

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《上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东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；同时在项目发起人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
二零一八年九月二十六日



信用等级公告

联合[2018] 2653 号

联合资信评估有限公司通过对“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。



上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据 信用评级报告

评级结果

资产支持票据名称	预计发行金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
优先级资产支持票据	190000.00	95.00	AAA _{sf}
次级资产支持票据	10000.00	5.00	NR
合 计	200000.00	100.00	—

注：1. NR——未予评级，下同；

2. 截至本报告出具日，本交易基础资产尚未确定，本次评级结构是根据发起机构提供的模拟资产池进行分析所得。信托设立后，联合资信将对实际交付的信托财产重新进行分析及测算，并出具最终评级结果。

交易概览

初始起算日：信托财产交付日当日
交易类型：动态现金流型资产支持票据
载体形式：特殊目的信托
基础资产：指《信托合同》项下委托人为设立信托而信托予受托人、受托人向发起机构循环购买、发起机构置换进入资产池的每一笔保理合同债权
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/委托人/资产服务机构：上海邦汇商业保理有限公司
逾期资产回购权利人/清仓回购义务人/提前清仓回购权利人：上海邦汇商业保理有限公司
债务人：北京京东世纪贸易有限公司
受托人：西部信托有限公司
承销商：中国银行股份有限公司、光大证券股份有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司北京市分行

评级时间：

2018 年 9 月 26 日

分析师

孟垚圻 张睿君 杨润泽 杨学慧 张 博

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（以下简称“联合资信”）通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；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资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先级资产支持票据获得次级资产支持票据 5.00% 的信用支持。
2. 本交易所有保理应收账款支付人为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世纪贸易”），联合资信给予京东世纪贸易主体信用等级为 AAA_{pi}¹，支付能力极强，违约风险极低。
3. “违约事件”、“加速清偿事件”等触发机制为优先级资产支持票据的偿付提供了一定的保障。

关注及风险缓释

1. 本交易采用循环购买结构，在循环期内信托账户内资金将用于持续购买符合合格标准的保理合同债权资产，因此发起机构上海邦汇商业保理有限公司（以下简称“邦汇保理”）的业务发展情况、业务流程、信用管理标准将会影响新增基础资产的信用

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。

质量。

风险缓释：本交易设置了严格的合格标准，循环购买的新增资产在循环购买基准日应符合合格标准。此外邦汇保理借助母公司北京京东金融科技控股有限公司（以下简称“京东金融”）的核心技术及数据资源，建立了较为完善的风险管理体系，有助于保障基础资产的信用质量。

2. 本交易采用循环购买结构，若基础资产回收资金闲置时间过长或循环购买的基础资产利率及费用水平较低，将造成资产池收益水平下降，降低资产池对优先级资产支持票据本息的保障水平。

风险缓释：本交易设置了因循环购买不充足而终止循环购买的触发条件，并在合格标准中约定了资产对应的[融资利息+服务费]和保理融资金额的年化比率不低于6.5%。同时，联合资信在现金流分析时，针对循环购买设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了循环购买不充足或循环购买资产收益下降对优先级资产支持票据产生的不利影响。

3. 保理资产对应的应收账款作为一种特殊的债权存在一定的减损风险，即由于违约、履约之外的原因产生的应收账款回款减少，如退货、返点、广告费等。

风险缓释：本交易基础资产分为池保理融资业务和订单保理融资业务，池保理融资业务为有追索权的保理融资业务，即便保理资产对应的应收账款发生减损，保理债权人依然享有对供应商的追索权；对订单保理融资业务而言，当发生退货、返点或广告费时，京东世纪贸易将与供应商在下一笔订单中进行轧差结算，因此在京东世纪贸易与供应商持续合作的情况下，因为退货、返点、广告费等原因导致应收账款减损的概率很小。订单保理融资业务采用白名单制，供应商均为大型企业，与京东世纪贸易合作时间较长，历史合作情况良

好，因此应收账款减损风险较小。同时，联合资信在现金流分析中针对减损率进行了压力测试，评级结果已经反映了上述风险。

4. 本交易基础资产为保理合同债权，影响其回款的因素较多，定量分析时采用的情景模拟方法和相关假设可能存在一定的模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高发行利率、降低循环购买率、改变现金流分布等手段，反复测试不同情景下资产池现金流对优先级资产支持票据本息的保障水平，尽量降低模型风险。

5. 本交易模拟资产池中，单户供应商保理融资余额最高占比为13.25%，资产池供应商集中度较高。

风险缓释：该供应商为国内知名通讯品牌直销商，产品较为畅销，且与邦汇保理及京东世纪贸易均有长期稳定的商务合作，联合资信认为在本交易存续期内该供应商与京东世纪贸易或邦汇保理商务合作终止或产生纠纷从而对票据信用水平产生影响的可能性极小。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构上海邦汇商业保理有限公司和发行人西部信托有限公司提供，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上海邦汇商业保理有限公司/西部信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海邦汇商业保理有限公司/西部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。
- 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，未因上海邦汇商业保理有限公司/西部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、本期资产支持票据信用评级结果的有效期为“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”优先级资产支持票据的存续期，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

本交易的发起机构邦汇保理按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格资产标准的保理合同债权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）设立“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据信托”。西部信托以受托的信托资产为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（以下简称“票据”）。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人/资产服务机构/清仓回购义务人：
上海邦汇商业保理有限公司
债务人：北京京东世纪贸易有限公司
受托人：西部信托有限公司
承销商：中国银行股份有限公司、光大证券股份有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司北京市分行
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
会计顾问：天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：上海市锦天城律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司

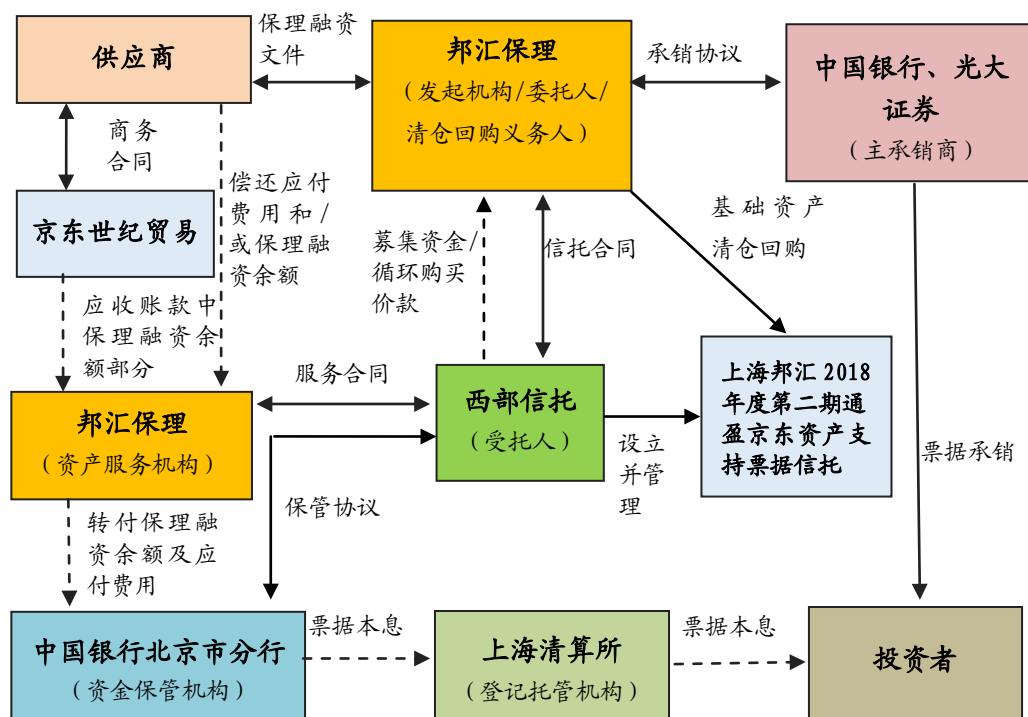


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级票据和次级票据，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，次级票据为优先级票据提供信用损失保护。优先级票据在循环期内按季付息，

按月储备息费；在循环期结束后，按月还本付息，本金采用过手方式偿还，在优先级票据本息全部偿付完毕之前，次级票据不获得本金偿付和收益分配。

优先级票据采用簿记建档方式发行，执行

固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定。次级票据全部由邦汇保理认购，无期间收益，仅在优先级票据本息及次级票据本金偿付完毕

之后取得最终的剩余收益。本交易募集资金拟用于补充营运资金以及业务开展资金投放。

表 2 资产支持票据概况

单位：万元/%

票据名称	信用评级	利息支付方式	本金偿付方式	预计发行规模	总量占比	利率类型
优先级资产支持票据	AAA _{sf}	循环期按季付息； 摊还期按月付息	过手	190000.00	95.00	固定利率
次级资产支持票据	NR	—	过手	10000.00	5.00	—

3. 基础资产

本交易的基础资产系指《信托合同》项下委托人为设立信托而信托予受托人、受托人向发起机构循环购买、发起机构置换进入资产池的每一笔保理合同债权。

根据交易文件约定，合格资产标准如下：就每一笔资产而言，系指在该资产对应的初始起算日、信托财产交付日、信托生效日或在循环购买基准日或在置换起算日或在以下各项具体列明的时间：(a)资产仅限发起机构因向供应商提供保理融资服务而依据保理融资业务文件享有的保理合同债权；(b)资产对应的全部保理融资业务文件及《商务合同》适用法律均为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(c)发起机构真实、合法、有效拥有资产，且资产上未设定抵押权、质权或任何第三方的其他有效的权利主张；(d)资产对应的保理融资业务文件及《商务合同》合法有效，且发起机构已履行保理融资业务文件项下的发放保理融资款的义务，供应商根据《商务合同》的约定已经或即将适当履行交付货物等主要应尽义务；(e)资产系由供应商在其经营范围内与债务人开展真实的货物销售交易所产生；(f)资产为保理融资业务文件项下保理融资款先到期的融资单优先入池，且同一融资申请书/业务审查意见书项下尚未清偿的保理融资款全部入池；(g)资产对应的保理融资业务文件均附有追索权条款，但订单保理融资除外；(h)供应商在发起机构处的融资比例（即供应商的保理融资金额上限与其转让给发起机构的应收账款对应的应收账款余额之

间的比例）不得高于 100%；(i)资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(j)资产对应的供应商不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；(k)该资产对应的[融资利息+服务费]和保理融资金额的年化比率不低于 6.5%；(l)资产所包含的到期款项已按时足额偿还，无逾期偿还情形（逾期未超过 3 日除外），且无其他对本次交易产生实质不利影响的违约情形；(m)信托生效日资产项下的供应商在发起机构处不存在逾期情形；(n)该资产上无限制转让约定，无需取得供应商、债务人或其他相关主体（如有）的同意；(o)该资产对应《商务合同》项下应收账款的付款期限不长于 90 日；(p)该资产不涉及诉讼、仲裁。

发起机构邦汇保理，根据入池资产合格标准筛选出模拟资产池，截至模拟资产池提取日 2018 年 9 月 7 日，模拟资产池统计概况如表 3：

表 3 模拟资产池概况

保理融资余额	200219.20 万元
保理融资合同金额	208743.77 万元
应收账款余额	432284.47 万元
供应商户数	340 户
保理融资笔数	2419 笔
加权平均息费率	9.67%
加权平均融资比率	85.54%
加权平均折价比率	84.49%
单户供应商平均保理融资余额	588.88 万元
单户供应商最高保理融资余额	26522.45 万元
单户供应商最高保理融资余额占比	13.25%
单户供应商平均应收账款余额	1271.42 万元

单户供应商最高应收账款余额	29919.01 万元
单户供应商最高应收账款余额占比	6.92%
加权平均账龄	20.22 天
前五大供应商未偿保理融资余额占比	38.08%
前十大供应商未偿保理融资余额占比	48.44%

注：1. 表中加权平均以保理融资余额为权重，下同；
2. 就一项资产而言，供应商融资比率=供应商保理融资余额/供应商有效应收账款余额，下同；
3. 就一项资产而言，供应商折价比率=供应商保理融资余额/供应商保理融资额度，下同。

二、模拟资产池分析

本交易拟入池的资产为邦汇保理基于向京东世纪贸易的供应商提供应收账款保理融资服务所享有的保理合同债权，资产包括初始资产、新增资产及置换资产。邦汇保理根据入池资产合格标准筛选出模拟资产池，模拟资产池保理融资余额为 200219.20 万元，共涉及 340 户供货商。

1. 保理产品类型分布

本交易拟入池资产包括“池保理融资”和“订单保理融资”两类资产，保理融资人均均为京东网上购物商城（以下简称“京东商城”）自营业务供应商。

“池保理融资”指供应商采用赊销方式向京东世纪贸易销售货物，并将其在商务合同项下已经产生及以后将要产生的所有应收账款均转让给邦汇保理，邦汇保理根据京东世纪贸易对供应商当前有效应收账款余额及该供应商融资比率确定应收账款池融资额度，供应商可在该融资额度下向邦汇保理申请保理融资。在任何时点，供应商的保理融资款余额以应收账款池融资额度为限，若京东世纪贸易因任何原因未能按期支付应收账款，或因退货、返点、广告费等原因导致应收账款减损，进而使得保理融资款余额高于应收账款池融资额度，邦汇保理可向供应商追索保理融资款及保理融资费用。

“订单保理融资”业务服务对象均为与京东世纪贸易合作优质的白名单供应商，一般为畅销产品供应商，与京东世纪贸易合作时间较长。邦汇保理根据京东世纪贸易对供应商的采

购订单从供应商处受让应收账款，根据应收账款金额，提供融资比率 100%的保理融资，邦汇保理对该业务供应商享有有条件的追索权²。订单保理融资业务采用白名单制，目前合作对象有五家大型企业。模拟资产池保理产品类型分布如表 4 所示。

表 4 模拟资产池保理产品类型分布

单位：户/万元/%

保理产品类型	户数	保理融资余额	金额占比
池保理融资	337	148621.82	74.23
订单保理融资	3	51597.38	25.77
合 计	340	200219.20	100.00

2. 供货种类分析

模拟资产池中，前三大供货种类分别为通讯、电脑数码和消费品，保理融资余额占比分别为 39.36%、19.08%和 11.96%。模拟资产池供货商行业分布如表 5 所示。

表 5 模拟资产池供货种类分布

单位：户/万元/%

供货商行业	户数	保理融资余额	金额占比
通讯	21	78802.43	39.36
电脑数码	77	38197.25	19.08
消费品	40	23951.36	11.96
居家	103	18425.21	9.20
时尚	53	18282.41	9.13
家电	28	14969.59	7.48

² 当发生下列情况时，邦汇保理对订单保理业务供应商享有追索权：(1)由于供应商的虚假陈述或保证，对融资保理合同项下应收账款的偿还产生不良影响的；(2)供应商与买方或与其他债务人发生债务纠纷（包括但不限于质量、技术、服务方面的纠纷）、债务纠纷和债务追索，导致买方未能在购销或服务合同规定的期限内向保理商支付的应收账款；(3)合同签订后邦汇保理发现应收账款不符合订单池保理合同约定的条件。

美妆	18	7590.95	3.79
合 计	340	200219.20	100.00

3. 保理融资余额分布

模拟资产池中，供应商保理融资余额占比最高为 13.25%，前五大供应商保理融资余额合计占比为 38.08%，前十大供应商保理融资余额合计占比为 48.44%。模拟资产池保理融资余额分布如表 6 所示。

表 6 模拟资产池保理融资余额分布

单位：万元/户/%

金额区间	户数	保理融资余额	金额占比
(0, 10]	41	233.00	0.12
(10, 100]	124	5942.45	2.97
(100, 1000]	138	51107.93	25.53
(1000, 5000]	30	54756.92	27.35
(5000, 10000]	4	26581.55	13.28
10000 以上	3	61597.35	30.76
合 计	340	200219.20	100.00

注：保理融资余额及/或金额占比加总不等于合计为四舍五入所致，下同。

4. 保理融资息费率分布

模拟资产池保理融资息费率最低 6.50%，最高 13.85%，加权平均息费率为 9.67%。模拟资产池保理融资息费率分布如表 7 所示。

表 7 模拟资产池保理融资息费率分布

单位：%/户/万元

保理融资息费率区间	户数	保理融资余额	金额占比
(6, 7]	1	26522.45	13.25
(7, 8]	1	1135.71	0.57
(8, 9]	3	29018.40	14.49
(9, 10]	38	40881.07	20.42
(10, 11]	93	68202.11	34.06
(11, 12]	113	27516.64	13.74
(12, 13]	65	5774.07	2.88
(13, 14]	26	1168.75	0.58
合 计	340	200219.20	100.00

5. 供应商地区分布

模拟资产池供应商分布在全国 19 个省及直辖市，其中保理融资余额占比前三的地区为北京市、广东省和上海市，占比分别为 36.68%、26.25%和 15.39%，地区集中度很高。模拟资产池供应商所在城市分布如表 8 所示。

表 8 模拟资产池供应商所在地区分布

单位：户/万元/%

地区	户数	保理融资余额	金额占比
北京	127	73449.43	36.68
广东	60	52562.67	26.25
上海	57	30805.84	15.39
江苏	32	24762.71	12.37
海南	1	3071.24	1.53
四川	2	2556.50	1.28
浙江	14	2338.22	1.17
天津	6	2324.70	1.16
湖北	3	2094.80	1.05
山东	6	1994.09	1.00
河南	3	1303.00	0.65
重庆	3	1123.91	0.56
福建	10	773.30	0.39
陕西	2	353.25	0.18
河北	5	232.60	0.12
湖南	4	175.43	0.09
安徽	2	162.00	0.08
江西	2	128.00	0.06
辽宁	1	7.50	0.00
合 计	340	200219.20	100.00

6. 融资比率分布

模拟资产池融资比率最低 9.77%，最高 100.00%，加权平均融资比率 85.54%。订单保理融资业务的融资比率均为 100.00%，池保理融资业务的融资比率均小于 100.00%。模拟资产池融资比率分布如表 9 所示。

表 9 模拟资产池融资比率分布

单位：%/户/万元

融资比率区间	户数	保理融资余额	金额占比
(0, 20]	10	154.58	0.08

(20, 40]	13	731.47	0.37
(40, 60]	49	11594.57	5.79
(60, 80]	93	39525.74	19.74
(80, 100]	175	148212.83	74.03
合 计	340	200219.20	100.00

7. 保理融资折价比率分布

折价比率为保理合同未偿本金余额占有保理融资额度的比例。模拟资产池折价比率最低 1.93%，最高 100.00%，加权平均折价比率 84.49%。模拟资产池折价比率分布如表 10 所示。

表 10 模拟资产池折价比率分布

单位：%/户/万元

折价比率区间	户数	保理融资余额	金额占比
(0, 20]	19	1142.78	0.57
(20, 40]	21	5647.20	2.82
(40, 60]	34	21569.91	10.77
(60, 80]	60	30272.92	15.12

(80, 100]	206	141586.39	70.72
合 计	340	200219.20	100.00

8. 供应商与京东世纪贸易合作时间分布

供货商与京东世纪贸易合作的时间长短在一定程度上能够反映供货商与京东世纪贸易的合作情况。供应商与京东世纪贸易合作时间最长为 94 个月，最短为 10 个月，供应商与京东世纪贸易合作时间分布如表 11 所示。

表 11 模拟资产池供应商与京东世纪贸易合作时间分布

单位：月/户/万元/%

合作时间区间	户数	保理融资余额	金额占比
(0, 12]	7	2313.15	1.16
(12, 24]	53	26567.98	13.27
(24, 36]	69	47069.45	23.51
(36, 48]	62	24603.00	12.29
(48, 60]	38	44525.20	22.24
60 以上	111	55140.43	27.54
合 计	340	200219.20	100.00

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划付

根据交易文件的安排，在信托生效日当日或之前，受托人应根据《资金保管合同》的约定在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户（信托账户），用于收取并转付资产支持票据募集资金，存放全部信托资金，收取回收款、支付相关税费，进行循环购买、合格投资，支付信托利益等。

本交易的交易文件约定，资产服务机构按照相关约定，将资产所产生的全部回收款，扣除执行费用（如有）后及时划付至信托账户。信托财产交付日后，如委托人与受托人（代表信托）分别对债务人和/或同一供应商享有债权，当该债务人和/或供应商偿还的款项不足以完全清偿其对委托人与受托人的全部到期债权，且无法识别该债务人和/或同一供应商偿付

款项的归属时，则委托人和受托人同意将该债务人和/或同一供应商的还款视为偿付给受托人的回收款，优先偿还受托人的到期债权。

2. “加速清偿事件”及“违约事件”的定义

根据交易文件的定义，“加速清偿事件”包括自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。自动生效的加速清偿事件包括：(a)发起机构发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何资产服务机构解任事件，且在 90 日内仍无法找到合格的继任资产服务机构；(c)根据《信托合同》、《服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构；(d)循环期内，资产池的保

理融资余额累计 60 日未达到资产支持票据募集金额的 95%。

需经宣布生效的加速清偿事件包括：(e)在信托期限内连续 5 个工作日资产不良率³超过 5%（不含 5%）；(f)除交易文件另有约定外，发起机构或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述(c)项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能得到补救；(g)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；(h)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产有重大不利影响的事件；(i)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法的法律状态或其条款不可作为主张权利的依据，并由此产生重大不利影响。

发生以上任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应通知所有的资产支持票据持有人。资产支持票据持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向资产服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生，宣布之日应视为该等加速清偿事件的发生之日。资产支持票据持有人会议可以决议不宣布发生加速清偿事件。

“违约事件”系指以下任一事件：(a)受托人未能在支付日后 5 个工作日内（除非由于受托人不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而使该支付日顺延）足额支付优先级资产支持票据当期利息和/或本金的；(b)交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构）的主

要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议作出决议宣布构成违约事件。

3. 循环购买安排

本交易采用循环购买结构，循环期内受托人按照《信托合同》约定向发起机构购买符合资产保证的新增资产，以实现原有应收账款回款资金的循环利用。循环期自信托生效日（不含该日）起至下述较早一日（不含该日）止：(a)信托生效日起满 3 个月的对应日；(b)加速清偿事件发生之日；(c)违约事件发生之日。

具体而言，每个储备期间⁴开始后，信托资金分账户内资金余额不少于该储备期间应预留的储备金额⁵以后，受托人不晚于循环购买基准日⁶向发起机构、资产服务机构发出通知，确认该储备期间以及储备金额提取完毕并告知可执行循环购买；循环购买基准日十二点(12:00)前，发起机构应筛选符合资产保证的资产并向受托人发送循环购买的请示，并抄送资金保管机构、资产服务机构；资产服务机构应于每个循环购买基准日十五点(15:00)统计前一工作日十五点(15:00)（不含）至当日十五点(15:00)（含）期

⁴储备期间：系指在循环期内，未发生加速清偿事件或违约事件时按月对税收、费用支出、优先级资产支持票据利息、报酬等进行储备的期间，自初始起算日（含该日）起每满一个月为一个储备期间（含头不含尾），其中第一个储备期间自初始起算日（含该日）起至初始起算日满一个月的对应日之日（不含该日）止。该期间主要用于核算储备金额；如信托账户内资金余额不少于该储备期间应预留的储备金额的，视为已达到储备金额。

⁵储备金额：系指费用储备金与收益储备金之和。费用储备金：系指受托人于每个储备期间，在进行循环购买之前，应预留的用于支付信托当期应承担的有关税收、费用支出、报酬的资金金额，相当于当期储备期间结束后的第一个支付日应支付的或之前受托人应支付而尚未支付的税收、费用支出及报酬之和的三分之一。收益储备金：系指受托人于每个储备期间，在进行循环购买之前，应预留的用于支付信托当期应承担的优先级资产支持票据利息的资金金额，相当于当期储备期间结束后的第一个支付日应当支付的或之前受托人应当支付而尚未支付的优先级资产支持票据利息之和的三分之一。

⁶循环购买基准日：系指发起机构与受托机构根据《信托合同》等确定循环购买的资产及循环购买价格之日；即循环期每个储备期间内，信托账户中的资金余额达到储备金额当日（不含该日）后的每一个工作日。

³资产不良率：就法定到期日之前的任一日而言，该日的资产不良率系指 A:B 所得的百分比，其中，A 为在该日一点（01:00）资产池中的所有不良资产的保理融资余额之和，B 为资产支持票据初始发行总量。

间新增资产的循环购买价格⁷，并于当日十五点三十分(15:30)之前通知受托人；受托人在收到该循环购买请示后查阅拟循环购买的新增资产，确认无异议并确认新增资产后，应立即向资产服务机构及资金保管机构发出确认该次循环购买的电子邮件，指令资金保管机构将相当于循环购买价格数额的资金划付至发起机构指定账户；资金保管机构应于收到相关指令后于循环购买价款支付日十六点(16:00)前完成划付；在受托人对新增资产进行循环购买后，自循环购买基准日当日一点(01:00)起，该次循环购买的新增资产的回收款应归属于信托财产。

4. 信托账户内资金的分配

(1) 循环期信托账户内资金的分配

根据交易结构安排，受托人应于循环期内的每一个信托利益核算日将前一个收款期间信托账户收到的回收款，按以下顺序进行分配的核算（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：(a)税收；(b)同顺序支付由信托财产承担的各参与机构报酬、费用支出（包括以往各期末付金额）以及发行登记服务费及簿记建档费（如有）；(c)优先级资产支持票据利息；(d)如有剩余，留存信托账户，可用于合格投资或循环购买新增资产。循环期信托账户的现金流详见附图 1。

(2) 摊还期信托账户内资金的分配

在摊还期内，受托人应于每一个信托利益核算日将前一个收款期间信托账户收到的回收款，按以下顺序进行分配的核算（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

如未发生“加速清偿事件”和“违约事件”：(a)税收；(b)同顺序支付由信托财产承担的各参与机构累计应付未付报酬、费用支出（包括以

往各期末付金额）以及发行登记服务费及簿记建档费（包括以往各期末付金额，如有）；(c)优先级资产支持票据累计应付未付利息；(d)优先级资产支持票据的本金直至清偿完毕；(e)次级资产支持票据的本金，直至支付完毕；(f)次级资产支持票据收益。如发生“加速清偿事件”或“违约事件”：(a)税收；(b)同顺序支付由信托财产承担的各参与机构累计应付未付报酬、费用支出以及发行登记服务费及簿记建档费（如有）；(c)优先级资产支持票据利息；(d)优先级资产支持票据的本金直至清偿完毕；(e)次级资产支持票据的本金，直至支付完毕；(f)次级资产支持票据收益。摊还期信托账户的现金流详见附图 2。

5. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用损失保护。具体而言，本交易中优先级资产支持票据获得次级资产支持票据 5.00% 的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了“加速清偿事件”、“违约事件”等触发机制。触发事件发生后，将会停止循环购买。事件触发后的交易安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

(3) 清仓回购义务

本交易设置了“清仓回购”条款，清仓回购义务人邦汇保理应在预期到期日之前，对清仓回购起算日当日一点(01:00)全部未到期资产（包括处于宽限期和展期内的资产）的总和进行回购（资产已到期但债务人京东世贸发生逾期的资产不在清仓回购范围内）。回购价格为在清仓回购起算日当日一点(01:00)，资产池中每笔未到期资产对应的保理融资余额与该笔资产

⁷循环购买价格：系指受托人循环购买新增资产的价格，该价格应不大于循环购买基准日当日一点(01:00)新增资产的保理融资余额总和。

项下应付未付的应付费之和。清仓回购条款的设置一定程度上有利于优先级票据的兑付。

(4) 提前清仓回购权利

本交易设置了“提前清仓回购”条款。在摊还期内，截至某一工作日 24:00 时，信托账户内归集的回收款累计超出资产支持票据初始发行总量的 85% 或于摊还期内的第 2 个计算日，邦汇保理作为提前清仓回购权利人有权一次性对提前清仓回购起算日当日一点(01:00)资产池中每笔未到期资产以提前清仓回购价格进行清仓回购，提前清仓回购价格为在提前清仓回购起算日当日一点(01:00)，该等资产对应的保理融资余额与应付未付的应付费之和。提前清仓回购为回购人邦汇保利的权利而非义务，若邦汇保理届时行使该项权利，则在一定程度上有利于优先级票据的兑付。

(5) 逾期资产回购权利

本交易设置了“逾期资产的回购”条款。在信托期限内，邦汇保理有权对逾期资产进行回购，回购价格为回购起算日当日一点(01:00)，该等逾期资产对应的保理融资余额与应付未付的应付费之和。逾期资产回购为回购人邦汇保利的权利而非义务，若邦汇保理届时行使该项权利，则有利于改善基础资产质量，从而有利于优先级票据的兑付。联合资信在分析历史数据和模型测算时已经考虑了在邦汇保理不行使该项权利的情况下，逾期资产的对优先级票据兑付的影响。

6. 交易结构风险分析

(1) 混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

为缓释混同风险，本交易安排了高频回收款划转机制。交易文件中约定，发起机构收到每笔回收款后的第 1 个工作日划入信托账户。首个回收款转付日系指信托生效日后的第 1 个

工作日。

联合资信认为，上述安排能够较好的缓释混同风险。此外，作为资产服务机构，邦汇保理经营状况良好、财务状况稳健，本交易的混同风险较低。

(2) 流动性风险

在本交易中，若当期回收款不足以支付优先级资产支持票据利息及相关各项税费时，将引发流动性风险。本交易未设置内部流动性储备账户，存在一定的流动性风险。

本交易入池资产债务人为京东世纪贸易，联合资信评定京东世纪贸易主体信用等级为 AAA_{pi}，其偿还债务的能力极强，违约风险极低。总体来看，本交易因债务人未及时还款引起的流动性风险很低。同时，联合资信在现金流模型中设置了多种压力情景以测试优先级票据各压力情景下的兑付情况，评级结果已经反映流动性风险。

(3) 循环购买导致资产池信用质量下降的风险

本交易采用循环购买结构，在循环期内信托专户内资金将用于持续购买新的符合合格标准的资产，因此发起机构邦汇保理的业务发展状况、业务流程、信用管理标准将会影响新增基础资产的信用质量。

针对该风险，本交易设置了严格的资产合格标准。上述安排将较好缓释因循环购买可能导致资产池信用质量下降的风险。

(4) 循环购买导致资产池收益水平下降的风险

本交易采用循环购买结构，在循环期内若发起机构邦汇保理未能提供充足的合格资产供信托进行循环购买，将导致信托资金的闲置，造成资产池收益水平下降，降低资产池对于优先级资产支持票据本息的保障水平。

本交易合格标准中约定了资产对应的[融资利息+服务费]和保理融资金额的年化比率不低于 6.5%。且本交易设置了因循环购买不充足而终止循环购买的触发条件，具体而言，在循

环期内，资产池的保理融资余额累计 60 日未达到资产支持票据募集金额的 95%，自动触发加速清偿事件，随即循环期届满，终止循环购买。此外，联合资信在现金流分析时，针对循环购买设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了循环购买导致收益率下降对优先级票据带来的不利影响。

（5）应收账款的减损风险

应收账款作为一种特殊的债权存在一定的减损风险，即由于订单取消、退货、系统记录错误以及扣减或抵销情形等原因产生的应收账款回款减少的情况。

基础资产中的池保理融资业务为有追索权的保理融资债权，即便保理资产对应的应收账款发生减损，债权人依然享有对供应商的追索权；对订单保理融资业务而言，当发生退货、返点或广告费时，京东世纪贸易将与供应商在下一笔订单中进行轧差结算，因此在京东世纪贸易与供应商持续合作的情况下，因为退货、返点、广告费等原因导致应收账款减损的概率很小。订单保理融资业务采用白名单制，供应商均为大型企业，与京东世纪贸易合作时间较长，历史合作情况良好，因此应收账款减损风险较小。

此外，本交易的交易文件约定，如委托人、受托人或资产服务机构发现灭失资产⁸的，委托人按照约定，将其自有的、符合资产保证且置换起算日⁹当日一点（01:00）保理融资余额不低于灭失资产保理融资余额的置换资产（单笔置换资产或置换资产组合）对灭失资产进行置换。上述交易安排能够较有效地缓释应收账款减损产生的不利影响。

（6）再投资风险

信托存续期间内，受托人将信托账户内的资金在闲置期间按其对应的相关约定以银行定期存款、协议存款、货币基金、银行保本型理财产品的任一方式于合格实体进行存放或投资。其中合格实体系指评级机构给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 级的金融机构；特别地，当资金保管机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级时，合格实体指且仅指资金保管机构。此约定有效降低了再投资风险。

⁸ 灭失资产：就某笔资产而言，系指在其对应的初始起算日、循环购买基准日或置换起算日后，出现以下任何一种情况的资产：(i) 该笔资产对应的《商务合同》项下的订单被取消；(ii) 该笔资产对应的《商务合同》项下商品发生退货；(iii) 发起机构 IT 系统记录发生差错，该笔资产对应的应收账款并不存在；(iv) 该笔资产对应的已转让给受托人的应收账款发生扣减或抵销等情形，且前述情形导致该笔资产对应的已转让给受托人的应收账款之应收账款余额小于该笔资产对应的保理融资余额的 80%。

⁹ 置换起算日指发起机构将置换资产置换进入资产池之日。

四、定量分析

联合资信评定本交易保理应收账款支付人京东世纪贸易的主体信用级别为 AAA_{pi}，与优先级票据目标评级级别一致，因此，联合资信对本交易的定量分析主要为结构现金流分析，其中包括压力测试和返回检验，用以确定优先级票据在压力情景下的兑付状况。

邦汇保理提供了 2013 年底至 2017 年底的动态池数据，包括存量资产余额及不同拖欠天数的资产规模，整体来看存量资产拖欠率较低。拖欠情况详见图 2。

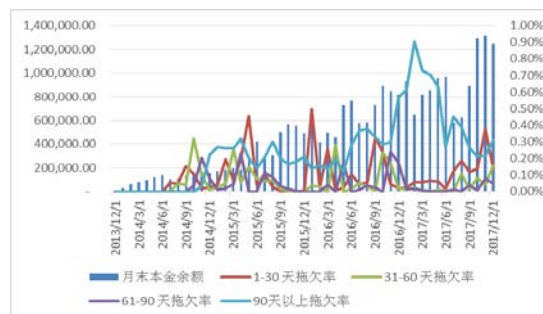


图 2 邦汇保理保理资产余额及拖欠率

邦汇保理从历史数据中抽取 5% 的数据作为分析样本，联合资信从历史数据中筛选出截至数据提取日已经到期，或未到期但已还款的

保理融资债权作为分析样本，其中池保理融资与订单保理融资拖欠 1-30 天资产笔数共计 16 笔，未发现本金逾期超过 10 天的情况。主要拖欠原因为京东世纪贸易因供应商未能及时履行商务义务，如未能及时开具发票、及时处理退换货或结算等问题，而延时向邦汇保理支付款项，因此该等拖欠资产的回收水平很高。样本数量、样本拖欠情况及拖欠后回收情况如表 12 所示：

表 12 抽样数据拖欠及回收情况 单位：笔/%

	池保理		订单保理	
	笔数	回收率	笔数	回收率
无拖欠	4297	—	187	—
拖欠 1-30 天	12	100.00	4	100.00
合 计	4309	100.00	191	100.00

联合资信根据邦汇保理提供的抽样历史数据，并结合模拟资产池的期限结构，估算出一般情景下模拟资产池现金流分布如表 13 所示：

表 13 模拟资产池现金流分布

时间（月）	现金流分布
1	75.04%
2	21.46%
3	2.38%
4	0.83%
5	0.20%
6	0.06%
7	0.02%
8	0.02%
9	0.00%
合 计	100.00%

在对本交易现金流回收分布的构建过程中，联合资信假设初始资产池及每次循环购买

的资产池的各项特征与模拟资产池相似，在无违约、各循环购买日均能充足购买情形下，预测本交易各期资产池预期现金流流入情况如图 3。

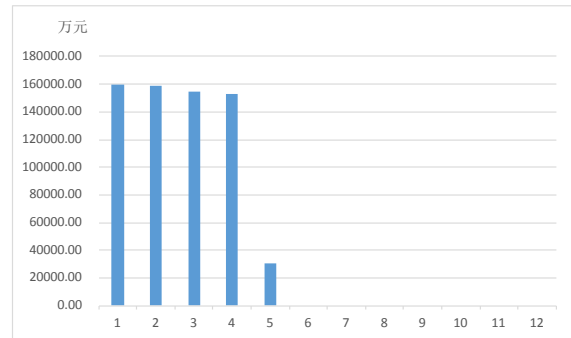


图 3 各期现金流流入情况

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了适用于本交易的现金流分析模型，并在经济运行情况分析以及资产池信用特征分析的基础上，设定了适用于本交易基础资产的损失率基准，并对现金流进行多种情景下的压力测试，以测试优先级资产票据的利息及本金能否在各压力情景下及时足额兑付。联合资信主要的现金流压力测试手段包括发行利率上浮、循环购买率下降、改变现金流分布。由于合格标准中约定循环购买资产[融资利息+服务费]和保理融资金额的年化比率不低于 6.5%，联合资信从审慎角度出发，假定后续循环购买的资产年化息费率为 6.5%。压力测试结果显示，优先级资产支持票据在各项压力情景下本息均能正常兑付。压力测试的相关参数及结果详见表 14。

表 14 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情景			优先级票据本息偿付情况
循环购买率	100%	循环购买率为 98%			正常
		循环购买率为 90%			正常
利差	优先级资产支持票据预期发行利率 5.50%	预期发行利率上升 150 个 BP			正常
		预期发行利率上升 200 个 BP			正常
现金流分布	详见表 13	现金流分布情景 1	第 1 月	100%	正常

			第 2 月	0%	正常
		现金流分布情景 2	第 1 月	80%	
			第 2 月	20%	
		现金流分布情景 3	第 1-11 月	0%	正常
			第 12 月	100%	
组合压力情景 1	—	循环购买率	循环购买率为 98%		正常
		利差	预期发行利率上升 100 个 BP		
		现金流分布	现金流分布情景 2		
组合压力情景 2	—	循环购买率	循环购买率 90%		正常
		利差	预期发行利率上升 200 个 BP		
		现金流分布	现金流分布情景 3		

五、主要参与方履约能力

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为邦汇保理。邦汇保理于 2013 年 6 月成立，为上海市第二批商业保理试点企业，初始注册资本 1.00 亿元。截至目前，注册资本为 21.70 亿元，已完成验资工作，为北京京东尚博广益投资管理有限公司（以下简称“京东尚博广益”）全资子公司，2016 年 6 月 20 日，京东尚博广益更名为京东金融，实际控制人为自然人刘强东。邦汇保理下设业务部、运营部、资产管理部、风控部、财务部和法务部等部门；经营范围包括：应收账款融资，销售分户账管理，应收账款催收，坏账担保，经许可的其他业务。

（1）股东情况

京东金融成立于 2012 年 9 月 5 日，初始注册资本 100 万元，初始注册名称为北京京东尚博广益投资管理有限公司，2016 年 6 月 20 日，经北京市工商行政管理局同意，京东尚博广益正式更名为京东金融，历经多次增资及股权变更，截至目前，京东金融注册资本为 25.74 亿元，主要股东为宿迁东泰锦荣投资管理中心（有限合伙）、宿迁东和晟荣股权投资中心（有限合伙）、宿迁博大合能基金管理合伙企业（有限合伙）、北京嘉实元瑞投资中心（有限合伙）等。

京东金融定位为金融科技公司，通过大数据应用，叠加机器学习、人工智能、区块链等新兴科技，建立起包括大数据体系、技术体系、

风控体系、支付体系、投研体系、投顾体系等在内的一整套互联网金融体系。京东金融通过将技术、产品、用户、资金端、资产端开放给银行、证券、保险等各类金融机构及其他非金融机构，提供菜单式、嵌入式服务，打造“金融+互联网”的全新模式。京东金融为 C（Consumers）端客户提供全方位的金融服务。在信用消费领域，提供包括白条、征信和租赁等产品；在账户管理领域，提供钱包、多场景支付等产品；在理财领域，提供众筹投资、基金投资和保险等产品。同时，京东金融在 B（Business）端构建了完整的金融生态圈，助力企业产业链各环节，涵盖企业整个生命周期。京东金融通过长期股权投资的形式入股涉及金融科技各板块领域的业务，业务领域涵盖消费金融、供应链金融、保险、支付业务等在内的业务板块布局。

（2）业务分析

邦汇保理主要业务以保理业务为主，依托于集团平台优势，借助京东集团在供应链中的定位，为京东商城的上游供应商提供融资服务，受益于其母公司京东金融的核心技术和客户基础，邦汇保理业务在商业保理行业发展较好，先后推出“池保理”、“订单保理”等产品，通过自身相对成熟的系统，力求达到申请到放款最短仅三分钟。截至 2017 年末，邦汇保理保理业务余额合计 124.80 亿元，其中池保理业务余

额占保理业务余额的 59.62%，订单保理业务余额占比 40.38%。

表 15 保理产品分布

单位：亿元/笔

项目	2017 年			2016 年			2015 年		
	投放金额	笔数	期末余额	投放金额	笔数	期末余额	投放金额	笔数	期末余额
池保理	397.47	34206	74.41	332.56	27206	54.60	270.59	24362	35.91
订单保理	371.13	2743	50.39	246.76	1813	26.87	94.98	562	13.51
合 计	768.60	36949	124.80	579.12	29019	81.47	365.57	24924	49.42

数据来源：邦汇保理提供，联合资信整理。

邦汇保理依托京东集团的平台资源，以京东商城自营产品供应商为客户群体。邦汇保理客户全部为京东自营供应商，供应商供货种类主要包括 3C、通讯、家电、消费品等，业务范围遍布全国，主要集中于一线城市。邦汇保理依据其自身准入标准对客户进行审核，依据客户的融资申请需求，并结合自身的风控模型以及相关制度，综合得出最终融资比例。审核通过后，准许该自营供应商提出的融资申请需求。在验证条件均无异议，信息审核通过后，进行客户产品比例的配置。客户经理通过邮件与采购经理确认贸易情况，并根据采购经理的意见判定是否进行配置比例，最终由运营人员根据风控模型审核并确认是否存在转让情况后，综

合得出最终比例配置。为保证客户质量，邦汇保理要求贸易合作在 3 个月以上的京东自营供应商方可进行申请，准入条件主要依据交易历史记录情况、供应商产品销售情况、供应商现金流情况及供应商与京东商城的采购记录。邦汇保理对订单池客户制定了较为详细的准入标准，要求客户工商注册时间在 1 年以上，企业法人年龄在 18~65 岁之间；总资产在 1 亿元以上，资产负债率低于 80%，流动比率不小于 100%；与京东商城合作时间在 3 个月以上，在京东商城最近 3 个月月均采购额度不小于 0.1 亿元。目前，邦汇保理开展的保理融资业务所涉及的应收账款债务人全部来自于京东世纪贸易。

表 16 供货种类结构

单位：亿元/笔

项目	2017 年			2016 年			2015 年		
	投放金额	合同笔数	保理余额	投放金额	合同笔数	保理余额	投放金额	合同笔数	保理余额
通讯	382.15	4138	37.68	261.99	2831	30.41	94.21	1784	13.94
3C	123.48	7567	32.65	101.30	7751	15.01	96.25	7826	7.74
消费品	119.11	11505	24.02	77.00	7593	13.83	46.45	5203	8.34
家电	80.18	2666	15.37	96.65	2945	14.54	93.37	3606	13.91
时尚	31.61	4255	5.84	18.01	2519	3.10	11.54	1945	1.34
居家	29.29	6271	8.01	24.02	5279	4.55	23.51	4490	4.14
生鲜	1.58	334	0.70	0.10	69	0.03	0.00	1	0.00
二手	0.82	109	0.21	0.01	2	0.00	0.01	1	0.01
新通路	0.36	92	0.24	0.03	23	0.01	0.11	42	0.00
创新	0.02	12	0.01	0.01	7	0.00	0.12	26	0.00
合 计	768.60	36949	124.80	579.12	29019	81.47	365.56	24924	49.42

数据来源：邦汇保理提供，联合资信整理。

2018年二季度，邦汇保理业务供货种类以通讯、消费品、家电行业、电脑数码行业为主，业务保持平稳发展。2018年1~6月，邦汇保理共投放金额401.77亿元，共投放笔数18933笔。截至2018年6月末，邦汇保理保理余额127.53亿元。

总体看，邦汇保理依托于京东金融平台，为京东自营产品供应商提供短期保理融资业务，依托于京东集团的数据平台优势，加之其较为丰富的客户资源以及准确的市场定位，业务主要以3C、家电、通讯等领域，业务发展较为迅速。

（3）风险管理

邦汇保理制定了内部审计考核制度、财务管理制度、风险管理制度、资金管理制度、信审管理制度、贷后管理制度、合同管理制度等。邦汇保理制定了《京保贝业务流程管理制度》，对“京保贝”产品的客户审批流程、放款管理、还款管理、保理业务风控制度及信息系统权限管理进行了规范。邦汇保理的审批流程均在客户申请放款之前，分为主动保理和被动保理，邦汇保理根据京东自营产品供应商的交易记录及产品情况向供应商主动发起保理融资业务，或者供应商可自行申请保理融资业务。

在收到《保理业务合同申请书》后，邦汇保理将审核申请人是否符合《京东自营供应商准入条件》的相关要求及标准。审核通过后，准许该自营供应商提出的融资申请需求。经双方协商无异议后，确定正式合同文本条款。客户基础信息主要包括基本信息及资料、应收账款数据、系统下数据信息、各证照资料、交易历史记录、供应商现金流以及风控体系下的测算结果。在复合基础资料后，对客户产品比例进行配置，应收账款池融资额度为有效应收账款余额与融资比例的乘积，应收账款池融资额度为循环额度，在合同有效期内未清偿的保理融资总额不得超过额度限制，邦汇保理可以根据其判断自行决定撤销或变更额度。针对京东金融供应链金融保理业务，邦汇保理制定了《上

海邦汇商业保理有限公司保理产品风控制度》，内容主要涉及供应商准入条件、基本信息审核要点、供应商品配置要求、风险控制指引、催收和坏账管理指引等。为控制供应商保理融资后进行退货，降低保理业务风险，邦汇保理加强对供应商贸易进行退货监控，设立退货预警线，针对退货金额的变化情景，采取相应的措施。

邦汇保理针对不同的风险状况制定了相应的风险化解措施，对无催收价值的客户具体分析其风险特征，制定相应的资产保全方案；对有催收价值的客户，再根据逾期情况，初步确定应采取的催收级别，在确定催收级别后，催收管理岗须及时进行催收任务的分配、落实工作，催收方式主要包括短信与电话催收、现场催收、委外机构催收等。针对通过催收流程仍未完全结清的款项，信用与风险管理部将对该部分不良资产进行核销。

总体看，邦汇保理搭建了适合自身业务特点的风控体系，随着业务规模的逐步扩大以及风险事件的频发，其风险控制制度、业务操作流程、风险控制措施有待进一步完善。

（4）财务分析

邦汇保理提供了2015~2017年及2018年1~6月末财务数据。上会会计师事务所（特殊普通合伙）对2015年财务数据进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对2016~2017年财务数据进行审计，均出具了标准无保留的审计意见。其中，邦汇保理2017年财务数据为合并口径。2018年1~6月财务数据为合并口径，未经审计。

近年来，邦汇保理资产规模保持快速增长趋势，流动性资产占资产总额的比重高，主要为应收保理款。截至2017年末，邦汇保理资产总额197.34亿元，其中流动资产总额197.27亿元，占资产总额的99.97%；应收保理款余额141.90亿元，占流动资产比例为71.93%。截至2017年末，邦汇保理保理融资款逾期率¹⁰为

¹⁰逾期率=逾期保理本金金额/供应商保理融资余额

0.67%，逾期率处于较低水平，资产质量较好。

2018 年以来，邦汇保理资产仍以流动资产为主，应收账款占资产总额的比重高。截至 2018 年 6 月末，邦汇保理资产总额为 202.55 亿元，其中应收账款余额占资产总额的 84.40%，货币资金余额占比 10.69%。

整体看，邦汇保理资产以应收保理款为主，且绝大多数为流动性资产，资产质量保持良好水平。

表 17 邦汇保理资产构成 单位：亿元

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	197.34	78.29	56.20
其中：货币资金	11.84	2.19	6.01
应收保理款	141.90	71.44	49.62
其他应收款	38.78	3.35	0.00

数据来源：邦汇保理提供，联合资信整理。

邦汇保理负债除少量递延所得税负债外，其余全部为流动负债，以短期借款和其他应付款为主，近年来其加大了融资力度，借款规模上升明显。截至 2017 年末，邦汇保理负债余额 182.35 亿元，其中短期借款占负债余额的 58.96%，主要为信用借款和保证借款；其他应付款占比 39.03%，主要为关联方往来款。2015~2017 年末，邦汇保理的资产负债率分别为 73.31%、80.82%和 92.40%，负债水平呈上升趋势。

截至 2018 年 6 月末，邦汇保理负债余额 180.55 亿元，全部为流动负债；短期借款余额占比 49.65%；其他应付款余额占比 44.68%。

整体看，邦汇保理负债结构中流动性负债占比高，且以短期借款、关联方往来款项、保理 ABS 债权到期代收款为主，对其流动性管理提出较高要求。

表 18 邦汇保理负债构成 单位：亿元

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
负债总额	182.35	63.28	41.20

其中：短期借款	107.51	33.25	6.78
应付账款	2.73	3.62	0.22
其他应付款	71.17	26.20	34.08

数据来源：邦汇保理提供，联合资信整理。

近年来，邦汇保理借助京东集团平台优势为上游供应商提供保理融资，目前保理业务发展较好，营业总收入保持较快增长。2017 年，邦汇保理实现营业总收入 7.52 亿元，其中利息收入占营业总收入的 84.68%，手续费及佣金收入占比 15.32%。

随着业务规模的不断扩大，期间费用上升较为明显，邦汇保理营业支出主要以利息支出和管理费用为主。2017 年，邦汇保理营业总支出为 7.23 亿元，其中利息支出占营业总支出的 58.24%，管理费用支出占比 29.69%。

近年来，随着业务规模的不断扩大，营业总支出规模不断加大，主要以利息支出为主，另一方面，计提应收保理款坏账准备规模较上年度有所上升，主要因为 17 年公司业务规模大幅增长，计提应收保理款坏账准备规模随之调升。

表 19 邦汇保理盈利情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	7.52	4.63	2.89
其中：利息收入	6.37	3.67	1.97
手续费及佣金收入	1.15	0.96	0.92
营业总成本	7.23	4.73	2.92
其中：利息支出	4.21	0.86	—
管理费用	2.15	2.46	2.56
销售费用	0.08	0.31	0.13
资产减值损失	0.16	0.08	0.03
营业外收入	0.00	0.12	0.04
利润总额	0.36	0.03	0.01
减：所得税费用	0.17	0.01	0.00
净利润	0.19	0.02	0.01

数据来源：邦汇保理提供，联合资信整理。

2018 年 1~6 月，邦汇保理营业总收入 5.34

亿元；资产减值损失 0.34 亿元；净利润 0.26 亿元。

整体看，邦汇保理业务发展较好，营业总收入保持增长趋势；另一方面，其资产减值损失规模的上升，对其净利润的实现产生一定的负面影响。

近年来，邦汇保理进行多次增资，资本实力不断提升。截至 2017 年末，邦汇保理所有者权益合计 14.99 亿元，其中实收资本 15.00 亿元，资本公积余额 0.49 亿元，未分配利润余额-0.58 亿元。

2018 年，股东京东金融对邦汇保理增资，邦汇保理资本实力得到进一步提升，注册资本变更为 21.70 亿元，已完成验资工作。截至 2018 年 6 月末，邦汇保理所有者权益合计 22.00 亿元，其中实收资本 21.70 亿元，资本公积余额 0.49 亿元，未分配利润余额-0.32 亿元。

整体看，邦汇保理根据业务发展需要补充资本，经过多次增资，资本实力不断提升。

作为本交易的发起机构和资产服务机构，邦汇保理业务发展情况良好，资产规模较大，有利于为本交易后续循环购买提供充足资产，履约尽职能力很强。

2. 债务人

本交易各笔资产的债务人是京东世纪贸易，京东世纪贸易成立于 2007 年 4 月，由京东商城集团有限公司（以下简称“京东集团”¹¹）全资设立，初始注册资本为 500 万美元。2013 年 12 月，京东集团将京东世纪贸易 100%股权转让¹²与旗下另一子公司京东香港国际有限公司（以下简称“京东香港”）。后历经多次增资，截至 2018 年 6 月底，京东世纪贸易注册资本 139798.56 万美元，京东香港直接持股 100%，京东集团为间接控股股东，京东世纪贸易实际

控制人为自然人刘强东。

京东世纪贸易是京东集团旗下互联网零售业务运营主体，运营国内著名的一站式综合购物网站——京东世纪贸易，经营模式涵盖自营在线零售模式和第三方平台零售模式。京东世纪贸易是国内 B2C 市场最大的 3C 互联网零售专业平台，是中国互联网零售领域最受消费者欢迎和最具影响力的电子商务网站之一。京东世纪贸易在线零售商品涉及 3C 产品、家用电器、日用百货等十五大品类。2017 年，京东商城销售商品交易总额高达 12944 亿元，同比增长 37.82%；活跃用户数量达到 2.93 亿人次，同比提升 29.07%。2017 年，京东商城在互联网零售市场 B2C 交易渠道占比为 32.5%，较上年提高了 7.1 个百分点，仅次于天猫位居第二位。

截至 2017 年底，京东世纪贸易（合并）资产总额 1571.12 亿元，所有者权益合计 169.89 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2017 年实现营业总收入 3608.18 亿元，利润总额 71.96 亿元。

截至 2018 年 6 月底，京东世纪贸易（合并）资产总额 1533.18 亿元，所有者权益合计 195.21 亿元（含少数股东权益 1.69 亿元）；2018 年 1~6 月，京东世纪贸易实现营业总收入 2202.77 亿元，利润总额 35.31 亿元。

注册地址：北京市北京经济技术开发区科创十一街 18 号 C 座 2 层 201 室；法定代表人：刘强东。

（1）电商行业分析

京东世纪贸易属于电子商务企业，主营业务是通过网售平台京东商城进行网上零售交易。

从近年网上零售业务的发展表现来看，网上零售市场规模增长明显快于社会零售增长，而 B2C 业务则引领网上零售业务市场规模增长。根据商务部报告显示，2017 年，全国商品类电子商务交易额 16.87 万亿元，同比增长 21%；服务类电子商务交易额 4.96 万亿元，同比增长 35.1%。2017 年，全国实物商品网上零售额 5.48 万亿元，同比增长 28%，占社会消费品零售总额的比重达 15%，实物商品网上零售

¹¹ 京东集团于 2014 年 5 月在美国纳斯达克上市，上市时更名为 JD.com, Inc.

¹² 2013 年 12 月，京东集团做出股东决定，同意京东集团以其所持有的京东世纪贸易 100% 的股权作价 23.50 亿元人民币认购京东香港新增发的股份，认购完成后，京东香港持有京东世纪贸易 100% 的股权，京东世纪贸易股东变更为京东香港。

对社会消费品零售总额增长的贡献率达 37.9%，比上年提升 7.6 个百分点。同时，电子商务的支撑环境也在不断优化。在支付方面，非银行支付机构发生网络支付金额达 143.26 万亿元。同比增长 44.32%。移动支付改变了传统支付习惯，渗透到消费者购物、出行、就餐、就医等应用场景。在物流方面，快递业务量累计完成 400.6 亿件，同比增长 28%，其中近 70% 由电子商务拉动产生。

网上零售业务的高速增长主要得益于个人消费能力的提升和庞大的互联网用户人群。据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布《第 39 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2017 年 12 月，我国网民规模达 7.72 亿，普及率达到 55.8%，超过全球平均水平（51.7%）4.1 个百分点，超过亚洲平均水平（46.7%）9.1 个百分点。同时，近年我国零售行业一直保持高于 GDP 增速的稳定向上增长势头，在中国相对落后的商业零售实体基础之上，中国的网上零售呈现出代偿性的爆发式发展，占有了本应由商业零售享有的、由个人消费提升所带来的零售行业增长份额。进一步地，由于消费者的消费水平升级，以及对品质商品的需求使得 B2C 市场继续成为网络购物行业的主要推动力，预计未来一段时间内，线上零售业务尤其是 B2C 市场规模仍将保持快速增长。从竞争格局来看，易观智库发布的《中国网络零售 B2C 市场季度监测报告 2017 年第 4 季度》显示，2017 年第 4 季度 B2C 市场中，阿里集团旗下天猫市

场份额占市场份额 60.9%，较去年同期增长 0.7%，京东商城市场份额达 25.6%。苏宁持续高速增长，4 季度占市场份额 4.5% 位居第三。唯品会和国美分别以 3.8% 和 1.2% 的市场份额占据第四和第五的位置，整个市场集中度依然较高。阿里集团及京东集团等综合性电商在进行多元化发展的同时，其他电商企业也在行业内寻找自己的生存空间，从供应链整合、产品拓展、品牌打造、服务优化等各方面持续发力，提升企业的核心竞争优势，网络购物行业竞争格局将持续演进。

总体看，未来几年内网络购物尤其是 B2C 市场规模有望保持快速增长，成为推动电子商务市场发展的重要力量；阿里集团及京东集团处于行业前列，具有较强竞争优势。

（2）经营状况

京东世纪贸易从事互联网零售业务，是国内最大的自营型互联网零售商，主要运营国内一站式综合购物网站——京东商城。2015 年～2017 年，京东世纪贸易营业收入分别为 1817.45 亿元、2585.04 亿元和 3605.51 亿元，收入规模快速上升，年均复合增长率达到 40.85%。从收入构成来看，商品销售为最主要的收入来源，近三年占比分别为 92.85%、91.77% 和 91.02%；其他业务收入主要为向第三方卖家收取的广告、佣金等服务费，随着第三方平台业务量的增加，其他服务收入逐年快速增长，成为京东世纪贸易利润的主要来源。

表 20 京东世纪贸易主营业务收入、毛利率情况

业务板块	营业收入（亿元）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
商品销售收入	1687.58	2372.35	3281.74	1990.14
其他服务收入	129.87	212.69	323.77	212.63
合计	1817.45	2585.04	3605.51	2202.77
业务板块	毛利率（%）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
商品销售收入	7.20	7.92	8.02	8.45
其他服务收入	96.80	97.48	96.54	94.06
合计	13.60	15.26	15.97	16.71

数据来源：京东世纪贸易提供，联合资信整理。

从毛利率水平看，2015 年~2017 年，受益于销售规模大幅增长以及高毛利的第三方平台业务的增加，京东世纪贸易综合毛利率不断提高，近三年分别为 13.60%、15.26%和 15.97%。

2018 年 1~6 月，京东世纪贸易实现营业收入 2202.77 亿元，同比增长 31.75%，主要来自自营商品销售额的增长；同期，受益于占比大的自营商品业务毛利率的提高，京东世纪贸易综合毛利率较上年提高 0.74 个百分点至 16.71%。

从商品交易总额以及用户数量情况看，2015~2017 年，京东世纪贸易商品交易总额（GMV）分别为4465亿元、9392亿元和12944亿元，年均复合增长70.26%；（活跃）用户数量近三年分别为1.55亿人、2.27亿人和2.93亿人，年均复合增长37.49%；总体看，京东世纪贸易商品交易额及用户数量逐年快速增长，带动公司收入及利润不断提升。

表21 平台运营核心业务数据 单位：亿元/亿人

项目	2015 年	2016 年	2017 年
商品交易总额	4465	9392	12944
用户数（活跃）	1.55	2.27	2.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

京东世纪贸易的商业模式主要包括自营销售及第三方平台销售。对于自营销售模式，京东世纪贸易自行采购并管理其库存，同时提供配送和售后服务。对于第三方平台业务，京东世纪贸易提供电商平台，促进第三方卖家在平台上向终端消费者销售商品，京东世纪贸易收取相应的佣金。京东世纪贸易还为其平台模式的第三方卖家提供包括仓储、配送服务在内的各类服务，同时对于第三方卖家的商品及服务质量有严格的要求。

商品采购方面，京东世纪贸易进货渠道按供应商情况而定，一部分商品是从厂家直接进货，如IT类产品，另一部分产品从总代理或经销商处进货。对于长期销售的产品，京东世纪贸易与供应商大多采用签订大合同，分批次送

货的方式，也会有单独下订单的情况；对于阶段性销售的商品，与供应商采用单次采购的方式。由于京东商城采用7×24小时的销售方式，销售量大，所以热销产品的供应商每周向京东商城送货2~3次，以保证商品充足。产品质量保障方面，京东世纪贸易通过大量品牌直供从源头减小假冒伪劣商品概率。此外通过严审商家资质、严控进货渠道、不定时抽检、自主研发质控系统、严厉的处罚机制和确保无忧退换货六大品质措施保证销售产品的质量。截至2017年末，京东世纪贸易自营销售业务中共有约15500家供应商。

销售方面，京东世纪贸易通过网站和手机应用直接向顾客销售。产品类型方面，京东世纪贸易成立初期以销售 3C 类商品（包括计算机、通信及消费类电子产品）为主，之后逐渐将销售的商品种类拓宽至包括服装、食品、图书、音像制品等共 15 个种类的商品。产品定价方面，京东世纪贸易根据商品市场销售情况，结合其他在线零售网站和线下销售情况，通过供应商进行协商尽量降低采购成本，充分运用成本导向、需求导向和竞争导向等多种方式进行价格确定或调整，以达到最佳销售目的。

收款方面，京东世纪贸易提供货到付款、在线支付和其他支付方式三种收款方式。在自营配送覆盖的销售区域均接受货到付款的支付方式。

物流配送方面，京东世纪贸易绝大部分的订单由京东集团体系物流负责配送。同时也与众多第三方快递公司签署了合作协议，确保可以送货至自有物流配送体系目前覆盖不到的地区。京东集团的物流配送体系层级分明、目前已形成辐射全国较为完善的商品配送供应链，为京东世纪贸易业务的发展提供了有力支持。截至 2018 年 4 月末，京东集团在全国范围内拥有超过 500 个大型物流中心，运营了 14 个大型智能化物流中心“亚洲一号”，物流基础设施面积超过 1200 万平方米，京东物流大件网络和中小件网络已全部实现大陆行政区县 100%覆盖，遍布全国的末端自提及服务中心超过 30 万个，

生鲜冷链配送覆盖超过 300 个城市。京东集团专业的配送队伍能够为消费者提供一系列专业服务，如：211 限时达、次日达、夜间配和 2 小时极速达，GIS 包裹实时追踪、售后 100 分、快速退换货以及家电上门安装等服务，保障用户享受到卓越、全面的物流配送和完整的“端对端”购物体验。

售后服务方面，京东世纪贸易的客服中心负责处理订单流转过程中的客户投诉和退换货要求。客户可拨京东世纪贸易的热线电话、通过京东世纪贸易的网站以书面形式提问及留下投诉或者向京东世纪贸易发送电子邮件咨询相关问题。京东世纪贸易对消费者提供每周 7 天、全天 24 小时的电话客服服务。截至 2017 年末，京东世纪贸易拥有三个主要客服中心，位于宿迁市的客服中心拥有 3696 名客服代表；位于成都市的客服中心拥有 2051 名客服代表；位于扬州市的客服中心拥有 1108 名客服代表。

京东世纪贸易于 2010 年推出开放平台，允许第三方商家通过网站和手机应用销售商品，并且可以使用京东商城物流配送及其他增值服务，京东世纪贸易则向第三方商家收取佣金和物流及仓储等增值服务费。截至 2017 年末，第三方商家数量约 160000 家，较 2015 年增加了 6000 家，极大地丰富了京东世纪贸易产品种类。随着平台卖家数量的提升，公司平台销售交易额占比逐年提升，成为公司利润的重要来源。

总体看，借助通畅的供应商渠道、强大的物流体系和售后服务能力，京东世纪贸易近三年来相关运营指标表现良好，销售收入实现大幅增长。

(3) 财务状况

京东世纪贸易 2015~2017 年度审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见。

表 22 京东世纪贸易主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额(亿元)	685.31	1081.70	1571.12	1533.18

所有者权益(亿元)	76.62	105.85	169.89	195.21
短期债务(亿元)	95.14	180.63	307.93	366.04
全部债务(亿元)	122.68	207.23	352.68	369.09
营业总收入(亿元)	1820.27	2589.06	3608.18	2202.77
利润总额(亿元)	10.37	30.11	71.96	35.31
经营性净现金流(亿元)	4.23	18.35	181.06	131.53
营业利润率(%)	13.32	15.11	15.81	16.50
净资产收益率(%)	13.24	26.66	41.37	--
资产负债率(%)	88.82	90.21	89.19	87.27
全部债务资本化比率(%)	61.55	66.19	64.45	65.41
流动比率(%)	100.65	94.15	95.28	86.26
全部债务/EBITDA(倍)	10.00	5.82	4.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.48	6.45	24.43	--

数据来源：京东世纪贸易提供，联合资信整理。

资产质量方面，2015~2017 年末，京东世纪贸易资产总额分别为 685.31 亿元、1081.70 亿元和 1571.12 亿元，近三年年均复合增长率为 51.41%。从资产结构来看，截至 2017 年末，京东世纪贸易流动资产和非流动资产分别占总资产的比例为 82.01%和 17.99%，以流动资产为主。京东世纪贸易流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，分别占比 10.21%、16.48%、27.18%和 31.69%。截至 2017 年末，京东世纪贸易货币资金 131.61 亿元，较上年增长 95.97%；存货 408.31 亿元，主要系京东世纪贸易自营在线零售的模式所需的库存商品和订单耗材；其他应收款 350.26 亿元，主要来自于关联方往来款；应收账款为 212.31 亿元，较上年略有下降，主要是应收个人白条和应收企业客户白条订单结算款，订单结算比较零散。截至 2017 年末，京东世纪贸易非流动资产为 282.65 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产构成，分别占比 22.04%、15.59%、28.95%和 21.98%。截至 2017 年末，京东世纪贸易可供出售金融资产大幅增长至 62.30 亿元；固定资产 81.81 亿元，主要是网络及监控设备、房屋及建筑物和物流运输设备。

截至 2018 年 6 月底，京东世贸资产总额

1533.18 亿元，较上年底下降 2.41%；流动资产中货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产均有不同程度的下降，其中其他应收款较 2017 年底下降 28.99%至 248.71 亿元；非流动资产较上年底增长 36.65%至 386.24 亿元，主要为新增其他非流动资产 31.90 亿元带动。截至 2018 年 6 月底，流动资产和非流动资产分别占 74.81%和 25.19%，流动资产比例较上年底有所下降。

总体看，作为国内最大的自营 B2C 电商企业，B2C 市场第二大运营商，京东世纪贸易持续加大投资，业务规模稳步发展，总资产规模逐年上升。

2015~2017 年，京东世纪贸易负债总额大幅上升，年均复合增长率为 51.73%。截至 2017 年末，京东世纪贸易负债总额为 1401.23 亿元，其中流动负债占比为 96.50%；流动负债主要由应付票据、应付账款和其他应付款构成，分别占 14.71%、40.46%和 27.40%。截至 2017 年末，京东世纪贸易应付票据 198.87 亿元，同比增长 116.80%，主要系业务规模扩大所致；其他应付款 370.47 亿元，主要系应付关联方往来款、供应商保证金及其他保证金和应付其他款项；应付账款 547.17 亿元，主要为业务规模增长导致商品采购款项增长所致；预收款项为 104.40 亿元，主要系已收款但尚未妥投的订单款、尚未消费的京东 E 卡销售款以及预收广告款等；一年内到期的非流动负债 109.06 亿元，为一年内到期的长期应付款。截至 2018 年 6 月底，京东世纪贸易负债较上年底下降至 1337.97 亿元，其中其他应付款和长期应付款较上年底均大幅下降，分别为 234.61 亿元和 3.05 亿元，其余科目变化不大。

所有者权益方面，京东世纪贸易经营情况较好，历年的利润留存及增资使其自有资本实力不断增强。2015~2017 年末，京东世纪贸易所有者权益分别为 76.62 亿元、105.85 亿元和 169.89 亿元，近三年年均复合增长率为 48.90%。截至 2017 年末，京东世纪贸易归属于母公司的

所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，分别占比 53.30%和 48.79%，其中当期未分配利润规模大幅增长至 82.89 亿元，其他综合收益-3.64 亿元，为可供出售金融资产公允价值变动所致；公司少数股东权益规模小。截至 2018 年 6 月底，京东世纪贸易所有者权益较上年底增长至 195.21 亿元，主要源于未分配利润的累积；其他综合收益较 2017 年底下降至-13.17 亿元；其余科目变动不大。

现金流方面，2015~2017 年京东世纪贸易经营活动现金流量净额分别为 4.23 亿元、18.35 亿元和 181.06 亿元，受益于营业收入规模不断增长，公司经营活动现金流入规模也持续扩大；收入实现方面，2015~2017 年。公司现金收入比分别为 112.99%、112.65%和 113.53%，收入实现质量良好；公司近年来对外投资规模较大，2015~2017 年，投资活动产生的现金流量净额分别为-97.96 亿元、76.71 亿元和-260.22 亿元；筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 100.09 亿元、60.50 亿元和 122.67 亿元。2018 年 1~6 月，京东世纪贸易经营活动产生的现金流量净额为 131.53 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-107.49 亿元，筹资活动现金流量净额为-44.60 亿元。

盈利能力方面，随着京东世纪贸易活跃用户数和订单量的增长，京东世纪贸易订单量快速增长，收入规模显著提升。2015~2017 年京东世纪贸易营业总收入分别为 1820.27 亿元、2589.06 亿元和 3608.18 亿元，近三年年均复合增长率为 40.79%。营业利润率方面，京东世纪贸易近两年来新业务领域以及拓宽渠道方面花费了大量资金，使得营业成本逐年升高，但其盈利能力保持总体稳定上升趋势；2015~2017 年京东世纪贸易营业利润率分别为 13.32%、15.11%和 15.81%。利润总额分别为 10.37 亿元、30.11 亿元和 71.96 亿元，呈持续增长态势，公司主业盈利能力不断增强。2018 年 1~6 月，京东世纪贸易实现营业总收入 2202.77 亿元，同比增长 31.75%；同期，由于加大营销力度带动

销售费用同比增加 94.71 亿元，对京东实际贸易利润有一定侵蚀，2018 年 1~6 月，京东实际贸易实现利润总额 35.31 亿元，同上年持平；营业利润率为 16.50%，较上年略有增长。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，京东世纪贸易流动比率分别为 100.65%、94.15%和 95.28%，速动比率分别为 65.45%、64.21%和 65.09%，经营现金流动负债比分别为 0.73%、1.94%和 13.39%。整体看，京东世纪贸易短期债务规模较大，流动资产对短期债务的保障不足，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，京东世纪贸易 EBITDA 波动上升，分别为 12.27 亿元、35.64 亿元和 71.96 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 6.48 倍、6.45 倍和 24.43 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力较好；全部债务/EBITDA 分别为 3.14 倍、10.00 倍和 4.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。整体看，京东世纪贸易长期偿债能力尚可。

总体看，京东世纪贸易作为中国最大的自营型互联网零售平台运营主体，在经营规模、品牌知名度、物流配送体系、售后服务等方面具有较强竞争力。目前，京东世纪贸易客户活跃度高，资产实力雄厚，外部融资能力良好且整体抗风险能力强。综合分析，联合资信确定京东世纪贸易主体信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

3. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）北京市分行。中国银行成立于 1912 年 2 月，2004 年 8 月完成股份制改造。2006 年 6 月、7 月，中国银行先后在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。

截至 2017 年末，中国银行资产总额 194674.24 亿元，所有者权益 15766.79 亿元。

2017 年，中国银行实现营业收入 4832.78 亿元，净利润 1849.86 亿元。截至 2017 年末，中国银行不良贷款率 1.45%，不良资产拨备覆盖率 159.18%，资本充足率 14.19%，核心一级资本充足率 11.15%。2017 年末，中国银行托管资产规模约 9.53 万亿元。

中国银行建立了由各级机构、业务经营部门组成的第一道防线、由风险管理总部和业务管理部门组成的第二道防线和由稽核部门组成的第三道防线等共同组成的风险控制体系，并持续推进《企业内部控制基本规范》，进一步提高内部控制的自动化、精细化、专业化水平。

面对中国经济和金融环境的新常态，中国银行坚持稳健、理性、审慎的风险偏好，主动应对形势变化，努力建设专业、高效和差异化的全面风险管理体系。中国银行通过持续优化风险量化模型、启动整合风险管理平台建设、持续调整优化信贷结构、强化信贷资产质量管理、防范化解产能严重过剩行业风险、加强国别风险管理，强化海外信贷资产质量管理、并且加大不良资产清收力度，严格把控信用风险。

中国银行是国内首批五家从事基金托管业务的银行之一，托管业务涵盖证券投资基金、社保基金、企业年金、保险资金、QFII 境内投资资金、券商理财计划、资产证券化资金、QDII(合格境内机构投资者)境外投资等领域。

总体来看，中国银行是我国大型的国有控股商业银行，公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

4. 受托机构/发行人

本交易的受托人是西部信托。1999 年，根据国家对于信托业第五次整顿要求及中国人民银行和陕西省政府的部署，陕西信托投资有限公司和陕西省西北信托投资有限公司进行合并重组成立西部信托投资有限公司。2008 年 8 月 13 日，银监会批复同意公司名称变更为西部信

托有限公司。截至 2017 年末，公司注册资本为人民币 15 亿元，其中陕西省电力建设投资开发公司持股 57.78%，陕西省产业投资公司持股 8.66%。

截至 2017 年末，西部信托资产总额 73.37 亿元，所有者权益 56.58 亿元，信托资产规模为 2484.07 亿元。2017 年实现营业收入 6.61 亿元，利润总额 4.46 亿元。

西部信托加强合规风险管理制度和体系的建设，用制度规范业务，用规范经营加强合规风险的防御；制定合规政策，从制度、教育、

监督、纪律处罚等方面，对公司人员及其行为规范进行约束和管理。通过建立完善的公司治理结构、内控制度、业务流程，加强思想教育，调查交易对手的诚信记录，控制道德风险；加强项目风险排查，及时发现风险隐患，并及时纠正，突出项目现金流量管理，加强对流动性风险的防范。

总体来看，西部信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：本项目项下交易安排以及本期资产支持票据在中国银行间债券市场的发行，不违反《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国信托法》、《管理办法》以及其他现行法律、行政法规的规定，符合交易商协会相关规则指引的要求；本项目各交易参与方合法设立并有效存续，在项目《法律意见书》所述相关批准和授权程序履行完毕后，即具有参与本项目项下各交易环节的

必要授权及批准；交易文件不违反中国现行有效的法律、行政法规和部门规章。在交易文件约定的生效条件全部满足后，交易文件构成相关各方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的相关各方可按照交易文件的条款主张权利，除非该等权利主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。

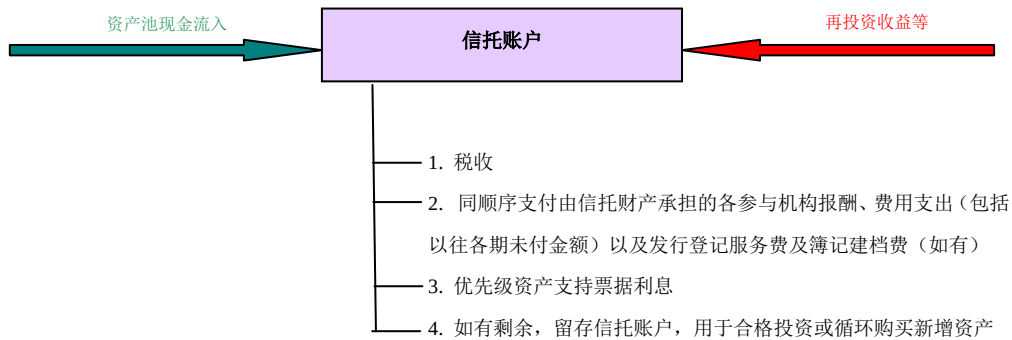
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在对模拟资产池进行信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上，确定“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

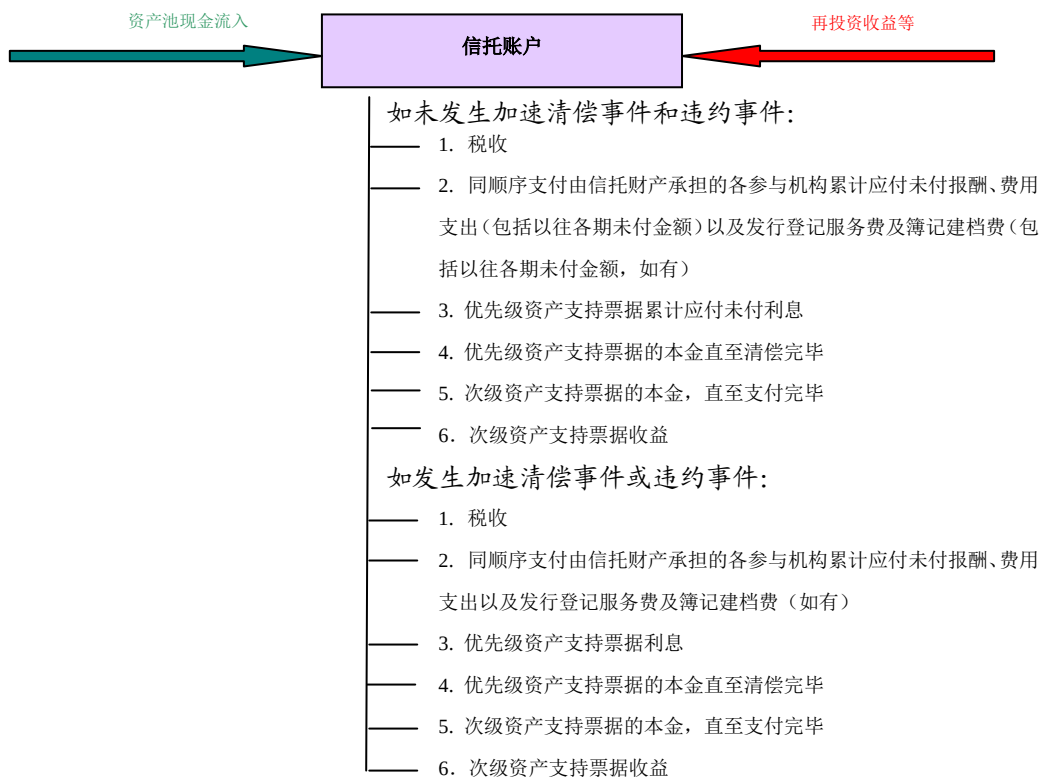
上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 循环期信托账户内资金的分配



附图 2 摊还期信托账户内资金的分配



附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

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}、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：

等级		含义
投资级	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	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。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据的 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“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”优先级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。

上海邦汇商业保理有限公司/西部信托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“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”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“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构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“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”相关信息，如发现“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”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。

如上海邦汇商业保理有限公司/西部信托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“上海邦汇 2018 年度第二期通盈京东资产支持票据”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上海邦汇商业保理有限公司/西部信托有限公司联系，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。