

# 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 年度第二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和完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一九年十月八日



# 信用等级公告

联合〔2019〕2861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年度第二期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第二期资产支持票据”项下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  
二〇一九年十月八日



# 尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第二期 资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

票据名称	发行金额 (万元)	资产占比 (%)	发行占比 (%)	信用等级
优先级	63400.00	92.20	94.91	AAA <sub>sf</sub>
次级	3400.00	4.94	5.09	NR
<b>票据合计</b>	<b>66800.00</b>	<b>97.14</b>	<b>100.00</b>	—
初始超额抵押	1967.12	2.86	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>68767.12</b>	<b>100.00</b>	—	—

注：1. 上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过7.50%的情况下有效；

2. NR表示未予评级，下同。

## 交易概览

预计存续期限：不超过12个月  
载体形式：信托型资产支持票据  
基础资产：委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益  
委托人/发起机构/资产服务机构：尚隽商业保理（上海）有限公司  
受托人/发行载体管理机构：云南国际信托有限公司  
资金保管机构：中信银行股份有限公司上海分行  
监管银行：招商银行股份有限公司上海外滩支行  
牵头主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司  
联席主承销商：招商银行股份有限公司  
债务人：世茂房地产控股有限公司和/或上海世茂建设有限公司直接/间接控股或参股的项目公司  
基础资产流动性支持承诺人：北京帕冉工程咨询有限公司  
基础资产差额补足人：上海世茂建设有限公司  
基础资产担保人：世茂房地产控股有限公司

## 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。

## 评级时间

2019年10月8日

## 分析师

马莉 董聪 李开颜

电话：010-85679696

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”）对“尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第二期资产支持票据”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，并对基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本交易资产池为委托人尚隽商业保理（上海）有限公司（以下简称“尚隽保理”）提供的60笔应收账款债权及其附属担保权益。本交易每笔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”，主体信用等级为AAA）的差额补足承诺，当基础资产债务人不足以支付标的应收账款项下全部未偿价款时，世茂建设对差额部分承担不可撤销的差额补足义务；同时，每笔应收账款也均获得世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”，主体信用等级为AAA）提供的不可撤销的连带责任保证担保。世茂建设和世茂房地产的主体信用为资产支持票据本息的兑付提供了主要的信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过7.50%的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到1倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于7.50%的情形。

综合上述因素，联合资信评定“尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

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偿付和本金于法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。

### 优势

1. 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房地产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房地产的主体长期信用等级均为 AAA，本交易面临的违约风险极低。
2. 本交易项下保理合同均为《有追索权公开型保理合同》，且基础资产合格标准约定，除法定抵销权外，融资人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利，基础资产对应债务人对其在基础交易合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利。

### 关注及缓释

1. 本交易基础资产担保人世茂房地产是外国企业法人，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：世茂房地产承诺，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. 本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金

流入不足以覆盖票据本金及利息的风险。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 68767.12 万元，资产支持票据发行规模为 66800.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在票据发行利率不超过 7.50% 的情况下资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

3. 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：世茂房地产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、本期信用评级结果的有效期为“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”项下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

本交易的委托人/发起机构尚隽保理根据《信托合同》将其信托予受托人的每一笔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，通过云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）设立“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二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/资产服务机构：尚隽商业保理（上海）有限公司
受托人/发行载体管理机构：云南国际信托有限公司
资金保管机构：中信银行股份有限公司上海分行
监管银行：招商银行股份有限公司上海外滩支行
牵头主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司
联席主承销商：招商银行股份有限公司
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：北京市中伦（深圳）律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：世茂房地产控股有限公司和/或上海世茂建设有限公司直接/间接控股或参股的项目公司
基础资产流动性支持承诺人：北京帕冉工程咨询有限公司
基础资产差额补足人：上海世茂建设有限公司
基础资产担保人：世茂房地产控股有限公司

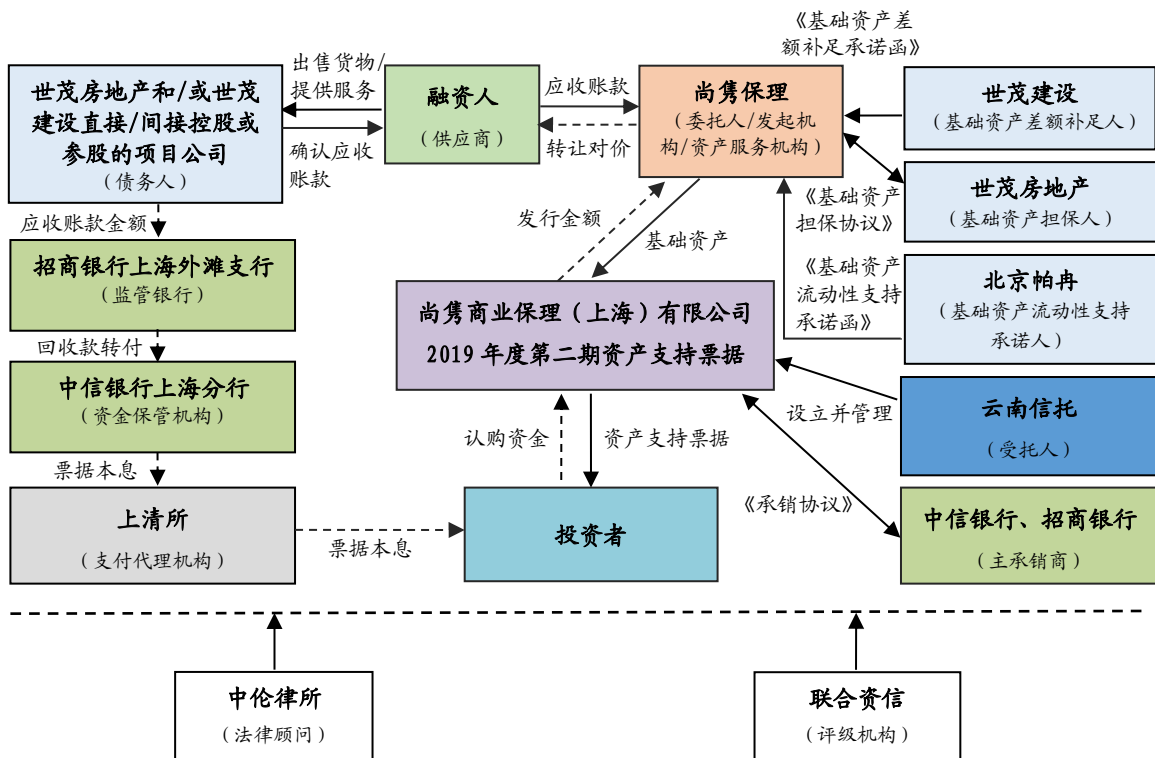


图 1 交易安排

### 2. 资产支持票据

本期资产支持票据预计存续期限不超过12

个月，还本付息方式为到期一次性还本付息。

本期票据采用优先/次级的顺序偿付结构，

劣后受偿票据为优先级较高的票据提供信用增级。优先级票据采用固定利率，票面利率根据

簿记建档结果确定。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

票据名称	发行金额 (万元)	资产占比 (%)	发行占比 (%)	还本付息方式	利率类型	预计存续期限
优先级资产支持票据	63400.00	92.20	94.91	到期一次性还本付息	固定利率	不超过 12 个月
次级资产支持票据	3400.00	4.94	5.09	优先级票据兑付完毕后，获得剩余收益	—	不超过 12 个月
<b>票据合计</b>	<b>66800.00</b>	<b>97.14</b>	<b>100.00</b>	—	—	—
初始超额抵押	1967.12	2.86	—	—	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>68767.12</b>	<b>100.00</b>	—	—	—	—

### 3. 基础资产

本交易基础资产为委托人根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益。委托人依据保理合同、基础合同对债务人享有的要求其支付基础合同项下的应收账款的请求权，将根据《信托合同》一并被信托予受托人。

根据本交易约定，每一笔基础资产在基准日和信托生效日满足以下要求：(a)基础资产对应的全部保理合同、基础资产差额补足承诺函、基础资产担保协议、基础资产流动性支持承诺函、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(b)同一保理合同项下已批准发放的保理融资款均已全部支付予融资人；(c)基础资产均来源于委托人自行为融资人办理的保理业务，不存在再保理的情形；(d)同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；(e)基础资产项下基础资产差额补足人的付款承诺、基础资产担保人的保证担保责任、基础资产流动性支持承诺人的流动性支持承诺、回购人(如有)的回购责任不会因基础资产转让而被全部或部分免除；(f)融资人、债务人、世茂建设、北京帕冉工程咨询有限公司（以下简称“北京帕冉”）、回购人(如有)如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续；为避免疑义，世茂房地产属外国法人不受此限；(g)融资人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利(法定抵销权除外)；(h)基础资产不涉及国防、军工

或其他国家机密；(i)基础资产项下的融资人、债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；(j)基础资产所对应的任一份保理合同项下的应收账款债权在基准日尚未到期且尚未清偿，并且不存在任何实质性的重大违约情况；(k)基础资产项下的融资人、债务人、回购人(如有)在委托人处均不存在违约、逾期等不良保理记录；(l)基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；(m)委托人已经履行并遵守了基础资产所对应的任一份保理合同；(n)基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得融资人、债务人、基础资产差额补足人、基础资产担保人、基础资产流动性支持承诺人、回购人(如有)或其他主体的同意；(o)根据保理合同，相关应收账款债权转让均已按照保理合同的约定通知债务人且尚隽保理已有权在应收账款债权到期后向债务人直接收取应收账款；(p)基础资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均不晚于信托生效日起满12个月的对应日；(q)基础资产对应的基础交易合同具备真实、合法、有效且公允的贸易关系；(r)基础资产对应债务人均均为世茂房地产和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司；(s)基础资产差额补足人对基础资产项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务；(t)基础资产担保人对基础资产项下全部未偿价款余额的偿付承担连带保证责任；(u)基础资产流动性支持承诺人对基础资产项下全部未偿价款余额的差额部分承担流动性支持义务；(v)基础资产对应债务人对其在基础交易合同项

下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利（法定抵销权除外）。

## 二、交易结构分析

### 1. 账户设置及资金划转

在信托生效日当日或之前，受托人云南信托应根据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）。委托人尚隽保理应根据约定在资金监管银行处开立专门用于接收基础资产所对应的应收账款回收款收入的人民币资金账户，作为本交易的资金监管账户。信托生效后，资产服务机构应使用监管账户接收基础资产项下约定的全部款项。

在每一个回收款转付日（即支付日前的第5个工作日）16:00前，资产服务机构应将监管账户内的资金扣除相应税款及执行费用后的所有回收款转入信托账户。资金保管机构应于每个资金保管机构划款日（即支付日、清算后分配日前的第2个工作日）11:00前按照划款指令将信托账户中与付息兑付通知单相符的资金划拨至支付代理机构指定账户，用于兑付资产支持票据的本息。

在信托期限内，如受托人提出赎回不合格基础资产的书面要求或委托人提出赎回并经受托人同意的，委托人应于受托人确定赎回价格后的2个工作日内将待赎回不合格基础资产的赎回价格款项总和支付至信托账户。

### 2. 现金流支付机制

在信托存续期间，受托人应于每一个支付日对信托账户内的资金按照以下顺序进行分配：(1)税收（如有）；(2)支付代理机构、资金划付等相关费用；(3)资金保管机构费用及其他根据信托合同约定应由信托财产承担的费用；(4)优先级票据预期收益和未偿本金；(5)剩余的信托财产（无论货币形式或其他）归次级票据持有人所有。

受托人应在信托资金清算分配日对信托账户内的资金按照下列顺序进行分配：(1)信托所

欠税款（如有）；(2)应由信托财产承担的其他费用；(3)优先级票据未受偿的预期收益（如有）；(4)优先级票据未受偿的本金（如有）；(5)剩余信托资金在预留费用后如有余额，分配给次级票据持有人。

### 3. 投资人保护机制—交叉保护条款

发起机构及其合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有））本资产支持票据以外的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息的，发起机构应在该等触发情形发生之日起2个工作日内予以公告，并按约定的程序立即启动相应的投资人保护机制。

受托人和/或主承销商须在知悉（或被合理推断应知悉）发起机构触发情形发生之日起的10个工作日内召开资产支持票据持有人会议。发起机构可做出适当解释或提供救济方案，以获得持有人会议决议豁免本资产支持票据违约。资产支持票据持有人会议有权对如下处理方案进行表决：(1)无条件豁免违约；(2)持有人对本资产支持票据享有回售选择权；(3)有条件豁免违约，即如果发起机构采取了以下某项或几项救济方案，并在15个工作日内完成相关法律手续的，则豁免违约：(a)发起机构对本资产支持票据增加担保且获得资产支持票据持有人会议认可；(b)发起机构提高票面利率且获得资产支持票据持有人会议认可；(c)自公告之日起直至本资产支持票据到期之日不得新增发行债务融资工具；(d)其他。经资产支持票据持有人会议特别决议表决通过的，豁免决议生效，发起机构应无条件接受持有人会议作出的决议，并于15个工作日内完成相关法律手续。如果未经资产支持票据持有人会议特别决议表决通过的，视同未获得豁免，则本资产支持票据本息



应在持有人会议召开日的次一日立即到期应付。持有人会议决议有条件豁免，但发行人未在 15 个工作日内或持有人会议决定的更长期限内完成相关法律手续的，则本资产支持票据本息在办理法律手续期限届满后次一日立即到期应付。

发起机构在发生触发情形之后的 10 个工作日为宽限期，若发起机构在该期限内对触发情形中的债务进行了足额偿还，则不构成发起机构在本资产支持票据项下的违约，无需适用约定的救济与豁免机制。但是，如触发交叉保护条款的债券本息已设置宽限期的，则本资产支持票据项下的宽限期天数为 0 天。

#### 4. 结构化安排

##### (1) 优先/次级结构及超额抵押

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级和次级票据。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票据提供信用损失保护。此外，本交易资产池应收账款余额为 68767.12 万元，资产支持票据发行规模为 66800.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，超额抵押水平相当于基准日资产池应收账款余额的 2.86%。具体而言，优先级票据共获得 7.80% 的信用支持。

##### (2) 差额补足、担保及流动性支持

本交易基础资产差额补足人世茂建设向尚隽保理出具《基础资产差额补足承诺函》，不可撤销地承诺对应收账款到期时债务人不足以支付尚隽保理所享有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。具体而言，如债务人未足额支付应收账款全部未偿价款余额的，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的指定账户。

本交易基础资产担保人世茂房地产与尚隽保理签署《基础资产担保协议》，对尚隽保理在保理合同项下享有的全部债权提供不可撤销的

连带责任保证担保。具体而言，对于应收账款项下全部未偿价款余额，基础资产担保人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。

本交易基础资产流动性支持承诺人北京帕冉向尚隽保理出具《基础资产流动性支持承诺函》，不可撤销地承诺应收账款到期时对债务人不足以支付尚隽保理所享有的应收账款项下全部未偿价款余额的差额部分承担流动性支持义务。具体而言，如债务人未足额支付应收账款全部未偿价款余额的，北京帕冉按约定在应收账款到期日后第 4 个工作日内将差额部分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房地产的主体长期信用等级均为 AAA。上述基础资产差额补足及担保的设置，为优先级票据提供了极强的流动性支持和信用支持。

#### 5. 交易结构风险分析

##### (1) 担保人可执行性风险

根据交易结构安排，基础资产担保人世茂房地产是外国企业法人，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。

世茂房地产承诺，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。此外，本交易的基础资产差额补足人为世茂建设，世茂建设是世茂房地产在国内主要的运营主体，本交易所涉债务人全部为世茂房地产和/或世茂建设直接或间接控股或参股的项目公司。从世茂房地产极高的信用水平及其在国内持续经营的需求来看，本交易因世茂房地产无法履行其担保义务而导致应收账款债权无法按时实现，进而导致票据无法正常兑付的可能性极小。

### (2) 利率风险

本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖优先级票据本金及利息的风险。

联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在发行利率不超过 7.50% 的情况下，资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

### (3) 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，这将使信托财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，约定合格投资范围为资金保管机构处的活期存款或其他理财产品。且规定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现金流分配之前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

## 三、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 2019 年 6 月末，尚隽保理注册资本为 3 亿美元，其股东分别为北京帕冉、上海世茂金融投资控股集团有限公司和世茂集团，持股比例分别为 50.00%、33.33% 和 16.67%。

截至 2019 年 6 月末，尚隽保理资产规模为 240.78 亿元，负债规模为 219.52 亿元；所有者权益总额为 21.26 亿元。2019 年上半年，尚隽保理营业收入为 8.99 亿元，净利润为 5723.92 万元。

总体来看，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。

### 2. 基础资产担保人

本交易每笔应收账款均获得世茂房地产提供的不可撤销的连带责任保证担保。世茂房地产于 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 59.003%，世茂房地产实际控制人为许荣茂先生。

世茂房地产为香港上市的全国性大型房地产公司，同时控制一家沪市上市公司上海世茂股份有限公司（以下简称“上海世茂”），具有 H+A 股的双融资平台。截至 2018 年底，世茂房地产在全国 85 个城市拥有 264 个项目，总建筑面积 5538.00 万平方米。

截至 2018 年底，世茂房地产合并资产总额 3775.97 亿元，权益总额 1052.80 亿元（非控股股东权益 460.46 亿元）。2018 年，世茂房地产实现收益 855.13 亿元，除税前利润 226.38 亿元。

截至 2019 年 6 月末，世茂房地产资产总额 4159.37 亿元，权益总额 1112.77 亿元（非控股股东权益 490.80 亿元）。2019 年上半年，世茂房地产实现收益 565.64 亿元，较 2018 年同期增长 32.9%，除税前利润 140.24 亿元。

#### (1) 业务运营

世茂房地产主要业务包括物业销售、物业投资和酒店经营三大业务。2016--2018 年，世茂房地产收入分别为 592.86 亿元、704.26 亿元和 855.13 亿元，年均复合增长 20.09%，2017 年和 2018 年收入同比增速分别为 18.79% 和 21.42%，主要系入账均价增长所致。分板块看，

物业销售对世茂房地产业绩贡献率一直维持在90%以上，是世茂房地产主要的收入来源，2016-2018年，世茂房地产物业销售收入分别为561.97亿元、667.96亿元和809.07亿元，2017年和2018年同比增速分别为18.86%和21.13%，其中2018年收入大幅增长主要系入账销售面积大幅增长所致。2016-2018年，世茂房地产物业投资收入分别为7.10亿元、6.80亿元和10.91亿元，收入比较稳定。2016-2018年，世茂房地产酒店收入分别为14.66亿元、17.08亿元和19.08亿元，2017年和2018年同比增速分别为16.51%和11.71%。

物业开发方面，世茂房地产每年竣工面积波动增长，2016-2018年，竣工面积分别为770万平方米、765万平方米和892万平方米。2016-2018年，世茂房地产在建面积分别为1280万平方米、2023万平方米和2902万平方米，世茂房地产2017年走出调整期，步入高速增长期，2017年期末在建面积大幅增长58.05%，2018年世茂房地产继续加大开发力度，期末在建面积同比大幅增长43.45%。2019年，世茂房地产计划竣工面积1050万平方米，在建面积约3500万平方米。2016-2018年，世茂房地产合约销售面积分别为491.80万平方米、606.20万平方米和1068.70万平方米，2017年和2018年分别同比增长23.26%和76.29%。2016-2018年，世茂房地产合约销售额分别为681.20亿元、1007.70亿元和1761.50亿元，2017年和2018年分别同比增长47.93%和74.80%。

土地储备方面，2018年，世茂房地产秉持稳健策略，在补充土地储备方面审慎而积极，继续维持在一二线及供需良好的三四线获取优质土地。截至2018年底，世茂房地产在全国85个城市，拥有264个项目，总建筑面积5538万平方米。截至2018年底，世茂房地产的平均土地成本为5386元/平方米。

商业地产方面，世茂房地产透过持股58.92%的上海世茂发展商业房地产。上海世茂是综合商业地产开发、销售、运营等多个业务

板块于一体的综合地产上市公司，战略布局专注于经济发展潜力巨大的长三角、环渤海和华南等区域的一、二线城市，在包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波等在内的20多个城市，运营多处大型商业综合体及若干住宅地产项目。

酒店运营方面，2017年7月11日，世茂喜达酒店集团（以下简称“世茂喜达”）正式成立，成立迄今，世茂喜达已拥有6个不同市场定位的自主酒店品牌，业务布局从高端全服务到中端精选服务、从城市商务酒店到特色度假酒店以及公寓产品，实现了全系列品牌阵容。截至2018年底，世茂喜达旗下运营中及筹开中的酒店共计61家，其中10家正式投入运营，51家在筹备开业中。截至2018年底，世茂房地产自持酒店已开业的有22家。2018年度，世茂房地产旗下各家酒店合计完成收入人民币19.10亿元，同比增长11.70%。

截至2019年6月末，世茂房地产实现营业收入565.64亿元，其中物业销售收入占比94.1%，较2018年同期增长30.9%。

总体来看，经过多年稳健持续的发展，目前世茂房地产的房地产开发板块稳步增长，主营业务实力突出，品牌优势明显；同时其商业地产板块和酒店运营板块的发展对整体业绩保持具有较强的补充作用，多元化布局优势凸显，整体实力很强。

## (2) 财务状况

2016-2018年，世茂房地产资产总额不断增长，年均复合增长20.07%。截至2018年底，世茂房地产资产总额3775.97亿元，其中流动资产占76.50%，非流动资产占23.50%，资产构成以流动资产为主，符合房地产行业特点。流动资产主要由现金及现金等价物（占15.12%）、应收贸易账款及其他应收账款及预付款项（占6.90%）、收购土地使用权之预付款项（占2.19%）、应收关联方款项（占5.75%）和存货（占66.71%）构成。

所有者权益方面，2016-2018年，世茂房地



产权益总额不断增长，年均复合增长 9.24%。截至 2018 年底，世茂房地产权益总额为 1052.80 亿元，主要由储备（占 55.94%）和其他非控制性权益（占 43.74%）构成。

负债方面，2016-2018 年，世茂房地产负债总额快速增长，年均复合增长 25.21%。截至 2018 年底，世茂房地产负债总额为 2723.17 亿元，其中，流动负债占 69.00%，非流动负债占 31.00%。世茂房地产流动负债主要由应付贸易账款及其他应付账款（占 26.92%）、应付所得税（占 10.96%）、借贷（占 16.66%）和应付关联方款项（占 20.35%）构成。

盈利能力方面，2016-2018 年，世茂房地产收入快速增长，年均复合增长 20.10%。其中，2018 年，世茂房地产收入为 855.13 亿元，同比增长 21.42%。世茂房地产销售成本有所增长，年均复合增长 16.79%，其中 2018 年世茂房地产销售成本为 585.64 亿元，同比增长 19.53%。同期，世茂房地产毛利率分别为 27.58%、30.43%和 31.51%，世茂房地产盈利水平较高。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2016-2018 年，世茂房地产流动比率和速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 158.04%和 56.90%，2018 年分别为 153.73%和 51.18%；2016-2018 年，经营现金流动负债比分别为 -2.92%、8.47%和 1.18%。2016-2018 年，现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 1.08 倍、1.56 倍和 1.40 倍。总体看，考虑到现金类资产比较充裕，短期偿债能力尚可。从长期偿债能力指标看，2016-2018 年，世茂房地产 EBITDA 分别为 152.56 亿元、200.89 亿元和 244.25 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 2.43 倍、3.50 倍和 2.69 倍。全部债务/EBITDA 分别为 4.71 倍、4.57 倍和 4.68 倍。长期偿债能力强。世茂房地产为香港交易所主板上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 6 月末，世茂房地产资产总额 4159.37 亿元，较 2018 年同期增加 24.68%；其中，流动资产占 77.10%，非流动资产占 22.90%。负债总额为 3046.60 亿元，同比增加 32.46%；

其中，流动负债占 70.33%，非流动负债占 29.67%。房地产收入为 565.64 亿元，同比增长 32.87%，房地产销售成本为 395.44 亿元，同比增加 34.67%，毛利率 30.09%。

总体而言，世茂房地产作为一家在香港上市的全国性的大型房地产开发公司，行业地位突出，品牌价值高，盈利水平较高，债务结构合理和债务负担较轻，以及世茂房地产现金类资产对短期债务覆盖能力强，长期偿债能力强等优势，联合资信给予世茂房地产的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。世茂房地产作为担保人，其为基础资产保理合同债权提供的保证担保能够为本交易优先级资产支持票据的本息兑付提供极强的保障。

### 3. 基础资产差额补足人

本交易基础资产差额补足人为世茂建设。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 2019 年 6 月末，世茂建设注册资本为 54000 万元，实际控制人为许荣茂。

世茂建设是世茂房地产在国内核心的房地产住宅业务运营主体。世茂建设累计在全国 47 个城市开发了 160 余个项目，主要集中于长三角、福建及环渤海等区域的一、二线城市以及经济发达的三线城市。截至 2018 年底，世茂建设的子公司共 449 家。

截至 2018 年底，世茂建设（合并）资产总额 1857.10 亿元，所有者权益 559.51 亿元（含少数股东权益 243.72 亿元）。2018 年，世茂建设实现营业收入 555.25 亿元，利润总额 131.08

亿元。

截至 2019 年 6 月末，世茂建设（合并）资产总额 2026.62 亿元，所有者权益 625.61 亿元（含少数股东权益 256.87 亿元）。2019 年上半年，世茂建设实现营业收入 360.63 亿元，利润总额 85.34 亿元。

#### (1) 业务运营

世茂建设主要从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务，同时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房地产在境内投资平台、资金平台及管理平台的职能，为世茂房地产旗下企业提供资金融通和物业管理、咨询等服务。2016-2018 年，随着世茂建设房地产业务结转规模扩大，营业收入快速增长，年均复合增长 19.14%，2018 年实现营业收入 555.25 亿元，同比增长 29.04%。截至 2019 年 6 月末，世茂建设实现营业收入 360.63 亿元，同比增长 41.74%。

从收入构成看，房地产开发业务系世茂建设核心业务，近三年对营业收入贡献度均在 95%以上，收入规模持续增长，年均复合增长 18.65%；2018 年，世茂建设房地产开发业务实现营业收入 532.51 亿元，同比增长 29.19%。物业管理和其他业务在营业收入中占比较低。其中，其他业务系世茂建设为世茂房地产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。

土地储备情况方面，世茂建设主要在一线、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三线城市进行少量布局。拿地方式包括招拍挂、并购及合作开发等方式。截至 2018 年底，世茂建设土地储备总建筑面积约为 3576.28 万平方米，主要集中在长三角、福建及环渤海等区域的一二线城市以及一二线周边承载外溢需求的三四线城市。

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。2016-2018 年，世茂建设新开工面积快速增长，分别为 278.97 万平方米、388.08 万平方米和 574.42 万平方米，其中 2018 年同比增长 48.02%。近三年，世茂建设竣工面积分别为 460.04 万平方米、457.02 万平方米和 532.16 万平方米，竣工面积变化不大。截至 2018 年底，世茂建设在建面积为 1883.27 万平方米，主要在建项目计划投资额为 2194.73 亿元，尚需投资 816.12 亿元，考虑到后续拿地需求，世茂建设未来仍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。近三年，世茂建设签约销售面积分别为 386.12 万平方米、391.03 万平方米和 587.14 万平方米，其中 2018 年同比增长 50.15%，主要系世茂建设可售房源增加，加快推盘所致。从在售项目销售情况看，截至 2018 年底，世茂建设主要在售项目可售建筑面积合计约 905 万平方米，其中剩余未售面积为 317.86 万平方米。2016-2018 年，世茂建设销售回款率（期间回款除以期间签约销售金额）分别为 80%、80%和 78%，近三年世茂建设资金回笼水平稳定在 80%左右。

总体来看，世茂建设产品定位为刚需型住宅和改善型住宅相结合，有助于迎合市场需求及分散市场风险；2016-2017 年，世茂建设销售业绩保持平稳，2018 年销售业绩大幅增长，项目资金回笼水平较高。世茂建设在建项目规模较大，未来业绩比较有保障。

#### (2) 财务状况

资产构成方面，2016-2018 年，世茂建设资产规模不断增长，年均复合增长 13.98%。截至 2018 年底，世茂建设资产总额 1857.10 亿元，同比增长 23.60%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 83.01%，非流动资产占 16.99%，资产结构以流动资产为主。流动资产



主要由货币资金（占 19.48%）、其他应收款（占 15.45%）和存货（占 60.21%）构成。

所有者权益方面，截至 2018 年底，世茂建设所有者权益合计 559.51 亿元，同比增长 22.62%。其中归属于母公司所有者权益占 56.44%，少数股东权益占 43.56%。

负债方面，2016-2018 年，世茂建设负债规模快速增长，年均复合增长 22.96%。截至 2018 年底，世茂建设负债总额 1297.60 亿元，同比增长 24.03%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占 93.07%，非流动负债占 6.93%，以流动负债为主。流动负债主要由应付账款（占 20.22%）、预收款项（占 28.75%）、应交税费（占 10.84%）和其他应付款（占 32.11%）构成。

盈利能力方面，世茂建设营业收入快速增长，年均复合增长 19.14%。2018 年，世茂建设营业收入 555.25 亿元，同比增长 29.04%，主要系结算项目增加所致。2016-2018 年，世茂建设营业利润率波动增长，三年加权平均值为 26.27%，2018 年为 26.29%，同比下降 0.59 个百分点。世茂建设盈利能力较强。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，2016-2018 年，世茂建设流动比率和速动比率均呈逐年下滑态势，三年加权平均值分别为 135.91%和 61.55%，2018 年分别为 127.65%和 50.79%。2016-2018 年，世茂建设经营现金流动负债比分别为-8.04%、13.10%和 11.22%，短期偿债指标一般。从长期偿债能力指标看，2016-2018 年世茂建设 EBITDA 分别为 81.40 亿元、98.46 亿元和 135.39 亿元。同期，全部债务/EBITDA 分别为 1.82 倍、1.58 倍和 1.14 倍。同期，EBITDA 利息倍数分别为 4.70 倍、8.70 倍和 11.00 倍。世茂建设整体偿债能力较强。截至 2018 年底，世茂建设获得银行授信额度合计 240.00 亿元，其中，尚未使用的授信额度 218.29 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 6 月末，世茂建设资产总额 2026.62 亿元，同比增长 23.85%。所有者权益 625.61 亿元，同比增长 20.83%；其中归属于母

公司所有者权益占 58.94%，少数股东权益占 41.06%。负债总额 1401.01 亿元，同比增长 25.25%，流动负债占 93.90%，非流动负债占 6.10%。截至 2019 年 6 月末，世茂建设营业收入 360.63 亿元，同比增长 41.74%。

总体来看，世茂建设作为香港上市公司世茂房地产在国内核心的房地产住宅业务运营主体，行业地位突出，开发经验丰富，项目布局合理和货币资金充足等优势，未来随着世茂建设房地产项目持续开发与销售，其运营情况有望保持稳定。联合资信给予世茂建设的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为本交易基础资产的差额补足人，能够为优先级票据提供极强的流动性支持和信用支持。

#### 4. 基础资产流动性支持承诺人

本交易的基础资产流动性支持承诺人为北京帕冉，北京帕冉成立于 2006 年 10 月 23 日，系由自然人周丽霞和孙娟共同出资组建。截至 2018 年末，北京帕冉的股东为自然人王培和自然人周丽霞，持股比例分别为 70%和 30%。

北京帕冉的经营范围为工程技术咨询、工程造价咨询、投资咨询、财务咨询和房地产信息咨询等。截至 2018 年末，北京帕冉资产总额为 9304.10 万元，所有者权益总额为 2837.26 万元。2018 年，北京帕冉实现营业收入 97.09 万元，取得净利润 340.68 万元，经营活动净现金流-366.84 万元。

截至 2019 年 6 月末，北京帕冉资产总额为 9703.90 万元，所有者权益总额为 3281.81 万元；北京帕冉实现净利润 444.90 万元。

总体来看，北京帕冉资产和负债结构简单，业务模式单一，整体运营较为平稳，鉴于其资产规模较小，盈利能力较弱，其作为本交易的基础资产流动性支持承诺人提供的流动性支持对本交易的增信效力有限。

#### 5. 资金保管机构

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6月末，中信银行股本总额489.35亿元。前两大股东分别为中国中信有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例分别为65.37%和24.78%。

截至2018年末，中信银行资产总额60667.14亿元；发放贷款和垫款总额36084.12亿元，比上年末增长12.87%；客户存款36164.23亿元；不良贷款率1.77%；贷款拨备覆盖率157.98%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率12.47%，一级资本充足率9.43%，核心一级资本充足率8.62%。2018全年，中信银行实现营业收入1648.54亿元，净利润443.77亿元。

截至2019年6月末，中信银行资产总额63988.03亿元，比上年末增长5.47%；发放贷款及垫款总额38358.76亿元，比上年末增长6.30%；客户存款40,013.79亿元，比上年末增长10.64%；不良贷款率1.72%；贷款拨备覆盖率165.17%，资本充足率12.27%，一级资本充足率9.35%，核心一级资本充足率8.58%。2019年上半年，中信银行实现营业收入931.50亿元，净利润283.07亿元。

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。

总体来看，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。

## 6. 监管银行

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”）上海外滩支行。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6月末，招商银行股本总额为252.20亿元，其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2018年末，招商银行资产总额67457.29亿元，其中贷款和垫款总额39330.34亿元；负债总额62021.24亿元，其中客户存款余额44006.74亿元；股东权益合计5436.05亿元；不良贷款率1.36%；不良拨备覆盖率358.18%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率15.68%，一级资本充足率12.62%，核心一级资本充足率11.78%，均满足监管要求。2018年全年，招商银行实现营业收入2485.55亿元，净利润752.32亿元。

截至2019年6月末，招商银行资产总额71931.81亿元，其中贷款和垫款总额43235.30亿元；负债总额66191.86亿元，其中客户存款余额46997.38亿元；股东权益合计5739.95亿元；不良贷款率1.23%；不良拨备覆盖率394.12%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率15.09%，一级资本充足率12.19%，核心一级资本充足率11.42%，均满足监管要求。2019年上半年，招商银行实现营业收入1383.01亿元，净利润508.58亿元。

招商银行严格遵守《公司法》、《商业银行法》等相关法律及监管法规的要求，结合公司治理实践经验，不断优化公司治理结构，完善公司治理制度，明确股东大会、董事会、监事会及高级管理层的权力和责任，建立了完善的决策、执行和监督机制，确保了各方独立运行、有效制衡。近年来，招商银行从制度完善、文

化宣导、系统建设、流程优化、业务培训和监督检查等多方面实施综合整治，持续强化内控合规及风险管控，切实回归服务实体经济业务本源。2018年招商银行对《招商银行员工行为管理规定》进行了修订和完善，进一步健全了员工行为管理的治理架构和职责体系，并构建了职责清晰、流程完整、分工协作、齐抓共管的员工行为管理体系。招商银行董事会对2018年内部控制状况进行了评价，未发现内部控制在完整性、合理性与有效性方面存在重大缺陷。

总体看来，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监管银行引起的操作和履约风险极低。

#### 7. 受托人

本交易受托人为云南信托，云南信托成立于2003年，截至2019年6月末，注册资本人民币12亿元。

截至2018年末，云南信托资产总额30.77

亿元，所有者权益合计26.19亿元，2018年实现营业收入为6.79亿元，净利润2.96亿元。同期，云南信托管理信托资产规模达2361.26亿元。

截至2019年6月末，云南信托资产总额36.42亿元，所有者权益合计27.96亿元，2019年上半年实现营业收入为3.87亿元，净利润1.77亿元。

近年来，云南信托根据发展目标及自身风险偏好以及专业能力等因素，分别成立了“资产证券化”“房地产信托”“证券类信托创新”等多个课题组，同时借助市场第三方研究机构，对行业当前发展情况做了深入研究，并形成相关报告，同时，推进了多个差异化证券类信托产品。2015年3月，经中国银监会批复，云南信托获得特定目的信托受托机构资格，准予进入银行间交易市场发行资产支持证券。

总体来看，云南国际信托经验丰富，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。

## 四、基础资产分析

本交易基础资产为融资人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益。本交易资产池共涉及36户债务人、60笔应收账款债权及其附属担保权益，应收账款余额共计68767.12万元。本交易资产池概况如下：

表3 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	68767.12
应收账款笔数（笔）	60
债务人户数（户）	36
单笔应收账款最小余额（万元）	14.44
单笔应收账款最大余额（万元）	5000.00
单户应收账款最小余额（万元）	91.94
单户应收账款最大余额（万元）	6495.66

从债务人应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及36户世茂房地产和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司，单户债务人涉及的应收账款余额最大为6495.66万元，占比9.45%。占比较大的前五户债务人应收账款余额共计26422.66万元，占比38.42%，债务人集中度较高。具体分布见表4。

表4 资产池前五大债务人

（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	占比
天津津南新城房地产开发有限公司	3	6495.66	9.45
青岛世茂新城房地产开发有限公司	2	5590.00	8.13
济南世茂悦盈置业有限公司	1	5000.00	7.27
济南世茂新阳置业有限公司	2	4687.00	6.82
武汉世茂新城房地产开发有限	1	4650.00	6.76

公司			
<b>合计</b>	<b>9</b>	<b>26422.66</b>	<b>38.42</b>

从债务人所在地区分布情况来看，来自华北区的项目公司应收账款余额占比最大，为22.83%；前三大债务人所在地区应收账款余额占比为62.32%，应收账款地区集中度较高，资产池应收账款所属区域具体分布见表5。

表5 资产池债务人所在地区分布  
(单位：笔、万元、%)

债务人所在地区	笔数	应收账款余额	占比
华北区	13	15696.85	22.83
山东区	6	15380.98	22.37
华中区	8	11780.33	17.13
福建区	5	10666.80	15.51
苏沪区	8	5891.18	8.57
西部区	15	5323.72	7.74
浙江区	3	3440.94	5.00
华南区	2	586.32	0.85
<b>合计</b>	<b>60</b>	<b>68767.12</b>	<b>100.00</b>

从应收账款债权人分布情况看，资产池共涉及31户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为49861.94万元，占比72.51%。占比最大的前五家债权人应收账款余额共计62548.07万元，占比90.96%，债权人集中度很高。本交易中，应收账款债权人与债务人、基础资产流动性支持承诺人、基础资产差额补足人及基础资产担保人均不存在关联交易。资产

池前五大债权人分布见表6。

表6 资产池前五大债权人  
(单位：笔、万元、%)

债务人	笔数	应收账款余额	占比
中建三局第三建设工程有限责任公司	25	49861.94	72.51
中建三局集团有限公司	4	4697.28	6.83
浙江宝业建设集团有限公司	2	4687.00	6.82
浙江中坚基础工程有限公司	1	2130.19	3.10
中建七局(上海)有限公司	1	1171.65	1.70
<b>合计</b>	<b>33</b>	<b>62548.07</b>	<b>90.96</b>

从应收账款金额分布来看，规模在2000万元以下的应收账款较多，合计金额占比为55.65%。资产池应收账款金额具体分布如表7所示。

表7 资产池应收账款金额分布  
(单位：万元、笔、%)

应收账款金额	笔数	应收账款余额	金额占比
(0, 500]	26	4471.58	6.50
(500, 1000]	5	3950.25	5.74
(1000, 1500]	13	16376.93	23.82
(1500, 2000]	8	13471.21	19.59
(2000, 2500]	1	2130.19	3.10
(2500, 3000]	1	2834.00	4.12
3000 以上	6	25532.95	37.13
<b>合计</b>	<b>60</b>	<b>68767.12</b>	<b>100.00</b>

## 五、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为债务人世茂房地产和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司，若债务人未将全部应收账款划付至信托账户，则受托人有权要求世茂建设、世茂房地产及北京帕再履行其相应的基础资产差额补足、担保及流动性支持义务。联合资信给予世茂房建设和世茂房地产的主体长期信用

等级均为AAA，与优先级资产支持票据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优先级资产支持票据预期本息的支付。

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，根据交易要素测定不同发行利率的情形下，应



收账款偿付安排对优先级资产支持票据预期支出的保障程度。

在费用测算方面，本交易信托税率为3.26%。此外，根据交易文件的约定，联合资信在测算过程中计入应由信托财产承担的综合费率为0.36%（包括信托费、登记托管费、资金保管机构费和发行服务费），以及固定费用25万元。

本交易优先级资产支持票据预计存续期限为不超过12个月，假定优先级资产支持票据发行利率分别为下表中所设值，测算的保障比率如下表所示：

表8 压力情景下优先级资产支持票据保障比率  
(单位：%、万元、倍)

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
5.50	67216.65	1.0231
5.90	67446.87	1.0196
6.30	67700.47	1.0158
6.70	67954.07	1.0120
7.10	68207.67	1.0082
7.50	68461.27	1.0045

从压力测试的结果来看，在优先级资产支持票据发行利率不超过7.50%的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的保障程度均达到1.00倍以上，在考虑本交易基础资产差额补足人及基础资产担保人的偿债能力及偿债意愿的情况下，优先级资产支持票据能够通过AAA<sub>sf</sub>级的压力测试。

## 六、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：在履行完毕交易商协会规定的相关注册手续后，本项目不违反相关法律、行政法规的规定，符合交易商协会相关规则指引的要求；本项目各参与方合法设立并有效存续，在相关批准和授权程序履行完毕后，即具有参与本项目各项交易的必要授权、批准及相应资质；本项目交易文件合法有效，不违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件各自约定的生效条件满足后，交易文件构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务；满足本项目合格标准的的基础资产即可满足基础资产真实、合法、有效、权属清晰且无权利负担的要求；基础资产可以进行合

法有效的转让；基础资产的管理及运营符合法律法规以及国家相关产业政策。

补充法律意见书表明：抽样基础资产真实、合法、有效，在委托人根据保理合同的约定完全履行了保理放款义务后，基础资产将由委托人合法所有；抽样基础资产转让行为合法有效；抽样基础资产的债权人均是依照中华人民共和国法律设立并有效存续的法人或其他机构，具有从事基础交易的主体资格、资质；抽样基础资产的债务人均是依照中华人民共和国法律设立并有效存续的法人或其他机构，具有从事基础交易的主体资格。

## 七、评级结论

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、有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“尚隽商业保理（上海）有限公司2019年度第二期资产支持票据”项下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利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得足额支付的能力极强，违约风险极低。



## 附件 1 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](http://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<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>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	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。
违约级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 附件 2 世茂房地产主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	193.59	285.37	436.88	462.92
资产总额(亿元)	2619.03	3075.59	3775.97	4159.37
权益总额(亿元)	882.17	967.47	1052.80	1112.77
短期债务(亿元)	179.27	183.26	313.06	321.87
长期债务(亿元)	539.11	735.09	829.25	886.36
全部债务(亿元)	718.37	918.35	1142.32	1208.23
收益(亿元)	592.86	704.26	855.13	565.64
除税前利润(亿元)	131.96	186.92	226.38	140.24
EBITDA(亿元)	152.56	200.89	244.25	—
经营性净现金流(亿元)	-34.61	114.79	22.10	—
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.93	4.52	4.29	—
存货周转次数(次)	0.36	0.39	0.36	—
总资产周转次数(次)	0.23	0.25	0.25	—
毛利率(%)	27.58	30.43	31.51	30.09
总资本收益率(%)	5.52	5.99	5.99	—
净资产收益率(%)	8.26	10.92	11.42	—
长期债务资本化比率(%)	39.17	44.27	45.29	45.50
全部债务资本化比率(%)	46.18	49.81	53.28	53.23
资产负债率(%)	66.32	68.54	72.12	73.25
流动比率(%)	159.51	164.26	153.73	149.67
速动比率(%)	58.05	65.68	51.18	53.43
经营现金流动负债比(%)	-2.92	8.47	1.18	—
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	3.50	2.69	—
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	4.57	4.68	—

注：1. 2019 年 6 月数据未经审计。

2. 将永续债调整至长期债务及相关指标计算。

### 附件3 世茂建设主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	100.89	199.76	300.52	335.80
资产总额(亿元)	1429.59	1502.46	1857.10	2026.62
所有者权益合计(亿元)	571.40	456.29	559.51	625.61
短期债务(亿元)	10.99	22.08	21.10	25.11
长期债务(亿元)	137.04	133.51	132.89	83.92
全部债务(亿元)	148.03	155.59	153.98	109.03
营业收入(亿元)	391.15	430.30	555.25	360.63
利润总额(万元)	76.76	93.87	131.08	85.34
EBITDA(亿元)	81.40	98.46	135.39	—
经营性净现金流(亿元)	-60.24	123.79	135.54	63.22
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	16.09	14.75	26.35	—
存货周转次数(次)	0.63	0.49	0.48	—
总资产周转次数(次)	0.26	0.29	0.33	—
现金收入比(%)	97.41	101.62	124.38	113.59
营业利润率(%)	25.32	26.88	26.29	26.81
总资本收益率(%)	8.82	11.97	14.35	—
净资产收益率(%)	10.49	15.39	17.75	—
长期债务资本化比率(%)	19.34	22.64	19.19	11.83
全部债务资本化比率(%)	20.58	25.43	21.58	14.84
资产负债率(%)	60.03	69.63	69.87	69.13
流动比率(%)	164.05	130.91	127.65	126.51
速动比率(%)	90.97	59.86	50.79	53.64
经营现金流动负债比(%)	-8.04	13.10	11.22	4.81
EBITDA 利息倍数(倍)	4.70	8.70	11.00	—
全部债务/EBITDA(倍)	1.82	1.58	1.14	—

注：1. 2016-2018年数据采用的是各年期末审计数据，2019年6月数据未经审计。

2. 世茂建设将永续债计入“其他权益工具”科目，在此将永续债调整至长期债务、全部债务及相关债务指标。

## 联合资信评估有限公司关于 尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据的 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“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”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。

尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际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“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”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“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/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“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”相关信息，如发现“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”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。

如尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际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“尚隽商业保理（上海）有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”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尚隽商业保理（上海）有限公司/云南国际信托有限公司联系，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。