为商业租金、办公租金及宾馆租金三个板块，2014~2016 年，鼎丰大厦合计租金收入呈下降趋势，分别为 8690.99 万元、7529.30 万元和 7277.09 万元，近三年鼎丰大厦租金收入情况见表 3。2015 年，一租户拖欠租金引发诉讼纠纷，该租户对涉案物业进行诉讼保全，涉案物业无法重新出租，

出租率相较 2014 下降 19.85%，租金总收入仅为 2014 年的 86.63%。2016 年出租率虽然有所回升，但由于国家营改增政策的实施，收入统计口径与往年不同，为增值税后收入，数据显示 2016 年租金总收入较 2015 年有所下降。如表 3 所示。

表 3 近三年租金收入情况单位：万元/%

时间	租金收入	租金收缴率	出租率
2014 年	8690.99	95.64	102.80
2015 年	7529.30	95.82	82.95
2016 年	7277.09	98.30	94.84

资料来源：世纪海翔

商业部分可出租建筑面积为 8324.47 平方米，截止 2016 年底已出租面积合计约为 8324.47 平方米，出租率约为 100%，租赁期限为 1 年至 20 年不等，平均签约租金为 288 元/平方米/月，大部分租户无免租期，租约在租约期内有递增，递增率约为每两年 4%-7%。商业部分近三年出租率和平均单位租金情况如表 4 所示。为发展重要客户，部分楼层以办公物业进行出租，因此 2016 年商业部分的平均单位租金降幅明显。

表 4 商业部分近三年出租率和平均单位租金情况

时间	平均出租率 (%)	平均单位租金 (元/平方米/月)
2014 年	49.00	464.00
2015 年	47.00	512.00
2016 年	100.00	288.00

办公部分可出租面积合计约为 17854.43 平方米，截止 2016 年底已出租面积合计约为 15252.28 平方米，出租率约为 85%，租赁期限为 0.4 年至 10 年不等，平均签约租金为 170 元/平方米/月，大部分租约在租约期内有递增，租金在租约期内有不同程度递增，递增率多为每三年递增 4%-8% 不等。办公部分近三年出租率

和平均单位租金情况如表 5 所示。

表 5 办公部分近三年出租率和平均单位租金情况

时间	平均出租率 (%)	平均单位租金 (元/平方米/月)
2014 年	76.00	171.00
2015 年	77.00	194.00
2016 年	85.00	170.00

宾馆可出租面积合计约为 19515.86 平方米，截止 2016 年底已出租面积合计约为 19515.86 平方米，出租率约为 100%，其中实际用途为宾馆部分有 12991.82 平方米，其余 6524.04 平方米实际用途为办公。宾馆部分租赁期限为 0.1 年至 15 年不等，宾馆部分平均签约租金为 101 元/平方米/月，租金在租约期内有不同程度递增，递增率多为每三年递增 6%-8%。宾馆部分近三年出租率和平均租金情况如表 6 所示。

表 6 宾馆部分近三年出租率和平均租金情况

时间	平均出租率 (%)	平均单位租金 (元/平方米/月)	
		宾馆	办公
2014 年	100.00	67.00	153.00
2015 年	100.00	67.00	155.00
2016 年	100.00	71.00	158.00

从数据来看，商业部分的平均单位租金有较大降幅，出租率提升明显；办公和宾馆部分平均单位租金、出租率总体较为稳定。

### (3) 历史运营支出情况

鼎丰大厦的运营支出费用主要包括人工成本、管理费和相关税费三大块，历史运营支出近三年呈下降趋势。2014 年至 2016 年的实际运营支出情况见表 7。

表 7 历史运营支出情况单位：万元

运营支出	2014 年	2015 年	2016 年
人工成本	170.35	168.75	143.35
管理费	604.57	374.74	229.84
相关税费	743.48	848.19	827.88
<b>合计</b>	<b>1518.40</b>	<b>1391.68</b>	<b>1201.07</b>

### (4) 抵押物价值分析

本交易抵押物业房屋总建筑面积为 45694.76 平方米。截止价值评估日 2016 年 12 月 31 日，房地产市场价为人民币 184440.00 万元，楼面单价为 40363 元/平方。

根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）出具的编号为 F/BJ/1706/0107-1/LR/CH 的《中国广东省深圳市罗湖区滨河路鼎丰大厦商业（1F-4F）、办公（5F-15F）、宾馆（16F-27F）房地产之市场价值》报告，对于商业及办公部分，戴德梁行采用了比较法和现金流量折现法对市场价值进行了测算；对于宾馆部分，由于市场成交案例稀少，可参考性不强，戴德梁行仅采用了现金流量折现法对市场价值进行测算。经过初步测算，并详细考虑了影响房地产价值的各项因素，确定鼎丰大厦在价值时点 2016 年 12 月 31 日的评估价值为 184440.00 万元，明细见表 8。

表 8 抵押物估值情况

单位：平方米/万元/%

对象	建筑面积	比较法	权重	现金流量折现法	权重	评估总价
商业	8324.47	70860.00	50.00	62900.00	50.00	66880.00
办公	17854.43	71130.00	50.00	67770.00	50.00	69450.00
宾馆	19515.86	—	—	48110.00	100.00	48110.00
<b>总计</b>	<b>45694.76</b>	—	—	—	—	<b>184440.00</b>

资料来源：戴德梁行提供

总体来说，抵押物商业部分出租情况有一定的浮动，办公和宾馆部分出租情况较为稳定，整体的收益情况具有可预测性和持续性，区域租赁市场较发达，联合资信认为戴德梁行通过采取比较法和现金流量折现法得到的抵押物价值较合理。

## 2. 至卓飞高大厦

### (1) 至卓飞高大厦基础概况

本交易物业资产之二是至卓飞高依法持有的地处深圳市南山区蛇口工业大道（现为南海大道）以东、荔园路以西至卓飞高大厦工业房地产。至卓飞高大厦现推广名为“海翔广场”，海翔广场以“花样年艺术中心，文化产业园区”立项，于2014年完成旧有工业厂房的更新改造，总用地面积11208.50平方米，总建筑面积约为52340平方米，其中地上建筑面积为40221.57平方米，建筑高度43.7米，建筑层数地下3层至地上9层，地下1层为汽车库及设备用房，地下2至3层为设备用房，地上1至9层用途为文化产业园区工业物业，做产业园区办公使用。海翔广场交通出行便捷，地理位置良好，周围分布多条公交线路，距离最近的地铁站也仅有600米。南山区蛇口片区内旧工业区早在2010年前后就开始了升级改造，目前已建成多处产业研发用房、标准写字楼和商业配套广场。海翔广场周边有多个高端住宅及公寓，周边环境发展成熟，可以满足商务人士办公、生活的需求。

### (2) 租金收入情况

至卓飞高大厦抵押物业所涉及租金收入主要来源于产业园区办公租金收入，2015~2016年，租金收入分别为579.33万元、3682.48万元，近两年至卓飞高大厦租金收入情况见表9。

表9 近两年租金收入情况

年份	租金收入(万)	租金收缴率(%)	出租率(%)	平均单位租金(元/平方米/月)
2015	579.33	100.00	50.00	114.00
2016	3682.48	99.01	97.00	118.00

资料来源：世纪海翔、戴德梁行提供

至卓飞高大厦抵押物业证载建筑面积为40221.57平方米，其中封闭空间128.91平方米，可出租建筑面积为40092.66平方米，截至2016年12月31日，已出租面积为39579.37平方米，出租率约为99%，租赁期限为0.6年至15年不等，平均签约租金为118元/平方米/月，大部分租户无免租期，大部分租约在租约期内递增率为5%-8%。

至卓飞高大厦于2014年完成旧有工业厂房的更新改造，2015年10月正式对外出租，2016年租金收入增长明显，且租金收缴率和出租率都处在较高水平。

### (3) 历史运营支出情况

至卓飞高大厦抵押物业的运营支出费用主要包括人工成本、管理费和相关税费三大块，2015年10月正式对外出租以来，运营支出有所增加。2014年至2016年的实际运营支出情况见表10。

表10 历史运营支出情况单位：万元

运营支出	2014年	2015年	2016年
人工成本	78.40	98.70	83.70
管理费	24.60	59.30	102.30
相关税费	89.00	124.80	63.00
合计	192.00	282.80	249.00

### (4) 抵押物价值分析

本交易抵押物业房屋总建筑面积为40221.57平方米，截止价值评估日2016年12月31日，房地产市场价为人民币101610.00万元，楼面单价为25263元/平方。

根据深圳市戴德梁行出具的编号为F/BJ/1706/0107-2/LR的《中国深圳市南山区蛇口工业大道（现为南海大道）以东、荔园路以西至卓飞高大厦工业房地产之市场价值》，戴德梁行采用了比较法和现金流量折现法对至卓飞高大厦销售部分2至5层的市场价值进行了测算，自持部分1层及6至9层采用现金流量折现法测算，经过初步测算，并详细考虑了影响房地产价值的各项因素，确定至卓飞高大厦在价值时

点2016年12月31日的评估价值为101610.00万元，明细见表11。

表11 抵押物估值情况

单位：平方米/万元/%

对象	建筑面积	比较法	权重	现金流量折现法	权重	评估总价
2至5层	19209.14	55460.00	50.00	43350.00	50.00	49410.00
1层及6至9层	20883.52	—	—	52200.00	100.00	52200.00
封闭空间	128.91	—	—	—	—	—
<b>总计</b>	<b>40221.57</b>	—	—	—	—	<b>101610.00</b>

资料来源：戴德梁行提供

总体来说，抵押物出租率接近100%，出租情况很好，商业空置率很低，抵押物涉及的区域可比案例较多，并且收益情况具有可预测性和持续性，区域租赁市场较发达，联合资信认为戴德梁行通过采取比较法和现金流量折现法得到的抵押物价值较合理。

### 3. 联合广场

#### (1) 联合广场概况

本交易物业资产之三是华拓置业依法持有的位于深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场A座10层整层、47层整层、48层局部办公及B座303商业房地产。联合广场总占地约1.8万平方米，总建筑面积约21.6万平方米，建成于1998年，包括2栋写字楼、1栋四星级酒店(深圳格兰德假日酒店)，集商贸、金融、展览、餐饮、宾馆于一体。深圳市福田区岗厦片区内写字楼项目较多，办公氛围良好，商务配套较为齐全，商业成熟度较高，商务及商业氛围浓厚，人流量较大；片区内有多个酒店，多个高端住宅，教育、医疗、银行等配套完善，可以满足商务人士的住宿需求。

#### (2) 租金收入情况

2014~2016年，抵押物业合计租金收入呈稳步上升趋势，分别为729.00万元、772.00万元和797.00万元，近三年抵押物租金收入情况见表12。

表12 近三年租金收入情况单位：年/万元/%

年份	租金收入(万)	租金收缴率(%)	出租率(%)	平均单位租金(元/平方米/月)
2014	729.00	100.00	100.00	78.12
2015	772.00	100.00	100.00	80.72
2016	797.00	100.00	91.00	92.53

资料来源：世纪海翔、戴德梁行提供

联合广场抵押部分可出租建筑面积为6740.08平方米，截至估计时点2016年12月31日已出租部分建筑面积为6100.01平方米，出租率为91%，租赁期限为1年至5年不等，估价对象平均签约租金为92.53元/平方米/月，大部分租户无免租期，大部分租约在租约期内递增6%-8%。

从数据来看，联合广场抵押部分租金总收入、单位租金稳中有升，出租率及租金收缴率都处在较高水平。

#### (3) 历史运营支出情况

联合广场抵押部分的运营支出费用主要包括人工成本、管理费和相关税费三大块。2014年至2016年的实际运营支出情况见表13。

表13 历史运营支出情况单位：万元

运营支出	2014年	2015年	2016年
人工成本	78.40	98.70	83.70
管理费	24.60	59.30	102.30
相关税费	89.00	124.80	63.00
<b>合计</b>	<b>192.00</b>	<b>282.80</b>	<b>249.00</b>

(4) 抵押物价值分析

本交易抵押物房屋总建筑面积为6740.08平方米，截止价值评估日2016年12月31日，房地产市场价为人民币15880.00万元，楼面单价为23561元/平方。

根据深圳市戴德梁行出具的编号为F/BJ/1706/0107-3/EL《中国广东省深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 座 10 层整层、47 层整层、48 层局部办公及 B 座 303

商业房地产》报告，戴德梁行采用了比较法和现金流量折现法对联合广场办公房地产的市场价值进行了测算，并详细考虑了影响房地产价值的各项因素，确定华拓置业拥有之联合广场 A 座 10 层整层、47 层整层、48 层局部办公及 B 座 303 商业房地产，总建筑面积为 6740.08 平方米，于 2016 年 12 月 31 日之房地产市场价值为人民币 15880.00 万元。明细如下表 14。

表14 抵押物估值情况

单位：平方米/万元/%

对象	建筑面积	比较法	权重	现金流量折现法	权重	评估总价
商业、办公	6740.08	171400.0	50.00	14610.00	50.00	15880.00

资料来源：戴德梁行提供

总体来说，抵押物产交通便利，周边商业设施便利，出租率较高，出租情况很好，商业空置率很低，抵押物涉及的区域可比赛例较多，联合资信认为戴德梁行通过采取比较法和现金流量折现法得到的抵押物价值较合理。

4. 商业地产行业分析

(1) 商业地产行业概要

商业地产行业是房地产行业的一个子行业，一般是指按照用途划分，用于商业用途的房地产产品。商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资价值突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，中产时代的商业潮流来临，消费市场需求增加，商业地产投资呈现增长态势。2016年，我国商业营业用物业完成投资额1.58万亿元，占房地产开发投资完成额的15.44%。全国商业营业用物业完成投资情况如图2所示。

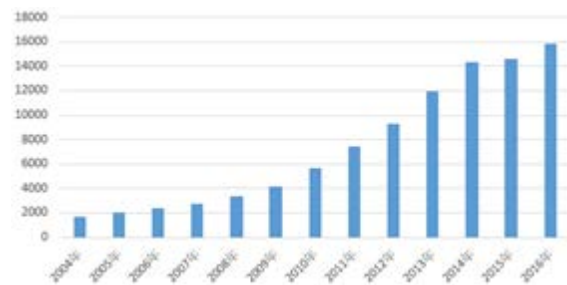


图2 全国商业营业用物业完成投资情况

数据来源：Wind资讯

近年来，随着我国国民经济的发展，人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速保持在较高水平。如图 3 所示，2005 年以来，商业营业用物业投资额增速保持了年均 20.55% 的较高增速，特别是 2008 年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用物业投资额增速在 2010 年达到 35.11% 的高水平，其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用物业投资增速逐年回落，尤其是 2015 年，受网络电商平台冲击，商业地产投资增幅大幅回落，其中商业营业用物业投资增速下降至 1.82%，为 1998 年以来的最低点，2016 年商业营业用物业投资增速有所上升，为 8.4%。全国商业营业用物业投资增速如图三所示。

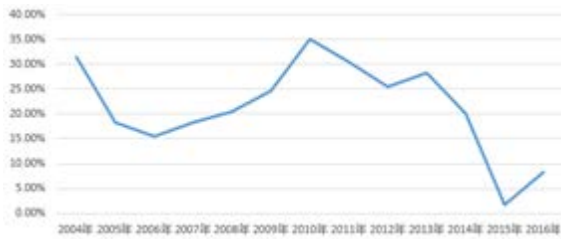


图3 全国商业营业用物业投资增速

数据来源：Wind 资讯

## (2) 市场供需情况

从商业营业用物业市场供求情况来看，2008年至2014年商业营业用物业的竣工面积和销售面积都保持了增长态势，其中竣工面积2008年至2014年平均增速达到9.37%，销售面积2008年至2014年以年均9.67%的速度增长。但是2015年商业营业用物业的竣工面积和销售面积增速均出现明显下滑。2016年商业营业用物业竣工面积同比上涨4.10%至12518.08万平方米，销售面积增速为16.80%，共销售10811.96万平方米。从供求关系来看，近年来，商业营业用物业的竣工面积持续显著高于销售面积，整体呈现供过于求的态势。

总体看，由于商业地产与经济增速紧密关联，虽然近年来我国经济持续放缓，但是随着中产时代的商业潮流来临，消费市场需求增加，加之住宅市场遭遇频繁调控，商业地产行业迎来了新的发展契机。

## 5. 深圳市商业房地产市场分析

### (1) 深圳市优质商业物业市场分析

截至2016年末，深圳市优质购物中心总存量面积为258万平方米，主要分布于罗湖、福田和南山三个区域。

近三年，深圳市核心区域优质商业物业的新增供应有限，物业空置率逐步降低，稳定在5%左右。随着新增供应入市，一段时间内空置率将有所提高，随着新物业的逐渐消化，空置率将平稳下降。2016年深圳市核心区域优质商业物业空置率平均在3.14%。

未来五年，深圳市预计将有总体量超过300

万平方米优质商业物业入市，未来新增商业主要为综合体大型商业，且商业形态主要为集中式购物中心，除核心区域外，外围区域商业也将加速发展。随着未来新增供应量的继续增加，加上原本集聚在福田、罗湖、南山等区域的成熟购物中心，深圳整体商业地产市场竞争将会加剧。

### (2) 深圳市甲级写字楼市场分析

深圳市写字楼主要分布在罗湖、福田、南山三个核心商务区。从业权上分，深圳全市写字楼单一业权楼宇约占总存量的48%。

2008年至2016年，深圳市甲级写字楼市场总体而言空置率较低，2016年深圳市迎来京基滨河时代、中建钢构大厦等七个项目的入市，为深圳市甲级写字楼市场带来了65万平方米左右的新增供应，大体量的写字楼入市推高了市场整体空置率，2016年末深圳市甲级写字楼空置率达13.3%。

随着深港通的开通以及政府政策的支持，深圳的经济地位得以巩固，金融业及高科技行业发展前景向好，从而带来企业入驻量增加将形成对甲级写字楼的稳定需求；而供给方面，未来五年，深圳市甲级写字楼将迎来约789万平方米写字楼物业的集中供应，其中2017年预计新增供应138万平方米，租户选择余地和议价能力将大大增加。新增供应的急剧增加无疑将使得租金承压，然而高品质物业入市对平均租金水平的拉升，一定程度上缓冲因供应增加造成的租金压力，因此我们预计2017年深圳甲级写字楼平均租金将稳中微降。

### (3) 深圳市产业园工业房地产市场分析

纵观2016年深圳供地大幅偏向商办和产业用地，数据显示政府出让土地在向产业倾斜。一方面，随着居住用地的严控，产业用地通过招拍挂方式供应数量上升，另一方面，在可通过招拍挂等出让的土地供应减少的大背景下，城市更新也就成为了产业用地重要来源，其占比也正在不断提升。2014年产业用地通过城市更新供应仅为7宗，上升至2015年的24宗和

2016 年的 39 宗，与其他出让方式相比，比重不断上升，预计未来 2-3 年产业用地更新供应

仍然持续攀升。

### 三、交易结构分析

#### 1. 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托人在资金保管机构开立独立的信托专用账户（信托账户）；基础资产债务人分别在商业银行开立运营账户，作为接收和支出对应物业的运营收入及所支付与此相关的一切费用的专门账户；项目公司分别在监管银行平安银行处开立监管账户，用于按约定频率自运营账户接收对应物业产生的运营收入、监督信托贷款资金使用、偿还信托贷款的人民币银行资金账户，亦为借款人用于结算其当期应偿还的信托贷款本息等款项的还款结算账户。

#### 2. 现金流支付机制

##### (1) 现金流归集

本交易预计存续期间，在每个运营收入划付日（在发生加速归集事件<sup>1</sup>前，该日为信托设立日起每个自然季度最后一个月的最后一个工作日；在发生加速归集事件后，该日为信托设立日起每个自然年度的最后一个工作日），项目公司将物业资产产生的运营收入自运营账户划付至监管账户，在发生加速归集事件前，项目公司在每一运营收入划付日应划入监管账户的资金为该运营收入划付日所在的信托贷款计息期间当期共计应偿还本息的1/4，特别地，资金信托设立后第一个运营收入划付日应划入监管账户的资金=该运营收入划付日所在的信托贷款计息期间共计应偿还本息-该运营收入划付日所在的信托贷款计息期限剩余应归集运营收入；在发生加速归集事件后，项目公司在每一

运营收入划付日应划入监管账户的资金为全部经营净收入，直至监管账户内的资金已达到运营收入划付日所在信托贷款计息期间的当期全部应还本息。监管银行在信托贷款还款结算日（还款日前三个工作日）向受托人报告截至该日项目公司应付的信托贷款本息及到账情况，借款人应确保截至该日中午12:00前监管账户内的资金应不低于当期应偿还的信托贷款本息等应付款项。如发生担保启动事件<sup>2</sup>，则资金信托受托人应于担保启动日（还款日前两个工作日）向担保人发出担保支付指令，担保人应在还款日前一个工作日将担保金额划入监管账户。信托贷款的本息等款项将于还款日自监管账户支付至信托账户，在未发生贷款提前到期事件的情况下，还款日为信托存续期内自2019年起每一自然年度的7月10日，若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日，在发生贷款提前到期事件的情况下，为受托人宣布贷款提前到期之日起届满三个月之日，若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日。

如发生差额支付事件，在差额支付启动日（兑付日<sup>3</sup>前6个工作日），受托人应根据信托账户的资金情况通知差额支付承诺人当期应支付的差额支付金额，差额支付承诺人应根据《增信安排协议》的约定在差额支付日（兑付日前5

1(a)信用评级机构发布的优先级资产支持票据评级公告确认优先级资产支持票据评级下调为 AA+（不含）以下级别；

(b)经资产服务机构向受托人出具的《资产服务机构报告》显示，项目公司取得的基础收入数额较上一期同比减少 30%或以上的；

(c)在某一计息期间内，若截至任意两个运营收入划付日，项目公司均未能于运营收入划付日将当期应向监管账户转付的运营收入如期转付。

2担保启动事件：系指截至任何一个担保启动日，若经资金信托受托人核算，监管账户收到的借款人应偿还的当期应付本息未达到借款人截至对应信托贷款还款日累计应偿还的信托贷款本息等应付款项。

3兑付日：系指普通分配兑付日、贷款提前到期后的分配兑付日及清算分配兑付日。普通分配兑付日：系指资产支持票据存续期内自 2019 年（含）起每一自然年度的 7 月 22 日。若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日。贷款提前到期后的分配兑付日：系指在贷款提前到期后的分配情况下，登记托管机构向资产支持票据持有人派发资产支持票据投资收益之日，为在发生贷款提前到期事件情况下的还款日后的第 22 个工作日。为避免疑义，一旦发生贷款提前到期事件，则在普通分配兑付日不进行兑付。清算分配兑付日：系指信托终止后，受托人将信托账户中的现金进行分配之日。

个工作日)向信托账户支付差额支付金额。在差额支付日日终,经受托人和资金保管机构核算,若同时满足以下两项条件的,受托人应指示资金保管机构向差额支付承诺人支付差额支付回收金额: a)信托账户资金在支付完毕信托税费和优先级票据本息后仍有剩余; b)差额支付承诺人于该次或该次前的信托分配中支付了差额支付金额且中投保尚未足额收到差额支付回收金额的。在划款指令发送日(兑付日前4个工作日)15:00前,受托人向资金保管机构发送划款指令。登记托管机构应在兑付日将相应款项划拨至资产支持票据持有人资金账户。

### (2) 贷款提前到期触发事件

在资产支持票据存续期限内,发生贷款提前到期触发事件时,受托人(自身或在中投保的指示下)要求单一资金信托受托人宣布所有项目公司的信托贷款全部提前到期,并要求借款人提前偿还信托贷款本息。贷款提前到期后现金流的分配顺序发生改变。

贷款提前到期触发事件是指: (a)当期信托贷款应付本息等应付款项未能在信托贷款还款日获得足额偿付,且保证人未能按照《保证合同》的约定承担其对信托贷款的连带保证责任; (b)项目公司或世纪海翔的除信托贷款以外的其他有息金融负债发生违约,且经受托人或信用增进机构合理判断该等违约情形可能会对项目公司的信托贷款本息偿付造成重大不利影响的; (c)借款人、担保人违反《信托合同》及《担保合同》项下的约定(包括违反在《担保合同》项下做出的任何陈述与保证),以至于可能对资产支持票据的兑付产生重大不利影响的; (d)在某一计息期间内,若截至任意两个运营收入划付日,项目公司均未能于运营收入划付日将当期应向监管账户转付的运营收入如期转付,且经受托人通知,项目公司仍未能于受托人通知的日期前将运营收入补足;或在某一计息期间内,若截至任意三个运营收入划付日,项目公司均未将该运营收入划付日应向监管账户转付的运营收入如期转付至监管账户; (e)因发生信

托终止事件而导致信托终止的,或发生任何资金信托终止事件导致资金信托终止的; (f)根据资产评估机构出具的资产评估报告,任何一笔信托贷款的抵押率(即在资产评估报告的评估基准日,该笔信托贷款的未偿本金余额除以该笔信托贷款抵押物的估值的比率)高于如下比例,且无法提供足额的替代抵押物的: (1)豫盛投资信托贷款: 80.84%, (2)至卓飞高信托贷款: 80.47%, 华拓置业信托贷款: 60.58%。 (g)流动性担保机构按照《信托合同》的约定选择了收购基础资产或履行流动性担保义务的增信措施,并按照约定将基础资产购买价款足额支付或将流动性支持机构未买入的差额份额买入并支付相应购买价款; (h)《信托贷款合同》项下约定的其他贷款提前到期触发事项(包括: 1)借款人未按《信托贷款合同》约定的用途使用贷款; 2)借款人拖欠本金或利息、费用,以及拖欠按照《信托贷款合同》的约定应缴纳的相关税金; 3)借款人违反《信托贷款合同》所做的保证与承诺、《信托贷款合同》应履行的义务)。

在发生任一贷款提前到期触发事件时,若中投保届时未违反《增信安排协议》项下的任何义务,中投保有权指示受托人要求西部信托宣布所有项目公司的各信托贷款全部提前到期,受托人及西部信托承诺届时应按照中投保的指示行事,并且承诺若无中投保的指示,受托人及西部信托不得擅自行使上述权利;若中投保届时存在违反《增信安排协议》项下任何义务的情况,受托人有权指示西部信托自行行使上述权利。

### (3) 贷款提前到期前信托利益分配顺序

根据交易结构安排,信托账户内的资金按照以下顺序进行分配(如不足,同顺序的各项应受偿金额按比例支付,且所差金额在下期按相同顺序支付): 顺序支付税收与执行费用(如有)、登记托管机构相关费用、其他信托费用,然后顺序支付优先级票据收益、优先级票据本金及补足、一定条件下支付差额支付承诺人的

差额支付回收金额<sup>4</sup>、次级 A 类票据预期收益、优先级资产支持票据持有人未分配本金金额为零时支付次级 A 类资产支持票据的本金、余额支付给次级 B 类票据，如附图 1 现金流支付机制。

#### (4) 贷款提前到期后信托利益分配顺序

根据交易结构安排，贷款提前到期触发事件发生后，信托账户内的资金按照以下顺序进行分配（如不足，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额在下期按相同顺序支付）：顺序支付税收与执行费用（如有）、登记托管机构相关费用、其他信托费用；然后顺序支付优先级票据累计未付收益、优先级票据未偿本金直至清偿完毕，次级 A 类资产支持票据未偿预期收益、次级 A 类资产支持票据未偿本金、剩余资金分配给次级 B 类资产支持票据，在优先级资产支持票据本金偿付完毕之后，若信托届时仍持有部分非现金资产且信托届时持有的剩余现金资产不足以保证次级 A 类资产支持票据未偿预期收益和次级 A 类资产支持票据未偿本金获得全额分配的，剩余非现金资产原状分配给次级 A 类资产支持票据持有人指定的关联方（信用增进机构）。如附图 2 现金流支付机制。

### 3. 优先级资产支持票据回售安排

资产支持票据存续期内第十个普通分配兑付日为售回行权日，优先级票据持有人可以全部或部分售回资产支持票据。

如果截至售回行权日前第十五个工作日，受托人从登记托管机构获取的已进行售回登记并确认完成售回（即发生交易）的优先级资产支持票据份额少于该日对应的售回登记期内申请售回并经确认的优先级资产支持票据份额，则受托人应于该日将上述情况书面通知流动性支持机构，该差额部分的全部优先级资产支持票据应由流动性支持机构购买。

<sup>4</sup>若同时满足以下两项条件，向差额支付承诺人支付差额支付金额或信托账户的余额：（1）信托账户仍有余额；（2）差额支付承诺人于该次或该次前的信托分配中支付了差额支付金额，且中投保尚未足额收到差额支付回收金额。

若发生增信安排事件的，受托人应在增信安排通知日（售回行权日前第十一个工作日）向信用增进机构中投保发送增信安排通知，信用增进机构应选择选择收购基础资产或选择承担流动性担保义务。若信用增进机构选择承担流动性担保义务，信用增进机构应作为流动性担保机构于售回行权日前第五个工作日按照受托人的通知要求将截至某一售回行权日前十二个工作日流动性支持机构未支付的差额份额对应的购买价款足额支付至受托人指定的账户。

增信安排事件是指：（a）在资金信托受托人要求借款人提前清偿信托贷款本息的情况下，若在还款日 12:00 前，经资金信托受托人核算，项目公司未能向资金信托全额支付信托贷款未偿本息等应付款项；（b）在售回登记期内，如果截至某一售回行权日前十五个工作日，受托人从登记托管机构获取的已进行售回登记并确认完成售回（即发生交易）的资产支持票据份额少于该日对应的售回登记期内申请售回并经确认的资产支持票据份额，且世纪海翔未能于售回行权日前十二个工作日将其买入差额份额对应的购买价款一次性支付至受托人指定账户的。

### 4. 结构化安排

#### (1) 超额抵押

戴德梁行于评估基准日给予抵押物的评估总价值为 301930 万元人民币，优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 49.68%，抵押担保措施对优先级资产支持票据本金的偿付具有很好保障作用。

#### (2) 优先/劣后结构

本交易采用优先/劣后结构，具体划分为优先级和次级资产支持票据。资产池回收的资金按照合同约定的现金流偿付机制顺序支付，优先级票据较劣后级票据优先享有信托受益权，因而具有更高的信用水平。

#### (3) 触发机制

本交易设置“贷款提前到期触发事件”作

为触发机制，发生贷款提前到期触发事件的，资金信托受托人有权宣布所有项目公司的信托贷款全部提前到期，并要求借款人提前偿还信托贷款本息。发生贷款提前到期触发事件，会影响本交易信托利益的分配顺序，对优先级票据的本金偿付形成保障。本交易触发机制的设置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。

#### （4） 差额支付机制

本交易中差额支付事件为：(a)如截至任何一个普通分配的差额支付启动日，若经受托人和保管人核算，信托账户内累计可供分配的资金不足以全额支付信托需支付的税费和优先级票据预期收益和本金；(b)贷款提前到期后，在发生增信安排事件且差额支付承诺人选择履行差额支付义务的情况下，如截至贷款提前到期后的分配的差额支付启动日，若经受托人和保管人核算，信托账户内可供分配的资金不足以全额支付信托需支付的税费和优先级票据预期收益和本金；(c)在清算处分程序中，在发生增信安排事件且差额支付承诺人选择履行差额支付义务的情况下，如清算处分程序的差额支付启动日，若经受托人和保管人核算，信托账户内可供分配的资金不足以全额支付信托需支付的税费和优先级票据预期收益和本金。

中投保作为差额支付承诺人，在发生差额支付事件时需履行差额支付义务，这将为优先级票据的本息偿付提供一定的信用支持。

### 5. 信托贷款担保机制

#### （1） 信托贷款保证担保

世纪海翔与西部信托签订保证担保合同，由世纪海翔对三笔信托贷款的本金、利息、违约金、损害赔偿金等进行保证担保。如在三笔信托贷款合同约定的还款日或在信托贷款提前到期时，还款结算账户内的资金应低于当期应偿还的信托贷款本息等应付款项，则世纪海翔应在还款日前一个工作日将差额部分汇付至信托贷款还款结算账户。世纪海翔的担保义务为

信托贷款的偿还提供了一定的信用支持。

#### （2） 备付金机制

世纪海翔根据《备付金监管协议》的约定在平安银行深圳分行处设立备付金监管账户，是专门用于保障信托贷款本息按期偿付的账户。备付金账户的初始备付金金额为 3000 万元，若经资产服务机构向受托人出具的《资产服务机构报告》显示，项目公司取得的基础收入数额较上一期同比减少 10%或以上的，备付金账户中的备付金金额应为 6000 万元；世纪海翔有义务保证备付金账户中的余额不低于上述标准。西部信托有权直接以备付金监管账户中的全部资金清偿债权。

#### （3） 股权质押

世纪海翔作为出质人将其持有的华拓置业 72.73% 股权用以华拓置业与单一资金信托贷款的质押担保，在质押合同签署时对应华拓置业 1600.06 万元注册资本。华拓置业作为出质人将其持有的至卓飞高 100% 股权和豫盛投资 100% 股权分别用以至卓飞高和豫盛投资与单一资金信托贷款的质押担保，在质押合同签署时对应至卓飞高 39209.10 万元注册资本和豫盛投资 1000 万元注册资本。

《股权质押合同》均约定合同签署之日起 60 个工作日内，或西部信托指定的其他时限内将股权出质事宜在工商行政管理部门办理相关登记，且将相关部门出具的股权质押登记证明文件移交由西部信托保管；送股、未分配利润或公积金转增股本、向股东配售股权或发行新股等而形成的派生股权，及于目标股权（含派生股权）所分配的权利，属于约定的质押合同标的，质押人应依据质押合同约定的程序补充办理派生股权质押的全部法律手续；在主债权项下同时存在保证、质押、抵押等多重担保措施，或者同时存在主债务人或其他人的担保措施的，即质押权人在实现质押权时，不因其他任何形式的担保措施致其处分权限受到任何限制。

总体看，股权质押担保措施对票据底层还款来源的稳定性起到一定保障作用。

#### （4）租金质押

华拓置业将其持有的并对外出租和经营的，位于深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处的联合广场部分物业在在主合同项下贷款发放之日（含）至主合同项下债务全部偿还完毕之日（不含）产生的租金收入及其他收入质押与西部信托，作为信托贷款的质押担保。

豫盛投资持有的并对外出租和经营的，位于深圳市罗湖区宝安南路的鼎丰大厦在主合同项下贷款发放之日（含）至主合同项下债务全部偿还完毕之日（不含）产生的租金收入及其他收入质押与西部信托，作为信托贷款的质押担保。

至卓飞高持有的并对外出租和经营的，位于深圳市南山区蛇口工业大道以东、荔园路以西的至卓飞高大厦在主合同项下贷款发放之日（含）至主合同项下债务全部偿还完毕之日（不含）产生的租金收入及其他收入质押与西部信托，作为信托贷款的质押担保。

项目公司将其租金收入质押与信托贷款，对信托贷款的本息回收提供了保障。

#### （5）不动产抵押

本交易的抵押物包括三处房地产，分别为豫盛投资依法所有的深圳市罗湖区滨河路鼎丰大厦 1-27 层，华拓置业依法所有的深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 座 10 层整层、47 层整层、48 层局部及 B 座 303 办公房地产，至卓飞高依法所有的深圳市南山区蛇口工业大道（现为南海大道）以东、荔园路以西至卓飞高大厦工业房地产。抵押合同约定自信托贷款发放之日起 60 个工作日，抵押人应当负责使抵押权人登记为抵押物的第一顺位抵押权人。

根据戴德梁行出具的《房地产估价报告》，本交易底层基础资产涉及的抵押物评估总价值为 301930 万元人民币，优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 49.68%，抵押担保措

施对优先级资产支持票据本金的偿付具有一定的保障作用。

总体来看，本交易的基础资产所设置担保机制对优先级票据本金和收益的偿付具有较好的信用支持作用。

## 6. 交易结构风险分析

### （1）流动性风险

本次交易中，基础资产当期所产生的收益可能不足以按时支付优先级票据预期收益及各项相关税费，从而产生流动性风险。

本交易设置了差额支付事件和贷款提前到期事件。发生差额支付事件时，中投保履行差额支付义务，保障优先级票据本息的偿付。发生贷款提前到期事件时，偿付顺序发生改变，优先偿还优先级票据本息。

因此，基于本信托可分配资金的超额覆盖以及担保机制的设置，联合资信认为本交易的流动性风险得到了一定的缓解。

### （2）物权风险

基础资产所涉的单一资金信托的抵押物鼎丰大厦和至卓飞高大厦目前尚处于被抵押状态，其中鼎丰大厦对应房地产抵押于中国建设银行股份有限公司深圳市分行，至卓飞高大厦对应房地产抵押于平安银行股份有限公司深圳分行，抵押财产存在一定的物权风险。

抵押人在信托贷款的抵押担保合同中承诺，自信托贷款发放之日起 60 个工作日内或西部信托要求的其他时限内，抵押人应当负责使西部信托登记为抵押物的第一顺位抵押权人。

### （3）利率风险

根据基础资产信托贷款合同约定，初始票面利率根据集中簿记建档结果确定，在每个票面利率调整公告日（即信托第  $3n$  ( $n=1,2,3,4,5,6$ ) 个及第十个普通分配兑付日前（不包括该日）的第 50 个工作日）前，受托人应与相关机构协商（在第  $3n$  ( $n=1,2,3,4,5,6$ ) 个普通分配兑付日对应的票面利率调整公告日前，世纪海翔和投资人协商确定是否对优先级资产支持票据的票

面利率进行调整。因此，信托贷款利率与票据利率的调整时间不匹配会产生一定的利率风险。

信托贷款合同中补充约定，若委托人世纪海翔将信托贷款合同项下的全部权利义务转让给本交易的受托人中建投信托的，在信托优先级资产支持票据票面利率根据信托交易文件发生调整（以信托受托人披露的优先级资产支持票据票面利率调整公告为准）的公告发布后，信托受托人有权经向借款人、受托贷款人提前发出《信托贷款利率调整通知书》调整信托贷款合同项下信托贷款的利率。利率调整公式为：调整后的利率=优先级资产支持票据票面利率×1.1。

该补充约定对利率风险起到了缓释作用，且联合资信通过提高优先级票据利率来测试运

营收入对优先级票据费用和本息的覆盖程度，评级结果已经反映了上述风险。

#### （4）再投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托资产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了合格投资标准，约定投资于银行存款、大额存单、一年期（含）以内的商业银行保本理财产品以及监管机构认可的其他风险较低、变现能力较强的固定收益类产品。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托账户中的资金根据交易文件的约定进行普通分配之前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。合格投资标准将有助于降低再投资风险。

## 四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR<sup>5</sup>）和按揭比率（LTV<sup>6</sup>）两个指标来评估本交易的信用风险。

### 1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的关键指标。

根据《备付金监管协议》约定，世纪海翔应于信托的信托生效后十个工作日内向备付金监管账户进行支付，备付金账户的初始备付金金额为3000万元，若经资产服务机构向受托人出具的《资产服务机构报告》显示，项目公司取得的基础收入数额较上一期同比减少10%或以上的，备付金账户中的备付金金额应为6000万元；世纪海翔有义务保证备付金账户中的余额不低于上述标准。若世纪海翔违反以上约定，平安银行深圳分行可以依法采取包括但不限于磋商、谈判、保全世纪海翔资产、提起

诉讼、申请仲裁、申报破产债权、处置抵(质)押物、向担保人追偿等在内的有效手段。因此，联合资信在测算时考虑了备付金制度对偿债覆盖倍数的影响。

#### （1）一般情景下 DSCR 测算

在一般情景下，假定标的物业的租赁收入及其他收入符合《现金流预测分析报告》所预测的现金流，联合资信根据本交易偿付安排，考虑备付金机制的基础上测算在一般情景下各档票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对各档票据本息支出的保障程度。

根据交易安排，监管账户内资金达到一定要求，可以停止划付，由此将导致交易现金流归集存在一定的不确定性，联合资信在衡量收入现金流对票据费用和本息偿付能力时，已经考虑到该情景，详见表15。

表15 一般情景下优先级 DSCR 水平

单位：万元/倍

期数	考虑备付金后净现金流	预计支出 (预期收益率5.5%)	DSCR
第1期	15291.47	10257.79	1.49

5偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额。

6按揭比率=贷款金额/标的评估价值。

第 2 期	16011.54	10625.39	1.51
第 3 期	16410.25	10988.15	1.49
第 4 期	16794.37	11323.46	1.48
第 5 期	17425.59	11831.33	1.47
第 6 期	18003.30	11900.77	1.51
第 7 期	19013.92	11653.73	1.63
第 8 期	19529.69	11406.70	1.71
第 9 期	20763.23	11159.67	1.86
第 10 期	21475.17	10912.64	1.97
第 11 期	22097.97	10665.61	2.07
第 12 期	22648.68	10418.58	2.17
第 13 期	23305.22	10171.55	2.29
第 14 期	23959.16	9924.51	2.41
第 15 期	25306.60	9677.48	2.61
第 16 期	25960.62	9430.45	2.75
第 17 期	26630.98	9183.42	2.90
第 18 期	27299.43	110236.39	—

第 2 期	13759.81	11789.93	1.17
第 3 期	14053.72	12133.02	1.16
第 4 期	14320.21	12444.72	1.15
第 5 期	14811.75	12925.05	1.15
第 6 期	15302.81	12961.44	1.18
第 7 期	16161.83	12679.00	1.27
第 8 期	16600.24	12396.56	1.34
第 9 期	17648.74	12114.12	1.46
第 10 期	18253.90	11831.68	1.54
第 11 期	18783.28	11549.24	1.63
第 12 期	19251.38	11266.80	1.71
第 13 期	19809.44	10984.36	1.80
第 14 期	20365.29	10701.92	1.90
第 15 期	21510.61	10419.48	2.06
第 16 期	22066.52	10137.04	2.18
第 17 期	22636.33	9854.60	2.30
第 18 期	23204.51	110872.16	—

测试结果表明，在一般情景下，考虑备付金机制的基础上，优先级票据各期 DSCR 均在 1.47 倍及以上，票据各档各期 DSCR 测算结果表明本交易底层基础资产预期现金流对优先级票据的本息支出保障程度较好。

## (2) 压力情景下 DSCR 测算

联合资信分别测算了单因素压力情景和组合压力情景下本交易各档各期的 DSCR 水平。

本交易净现金流会受到标的物业租金增长率和收缴率、空置率、租金价格水平、设备更换等因素影响，联合资信综合考虑了上述因素，对净现金流进行加压调整；同时，联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收益率进行了单因素压力测算。在考虑备付金机制的基础上，我们测算了组合压力情景下本交易的 DSCR 水平，详见表 16。

表 16 组合压力情景下优先级 DSCR 水平

单位：万元/倍

期数	考虑备付金后净现金流	预计支出 (预期收益率 5.5%)	DSCR
	下跌 15%	预期收益率上升 80bp	
第 1 期	13147.75	11441.35	1.15

测试结果表明，在组合压力情景下，考虑备付金机制的基础上，优先级票据各期 DSCR 均在 1.15 倍及以上。票据各档各期 DSCR 测算结果表明，在压力情景下，本交易优先级票据的本息可以正常兑付。

## 2.按揭比率

评估机构提供的抵押物评估报告显示，抵押物涉及的区域可比案例较多，并且收益情况具有可预测性和持续性，区域租赁市场较发达，戴德梁行通过采取比较法和现金流量折现法得到的抵押物总价值为 301930 万元，其中拓置业的抵押物联合广场价值 15880 万元，豫盛投资的抵押物鼎丰大厦价值 184440 万元，至卓飞高的抵押物至卓飞高大厦价值 101610 万元。联合资信考虑了一线城市商业地产的跌价比率，结合目标项目所处区域、抵押房产分散度、设计特征、施工质量、交通便利程度等多个因素，经审慎分析，认为戴德梁行评估通过采取比较法和现金流量折现法得到的抵押物价值较为合理。在戴德梁行评估抵押物价值预测成立的情形下，本交易优先级资产支持票据 LTV 为

49.68%，其中，华拓置业发生信托贷款 7400 万元，LTV 为 46.60%，豫盛投资发生信托贷款 114700 万元，LTV 为 62.19%，至卓飞高发生信托贷款 62900 万元，LTV 为 61.90%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有一定的保障作用。

总体来看，在平安银行能在规定时限内成

为抵/质押物的第一顺位抵押/质权人的前提下，考虑差额支付承诺人中投保的信用级别，本交易优先级票据能够达到联合资信 AAA<sub>sf</sub> 级信用水平的要求；上述优先级票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时偿付和本金于预期到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低。

## 五、主要参与方履约能力

### 1. 委托人/发起机构/流动性支持机构

本交易的委托人/发起机构/流动性支持机构为深圳市世纪海翔投资集团有限公司。世纪海翔原名深圳市世纪海翔投资有限责任公司，于 2001 年 8 月 31 日经深圳市市场监督管理局批准正式成立，公司设立时注册资本 1000 万元，通过多次增资，截至 2015 年 12 月，公司股本为 28500 万元，股东全部为自然人。截至 2018 年一季度末，公司（合并）资产总额 37.15 亿元，所有者权益合计 17.12 亿元（其中少数股东权益 3.23 亿元）。2018 年一季度，公司实现营业收入 4681.54 万元，利润总额 1360.97 万元。

世纪海翔投资集团是一家以投资为主业的民营企业，主要包括商业物业投资、股权投资、现代物流与贸易及资产财富管理等领域。世纪海翔最早是从有色金属领域起家，但是随着近年来有色金属领域的利润率逐年下降，同时世纪海翔其他业务发展迅速，所以这一块业务目前已逐渐缩小比例。目前的主要业务集中在商业房地产投资和股权投资两方面。

世纪海翔集团的商业房地产投资业务主要采取“收购-自持-出租”的策略开展，依托集团公司旗下商业房地产投资运营团队，以发现价值、实现价值、提升价值为原则，寻找市场上具有升值潜力的物业、利用合理的代价收购后，对其加以精准定位并加以改造和重塑，然后推向市场寻找恰当的租客承租，最终获取长期稳定的回报。目前公司拥有并运营深圳罗湖鼎丰大厦、福田联合广场、南山蛇口海翔广场等优

质业务，面积总计十余万平米。目前在这一领域世纪海翔正由小做大、稳步前进，已成为世纪海翔业务板块中占比最大的一块，主要收入来源于房屋租赁收入，具体包括写字楼、酒店、商业等不同业态承租物业的收入。

股权投资方面，世纪海翔集团的股权投资业务主要包括集团对外股权投资及二级市场投资两个部分。在对外股权投资部分，主要指初创企业股权投资。通过对众多初创公司分析，甄选出有价值的公司，拟定执行投资计划以股权投资形式实现对外投资并参与公司的管理。在二级市场的投资部分，主要是指已经初具规模并对海翔产业布局有所帮助的上市公司，在二级市场以定向增发或买入股票的方式参与公司发展，实现投资回报。

世纪海翔作为投资类企业，目前规模较小，利润主要来源于公允价值变动。总体来看，基于对世纪海翔主营业务及财务状况，联合资信评定其主体长期信用等级为 A<sup>+</sup><sub>pi</sub>，评级展望为稳定。世纪海翔作为本交易的发起机构和流动性支持机构，联合资信会持续关注其履约能力。

### 2. 监管银行/资金保管机构

本交易的监管银行和资金保管机构均为平安银行股份有限公司深圳分行。

平安银行的前身是深圳发展银行，1991 年 4 月 3 日在深圳证券交易所上市。原平安银行的前身深圳市商业银行成立于 1995 年 6 月，是中国第一家城市商业银行。2012 年 6 月 12 日，

原深圳发展银行以吸收合并原平安银行的方式完成两行整合；2012年7月27日，公司名称由深圳发展银行变更为平安银行。截止2017年末，平安银行股本总额171.70亿股，其中第一大股东为中国平安保险(集团)股份有限公司。

截至2017年末，平安银行资产总额32484.74亿元，其中贷款和垫款净额17042.30亿元；客户存款20004.20亿元；不良贷款率1.70%；拨备覆盖比率151.08%；按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算，资本充足率11.20%，一级资本充足率9.18%，核心一级资本充足率8.28%。2017年全年，平安银行实现营业收入1057.86亿元，净利润231.89亿元。

近年来，平安银行建立集中、垂直、独立的全面风险管理架构，建成“派驻制风险管理、矩阵式双线汇报”的风险管理模式，总行风险管理委员会统筹各层级风险管理工作，总行风险管理部、公司授信审批部、零售信贷管理部、资产监控部等专业部门负责全行信用风险管理工作，并由总行风险管理委员会向各分行/事业部派驻主管风险副行长/风险总监，负责所在单位的信用风险管理工作。

基于平安银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金托管机构引起的操作和履约风险很低。

### 3. 受托人

本计划受托人为中建投信托股份有限公司(以下简称“中建投信托”或“公司”)。中建投信托股份有限公司前身是前身为浙江省国际信托投资公司，创始于1979年，总部位于杭州，1983年12月经中国人民银行批准成为非银行金融机构。2007年4月，中国建银投资有限责任公司收购浙江省国际信托投资公司的全部股权；同年11月，浙江省国际信托投资公司正式更名为“中投信托有限责任公司”。股东为中国建银投资有限责任公司，占比90.05%，建投控股有限责任公司，占比9.95%。

截至2017年末，资产规模88.44亿元，所

有者权益合计66.70亿元，2017全年营业收入为18.20亿元，净利润10.00亿元。截至2017年末，中建投信托管理信托资产规模达1702.46亿元。

在资产证券化领域，中建投信托积极发掘优质基础资产，在交易所和银行间市场发行多个资产证券化产品，2017年累计发行与取得无异议函的规模共计354亿元。

信用风险管理方面，中建投信托主要通过客户准入、客户评级、限额管理、授信管理、客户集中度管理、授信担保管理、评审要求和流程管理、风险分类管理等手段进行控制和防范。2017年，中建投信托共新增信用风险相关管理制度4项次，修订业务指引5项次，进一步统一相关领域的展业规范，明确公司风险偏好及准入门槛，提高了风险把控效率。

总体来看，中建投信托财务实力稳健，经营状况良好，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

### 4. 资产服务机构

本交易的资产服务机构是中裕睿信(北京)资产管理有限公司(下称“中裕睿信”)。中裕睿信成立于2015年12月29日，法定代表人为石军，公司组织形式为其他有限责任公司。注册资本为人民币500万元，中投保信裕资产管理(北京)有限公司认缴出资人民币40万元，深圳市壹盛鑫咨询有限公司认缴出资人民币30万元，北京光耀东方商业管理有限公司认缴出资人民币30万元。公司经营范围：投资管理、资产管理等。

作为资产服务机构，中裕睿信建立了全面风险管理体系，包括风险管理基本框架、风险管理职能部门、风险管理制度、内部控制制度以及内外部审计制度等，横向上从“事前、事中和事后”三方面对项目进行全面把关；纵向上项目审批分为“初评、论证和审批”三级；此外，中裕睿信严格执行基金业协会的各项规章制度和要求，接受内外部审计及股东的各项监督检查工作。公司制定业务风险策略，风险

运行流程及审批制度，业务评价制度、决策制约制度、逾期项目管理制度、奖惩问责制度等。

资产管理方面，对项目进行统筹管理及执行，通过完善的资产管理方案的设定，严格的投资及管理协议条款的落实，对项目进行全流程、全周期的跟踪分析和研判，实现项目“募、投、管、退”全过程风险控制；业务风控方面，审核项目的相关各项事宜，检查和督导业务板块的风控工作；法律合规方面，负责中裕睿信各项投资、运营、管理的合规性审查，对相关法律事项给出专业支持。

截至 2017 年底，中裕睿信（北京）资产管理有限公司资产总额 4546.68 万元，所有者权益 1863.21 万元，营业收入 3249.91 万元，2017 年实现净利润 1091.41 万元。

总体来看，中裕睿信成立时间较短，但相关风险管理措施较为完善，联合资信会持续关注资产服务机构履约能力。

#### 5. 项目公司

本交易的项目公司为深圳市华拓置业投资有限公司、深圳豫盛投资发展有限公司和至卓飞高线路板（深圳）有限公司。

深圳市华拓置业投资有限公司成立于 2005 年 7 月 5 日，注册资本 1000 万元，2005 年 12 月 29 日增资 1200 万元。截至 2017 年底，注册资本 2200 万元。其中世纪海翔持股 72.73%。公司的业务范围包括投资兴办实业、房地产经纪、物业管理和物业租赁等。截至 2017 年底，资产总额 130791.78 万元，负债总额 120460.06 万元，所有者权益 10331.72 万元，2017 年实现营业收入 843.18 万元，投资收益 713.35 万元，实现净利润 608.30 万元。

深圳豫盛投资发展有限公司成立于 2005 年 10 月 17 日，注册资本 1000 万元。经营范围包括在合法取得使用权的土地上从事房地产开发经营、物业管理、进出口贸易业务、从事广告业务和物业租赁等。截至 2017 年底，资产总

额 210461.93 万元，负债总额 88216.63 万元，所有者权益 122245.31 万元，2017 年实现营业收入 8613.07 万元，公允价值变动收益 990.00 万元，实现净利润 392.18 万元。

至卓飞高线路板（深圳）有限公司成立于 1987 年 9 月 25 日。注册资本 39209.10 万元。经营范围包括国内贸易、经营进出口业务、自有物业至卓飞高大厦的租赁、企业管理咨询、投资管理等。截至 2017 年底，资产总额 150235.04 万元，负债总额 61052.44 万元，所有者权益 89182.61 万元，2017 年实现营业收入 5119.30 万元，公允价值变动收益 250.00 万元，实现净利润 1891.46 万元。

#### 6. 差额支付承诺人/流动性担保机构/信用增进机构

本交易的差额支付承诺人/流动性担保机构/信用增进机构为中投保。中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2000 年公司注册资本增至 6.65 亿元。2006 年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 30.00 亿元，并更名为中国投资担保有限公司；2010 年 9 月，公司通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限公司变更为中外合资的有限责任公司，注册资本增至 35.21 亿元；2012 年 9 月，公司以合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本，注册资本增至 45.00 亿元；2013 年 10 月，更名为中国投融资担保有限公司；2015 年 8 月，中国投融资担保有限公司整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；2015 年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统。截至 2017 年末，公司注册资本 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见表 17。

表 17 前五大股东及持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	47.20
2	中信资本担保投资有限公司	11.14
3	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
4	鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
5	新政泰达投资有限公司	7.62
合计		87.01

资料来源：公司年报，联合资信整理。

截至 2017 年末，中投保本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保业务中心、小微金融担保中心、保证担保中心、亚行项目业务中心、资产经营中心、风险管理中心和法律事务中心以及 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，控股 6 家公司（含 4 家全资子公司），参股 4 家公司；公司及控股子公司在职员工共 304 人。截至 2017 年末，中投保资产总额 191.65 亿元，其中货币资金（含定期存款）14.31 亿元；负债总额 91.36 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备合计 12.62 亿元；所有者权益 100.29 亿元；商业性担保余额 1263.98 亿元。2017 年，中投保实现担保业务收入 6.54 亿元，投资收益 9.69 亿元，实现净利润 6.85 亿元。主要财务数据见表 18。

表 18 中投保主要财务数据 单位：亿元/%

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	191.65	130.47	104.06
所有者权益	100.29	66.64	63.86
担保余额	1263.98	1873.82	1710.66
净资产担保倍数	12.60	28.12	26.79
净资本担保倍数	25.87	56.05	43.11
营业收入	16.89	14.02	13.83
担保业务收入	6.54	6.84	7.04
投资收益	9.69	6.91	6.65
净利润	6.85	5.99	6.03
平均净资产收益率	9.31	9.18	9.55

### （1）经营分析

中投保的业务范围包括融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

目前，中投保已与中国建设银行、国家开发银行、北京银行、交通银行、光大银行、招商银行、广发银行等多家银行以及其他金融或投资机构建立战略合作关系。截至 2017 年末，中投保已获得银行业务授信额度 1115 亿元。中投保担保业务种类主要包括金融担保、融资性担保和履约类担保。截至 2017 年末，中投保累计担保总额为 4904 亿元。

中投保以承做商业性担保业务为主，另有一部分的政策性受托担保业务。中投保承做的商业性担保业务可分为金融产品担保和非金融产品担保两大类。金融产品担保业务是中投保最主要的担保业务种类，占中投保总商业性担保余额的 95% 以上。近年来，为降低担保业务整体风险，中投保深入推进担保业务结构调整，担保业务整体承保规模有所下降。2017 年，中投保新增担保额 168.30 亿元，实现担保业务净收入 6.54 亿元；年末在保余额为 1263.98 亿元。

中投保非金融担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保以及其他融资担保等。近年来，中投保依据宏观经济形势和中投保集约发展的需要，不再新增诉讼保全担保业务，2017 年末诉讼保全担保业务在保余额降至 4.24 亿元。中投保履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保，近年来履约担保业务规模整体有所下降，2017 年末履约担保业务在保余额为 1.98 亿元，占比低；其中，工程保证在保余额 1.67 亿

元，政府采购履约保证 0.31 亿元。

总体看，中投保具备较强的担保业务运营能力及创新能力，对市场具有较强的敏锐度和适应力，市场竞争优势明显。中投保未来将继续依托自身的专业优势，在巩固担保业务的前提下，通过由产品服务向提供综合化资产管理服务模式转型、创新业务和盈利模式等举措持续推进业务结构优化，以实现业务的持续健康发展。此外，在传统担保业务方面，中投保来自其他担保公司的竞争有所加大；同时，金融担保业务占比较高，存在一定业务集中风险；投资类资产中理财产品、信托计划及权益工具投资规模较大，需关注相关信用风险。

## （2）财务分析

中投保负债主要来源于短期借款、长期借款、应付债券和未到期责任准备等。截至 2017 年末，中投保负债总额 91.36 亿元，资产负债率为 47.67%，财务杠杆水平不高。

在资金运营方面，中投保对长期投资和中短期投资分别制定了相应的投资管理方法和投资策略。截至 2017 年末，中投保投资资产余额 169.66 亿元，占资产总额的 88.53%。中投保资金主要投向信托计划和理财产品、委托贷款以及股票、基金等权益工具，另有部分投资性房地产、债券以及长期股权投资。

营业收入主要包括担保业务收入和投资收益。近年来，在投资收益增长带动下，中投保营业收入稳步增长，2017 年实现营业收入 16.89 亿元。中投保担保业务收入主要来自金融担保业务收入，近年来中投保根据其战略和市场变化推进担保业务结构调整工作，受保本投资类业务存续产品陆续到期及新业务品种培育期的影响，中投保担保业务收入逐年下降。2017 年，中投保实现担保业务收入 6.54 亿元，占营业收入的 38.73%。2017 年，中投保实现投资收益 9.69 亿元，占营业收入的 57.38%，投资收益对营业收入的贡献度上升明显；其中，权益工具投资收益 4.94 亿元，信托计划和理财产品投资收益 2.42 亿元，债券投资收益 0.26 亿元。

总体看，中投保投资力度不断加大，并实现较好的投资收益；但随着经济的持续下行，其持有的理财产品和信托计划所面临的信用风险值得关注，另外权益工具易受证券市场行情波动的影响。

综上所述，联合资信评估有限公司确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

## 六、法律要素分析

本交易严格遵照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《信托公司管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等相关法律、行政法规、规范性文件，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布的《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》、《非金融企业资产支持票据指引》等相关规则指引，以及其他现行有效的法规与规范的相关规定开展。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构是依法设立的企业法人，具备作为发起机构的主体资格；发起机构关于本次发行的股东会决议的内容和程序合法合规；本项目资产支持票据须向交易商协会注册后方可发行；发行文件合法合规；发行载体合法合规，相关中介机构具备相关资质，与发起机构不存在关联关系；基础资产真实、合法、有效，权属明确，未附带担保负担或其他权利限制，基础资产转让行为合法、有效、完整；底层物业资产权属明确，由按照中国法律合法设立并有效存续的企业法

人合法持有；物业持有人已就解除物业资产的权利负担作出安排；交易结构不存在损害股东、债权人利益的不当安排；本次发行已制定现金流归集和管理措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对底层基础资产和基础资产产生的现金流进行有效控制；本次发行已制定风险隔离和破产隔离措施，该等隔离措施的约定符合法

律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，具备一定的风险隔离和破产隔离效果；本次发行已按照有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制；本次发行的信用增进安排有效；发起机构募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。

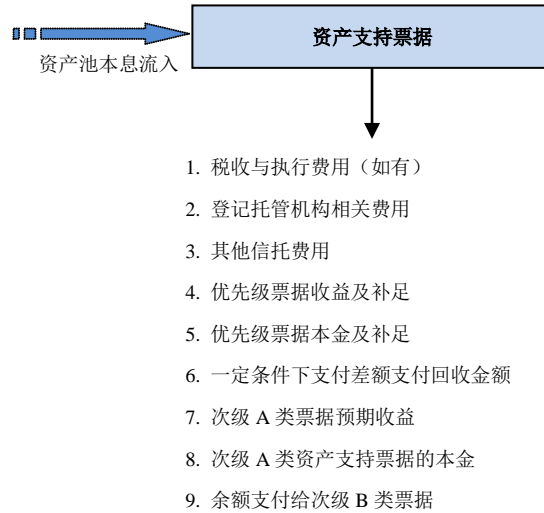
## 七、评级结论

联合资信对本计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，在平安银行能在规定时限内成为抵/质押物的第一顺位抵押/质权人的前提下，考虑到差额支付承诺人的信用水平，确定“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持

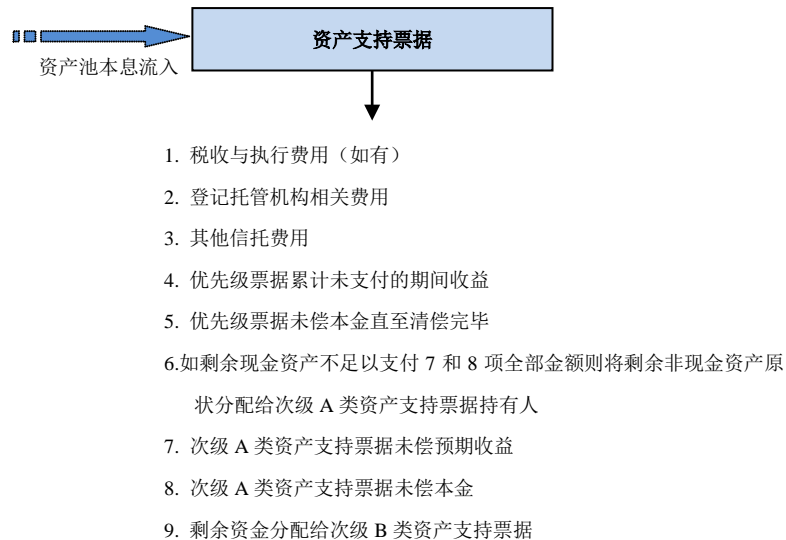
票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，次级资产支持票据未予评级。上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时偿付和本金于预期到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低。

## 附图现金流支付机制

附图 1 “贷款提前到期触发事件”发生前的现金流



附图 2 “贷款提前到期触发事件”发生后的现金流



## 附件 1 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而资产支持证券的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA<sub>sf</sub>）来特指资产支持证券的信用等级。联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级	含义	
投资级	AAA <sub>sf</sub>	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 联合资信评估有限公司关于 深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据项下信托单位的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下信托单位信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据项下信托单位”信用状况产生较大影响的突发事件，深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据项下信托单位”相关信息，如发现“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳市世纪海翔投资集团有限公司/中建投信托股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。