

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（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 2021 年度第一期供应链金融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。

联合资信评估股份有限公司



二〇二一年二月八日

信用评级公告

联合〔2021〕1117号

联合资信评估股份有限公司通过对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月八日



尚隽商业保理（上海）有限公司

2021年度第一期供应链金融资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额（万元）	占比（%）	信用等级
优先级	102400.00	95.08	AAA _{sf}
次级	5300.00	4.92	NR
合计	107700.00	100.00	-

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 2 月 8 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

交易概览

委托人/发起机构/资产服务机构/尚隽保理：尚隽商业保理（上海）有限公司

债务人：世茂集团控股有限公司和/或上海世茂建设有限公司直接/间接控股或参股的公司

基础资产差额补足人/世茂建设：上海世茂建设有限公司

基础资产担保人/世茂集团：世茂集团控股有限公司

受托人：云南国际信托有限公司

资金保管机构/监管银行：招商银行股份有限公司上海分行

主承销商/簿记管理人：招商银行股份有限公司

基础资产：委托人为设立财产信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益

优先级票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级票据预计存续期限：12 个月

法定到期日：信托生效日起 36 个月届满之日

评级时间

2021 年 2 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“尚隽商业保理（上海）有限公司 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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分析，并结合上述因素对资产支持票据进行了现金流模拟分析。

本交易资产池为委托人尚隽保理提供的 307 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世茂建设（主体信用等级为 AAA_{pi}¹）提供的差额补足承诺。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集团（主体信用等级为 AAA_{pi}）提供的不可撤销的连带责任保证担保。世茂建设和世茂集团的主体信用是优先级资产支持票据的主要信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，在优先级资产支持票据发行利率不超过 5.50% 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 5.50% 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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

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。

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。

基础资产差额补足人/世茂建设主要财务指标:

上海世茂建设有限公司（合并口径）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1507.18	2083.63	2781.10
所有者权益（亿元）	459.98	581.18	685.02
全部债务（亿元）	121.59	109.89	180.67
营业收入（亿元）	430.86	564.53	837.87
净利润（亿元）	70.54	100.39	133.87
资产负债率（%）	69.48	72.11	75.37

基础资产担保人/世茂集团主要财务指标:

世茂集团控股有限公司（合并口径）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3075.59	3775.97	4714.54
所有者权益（亿元）	967.47	1052.80	1167.04
全部债务（亿元）	876.35	1091.32	1266.95
营业收入（亿元）	704.26	855.13	1115.17
净利润（亿元）	105.71	123.11	163.80
资产负债率（%）	68.54	72.12	75.25

注：1.由于世茂集团港股报表与国内会计准则存在不一致的地方，因此将主要调整内容加以说明：货币资金=现金及现金等价物+受限制现金；土地增值和已从事所得税科目调整至税金及附加；利息收入已调整至财务费用科目；净利润=年度利润；计算 EBITDA 的折旧和摊销取自现金流量表中的物业及设备折旧土地使用权摊销和使用权资产摊销；2.融资租赁负债已调整至短期债务

分析师

王放 董聪 高维蔚

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

优势

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

关注

1. 存本交易存在一定的基础资产担保人的可执行性风险。本交易基础资产担保人世茂集团是外国企业法人，若未能按时完成外汇主管部门跨境担保登记备案相关手续，或将在操作层面影响其担保义务的履行。
2. 本交易存在一定的利率风险。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票据本金及利息的风险。
3. 本交易存在一定的行业风险。本交易基础资产债务人、基础资产差额补足人及基础资产担保人均均为房地产企业，我国房地产行业目前属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。
4. 需对基础资产差额补足人及基础资产担保人相关运营风险保持关注。世茂建设和世茂集团近年来扩张较快，未来存在一定资金支出压力。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托人提供，联合资信评估股份有限公司（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发起机构/受托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/受托人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尽职调查和诚信义务，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，未因发起机构/受托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

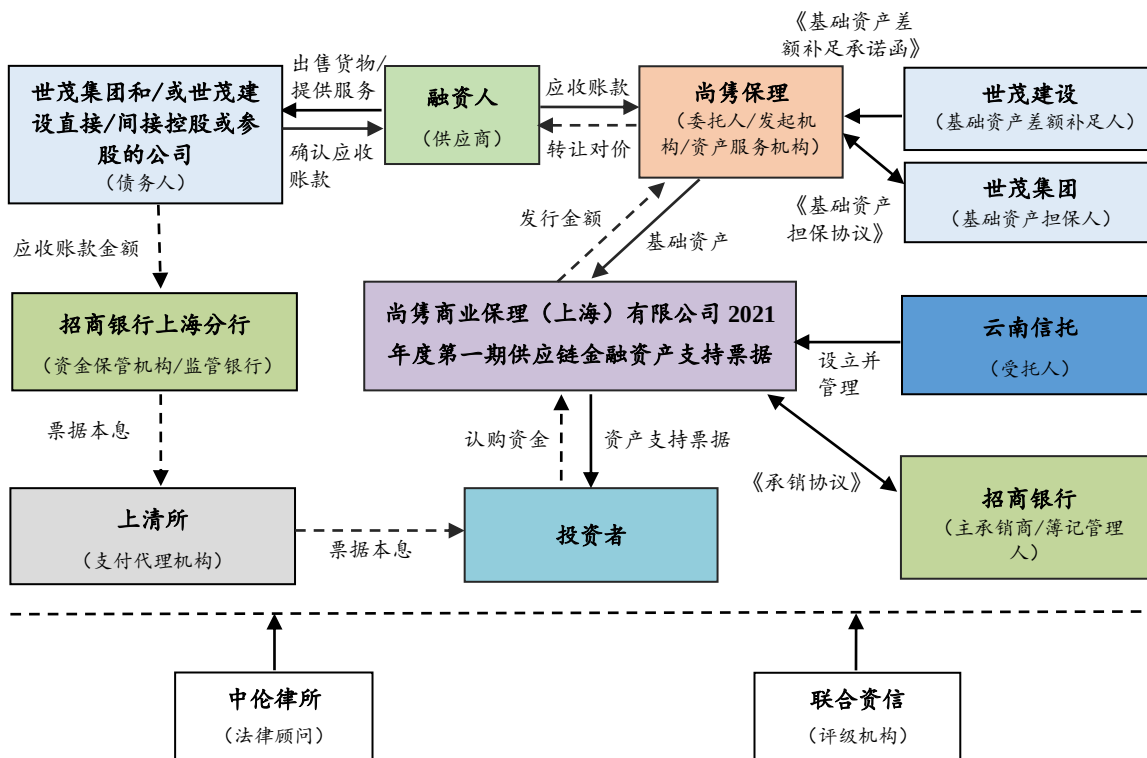
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构尚隽商业保理(上海)有限公司(以下简称“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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据信托”,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。

前述应收账款债权的付款义务均已获得基础资产差额补足人上海世茂建设有限公司(以下简称“世茂建设”)出具的《基础资产差额补足承诺函》及基础资产担保人世茂集团控股有限公司(以下简称“世茂集团”)出具的《基础资产担保协议》予以确认。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益,按约定向本期票据持有人还本付息。本交易结构图如下所示:

图 1 交易安排



资料来源：发起机构提供，联合资信整理

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 1 资产支持票据概况 (单位: 万元、%)

票据名称	金额	发行占比	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
优先级	102400.00	95.08	固定利率	不超过 12 个月	到期一次性还本付息
次级	5300.00	4.92	--	不超过 12 个月	优先级票据兑付完毕后，获得剩余收益

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 基础资产合格标准

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产为委托人为设立财产信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。

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、基础交易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、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、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，世茂集团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、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支付日²前的第7个工作日；(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集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的公司；(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）。

² 支付日：在信托期限内，就财产信托每次分配而言，系指支付代理机构向资产支持票据持有人实际支付资产支持票据本息之日，即资产支持票据的预期到期日。

4. 现金流收付机制

本交易现金流主要来自于应收账款在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置及现金流划转做出了明确安排。

(1) 现金流归集

在信托生效日当日或之前，受托人在财产信托资金保管机构为财产信托开立人民币银行结算账户（信托账户），用以记录信托利益的收支情况。资金监管账户，系指尚隽保理在资金监管银行处开立的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。信托生效后，资产服务机构应使用资金监管账户作为接收基础资产项下各融资人、债务人、基础资产差额补足人、基础资产担保人、回购人(如有)在保理合同、基础资产差额补足承诺函、基础资产担保协议项下偿付的全部款项，资产服务机构应于每个回收款转付日³将资金监管账户内的资金按照《信托合同》和《资金监管合同》的约定划入信托账户。

在每一个回收款转付日（T-5 日）下午四点（16:00）前，资产服务机构应根据《资金监管合同》的相关约定将资金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。受托人应于每个分配日⁴下午三点（15:00）前，向资金保管机构发出指令要求其将信托账户中与付息兑付通知单相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持票据的本息。受托人应于每个支付日（T 日）下午三点（15:00）前，指令资金保管机构于当日将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户，用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬及其他财产信托负债；支付代理机构于每个支付日向资产支持票据持有人支付资产支持票据当期的预期收益和/或本金款项。

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) 分配资金划付

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)支付代理机构及资金划付等相关手续费用；(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)按比例支付优先级票据预期收益；(5)按比例支付优先级票据未偿本金，直至清偿完毕；(6)在到期分配时，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⁵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之后分配给次级票据持有人。

³ 回收款转付日：系指尚隽保理按照《服务合同》的约定将资金监管账户内入池基础资产当期全部回款金额转付至信托账户之日，即支付日前的第 5 个工作日。

⁴ 分配日：系指受托人按照《信托合同》和《资金保管合同》的约定向资金保管机构发出指令要求其将信托账户中与付息兑付通知单相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持票据的本息的日期，即支付日、清算后分配日前的第 3 个工作日。

⁵ 信托资金清算分配日：系指信托终止日后第 3 个工作日，对信托账户剩余现金资产按照《信托合同》约定的分配顺序进行分配之日。

二、交易结构分析

1. 投资人保护机制—交叉保护条款

本交易设置了相应的投资人保护机制。

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 个工作日内为宽限期，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。

2. 差额补足及担保

本交易每笔应收账款均获得世茂建设提供的不可撤销的差额补足承诺和世茂集团提供的不可撤销的连带责任保证担保。

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 1 个工作日将差额部分汇付至指定账户并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。

本交易基础资产担保人世茂集团与尚隽保理签署《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应收账款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 1 个工作日将全部应付款项汇付至指定账户并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。

联合资信给予世茂建设和世茂集团的主体长期信用等级均为 AAA_{pi}。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。

3. 担保人可执行性风险

本交易存在一定的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集团

是外国企业法人，若未能按时完成外汇主管部门跨境担保登记备案相关手续，或将在操作层面影响其担保义务的履行。

世茂集团在《基础资产担保协议》中承诺，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指定账户或信托账户，以履行担保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，世茂建设是世茂集团在国内主要的运营主体，本交易所涉债务人全部为世茂集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的公司。从世茂集团极高的信用水平及其在国内持续经营的需求来

看，本交易因世茂集团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。

4. 利率风险

本交易存在一定的利率风险。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5.50%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。

三、基础资产分析

发起机构根据本票据的发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

本交易每笔应收账款均获得世茂建设提供的不可撤销的差额补足承诺和世茂集团提供的不可撤销的连带责任保证担保，信用质量优良。

本交易基础资产为委托人为设立财产信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。本交易资产池共涉及 88 户债务人、307 笔应收账款债权及其附属担保权益，应收账款余额共计 109056.98 万元。本交易资产池概况如下：

表 2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	109056.98
应收账款笔数（笔）	307
债务人户数（户）	88
单笔应收账款最小余额（万元）	11.09

单笔应收账款最大余额（万元）	3482.55
单户应收账款最小余额（万元）	32.70
单户应收账款最大余额（万元）	9064.87

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

从应收账款类型来看，资产池的应收账款均为工程款。

3. 债务人集中度分布

从债务人应收账款余额分布情况来看，资产池共涉及 88 户债务人，均为世茂集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的公司，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 9064.87 万元，占比 8.31%。占比较大的前五户债务人应收账款余额共计 32264.54 万元，占比 29.59%，债务人集中度一般。具体分布见表 3。

表 3 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
河南世茂海润置业有限公司	10	9064.87	8.31

平潭海峡如意城开发建设有限公司	14	6612.70	6.06
泉州世茂瑞盈置业有限公司	5	6116.10	5.61
国泰土地整理集团有限公司	13	5781.69	5.30
福建五环实业有限公司	6	4689.18	4.30
合 计	48	32264.54	29.59

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 区域分布集中度

从债务人所在地区分布情况来看，债务人主要分布在泉州、浙江区以及华北区，合计应收账款余额占比 44.07%，应收账款地区集中度一般，资产池应收账款所属区域具体分布见表 4。

表 4 资产池前三大地区分布
(单位：笔、万元、%)

债务人所在地区	笔数	应收账款余额	占比
泉州	21	18019.02	16.52
浙江区	49	15789.79	14.48
华北区	43	14250.41	13.07
合 计	113	48059.22	44.07

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 债权人集中度

从应收账款债权人分布情况看，资产池共涉及 170 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 27228.54 万元，占比 24.97%。占比最大的前五家债权人应收账款余额共计 56177.98 万元，占比 51.51%，债权人集中度较高。本交易中，应收账款债权人与债务人、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 5。

表 5 资产池前五大债权人
(单位：笔、万元、%)

债权人	笔数	应收账款余额	占比
中建海峡建设发展有限公司	39	27228.54	24.97
中国建筑第七工程局有限公司	21	10649.77	9.77
中建五局第三建设有限公司	3	8242.58	7.56
中建七局（上海）有限公司	15	6560.22	6.02
浙江中成建工集团有限公司	8	3496.87	3.21
合 计	86	56177.98	51.51

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6. 应收账款单笔金额分布

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 85.64%。资产池应收账款金额具体分布如表 6 所示。

表 6 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]	248	40590.39	37.22
(500, 1000]	27	17078.61	15.66
(1000, 1500]	18	21936.00	20.11
(1500, 2000]	8	13789.38	12.64
(2000, 2500]	3	6917.85	6.34
2500 以上	3	8744.74	8.02
合 计	307	109056.98	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为债务人世茂集团和/或世茂建设直接/间接控股或参股的公司，若债务人未足额支付入池应收账款全部未偿价款余额的，世茂建设及世茂集团应按约定履行其相应的基础资产差额补足及担保义务。联合资信给予世茂建设和世茂集团的主体

长期信用等级均为 AAA_{pi}，与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基础资产正常情况下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 0.33%（包括信托费、资金保管机构费、发行登记费及兑付服务费等）。

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

表 7 不同情景下优先级资产支持票据保障比率
(单位：%、万元、倍)

优先级票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
4.50	107407.68	1.0154
4.70	107612.48	1.0134

4.90	107817.28	1.0115
5.10	108022.08	1.0096
5.30	108226.88	1.0077
5.50	108431.68	1.0058

注：1. 预期支出=优先级票据本金*（1+优先级票据预期发行利率*优先级票据预计存续期限/365）+应由信托财产承担的支出

2. 票据保障倍数=（基础资产预期现金流入-应由信托财产承担的税费支出）/优先级本息

从压力测试的结果来看，在优先级票据发行利率不超过 5.50% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级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，优先级票据能够通过 AAA_{sf} 级的压力测试。

五、共同债务人信用分析

1. 基础资产担保人

联合资信给予世茂集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。世茂集团作为基础资产担保人，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。

本交易的基础资产担保人为世茂集团。世茂集团于 2004 年 10 月在开曼群岛注册成立，注册资本为 5.00 亿港元。截至 2019 年末，世茂集团控股股东为 Gemfair Investments Limited，持股比例为 59.00%，世茂集团实际控制人为许荣茂先生。

截至 2019 年末，世茂集团合并资产总额 4714.54 亿元，负债合计 3547.50 亿元，权益总额（含非控制性权益）1167.04 亿元，其中本公司权益持有人应占权益 662.55 亿元。2019 年，世茂集团实现收益 1115.17 亿元，年度利润（含非控制性权益）163.80 亿元，其中本公司权益持有人应占年度利润 109.12 亿元；经营活动现

金流量净额为 294.80 亿元，现金及现金等价物净增加额为 86.53 亿元。

截至 2020 年 6 月末，世茂集团合并资产总额 5461.06 亿元，所有者权益（含非控制性权益）1317.94 亿元，其中本公司权益持有人应占权益 753.31 亿元。2020 年 1—6 月，世茂集团实现收益 645.53 亿元，利润（含非控制性权益）80.02 亿元。

（1）业务运营

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

2017—2019 年，世茂集团营业收入分别为 704.26 亿元、855.13 亿元和 1115.17 亿元，年均复合增长 25.84%，主要系房地产结转收入增长

所致；世茂集团综合毛利率分别为 30.43%、31.51%和 30.61%，基本保持稳定。世茂集团净利润分别为 105.71 亿元、123.11 亿元和 163.80 亿元，年均复合增长 24.48%，主要系销售收入和公允价值变动收益增加所致。

从各业务板块看，世茂集团主营业务为物业开发销售，2017—2019 年，世茂集团物业开发销售板块营业收入逐年增长，年均复合增长 25.55%，占营业收入比重保持 94%以上。世茂集团其他业务板块收入占比较小，对营业收入影响不大。总体看，近三年，受益于物业结转规模提升，世茂集团营业收入和利润规模均稳步增长。

土地获取方面，世茂集团近年来布局国家战略重点区域，包括京津冀、长江、海峡两岸、珠三角、成渝和山东半岛等核心城市群。自国家出台“因城施策”及其持续运行的影响下，世茂集团自 2017 年起购地布局进行了相应调整，在布局经济发展水平较高的一二线的同时，关注一二线周边可承载外溢需求的且供需良好的三四线城市，紧跟各地城市更新政策和城市发展规划。除土地招拍挂之外，世茂集团也通过合作、收购以及战略获取等多元化方式购地。

2017—2019 年，世茂集团新增土地储备面积（权益前）不断增长；其中，2019 年新增 115 个项目，新增土地储备可售货值约 5000 亿元，三四线城市占 50%以上；按土地用途看，2019 年新增土地储备中，以住宅类（包括纯住宅和商住等）为主，占 90%以上。截至 2019 年底，世茂集团旗下拥有 349 个项目，分布于全国 120 个城市，土地储备（权益前）达 7679 万平方米。

项目开发方面，世茂集团进入高速和高品质发展阶段；近年来先后推出“云系”“璀璨系”“国风系”“龙胤系”“天誉系”五大产品体系，在市场上有较好的认可度。2017—2019 年，世茂集团在建规模和竣工面积均逐年增长。2020 年，世茂集团计划在建面积达 5500 万平方米，竣工的总楼面面积达 1150 万平方米。

物业销售方面，2017—2019 年，世茂集团

实现合约销售额分别为 1007.70 亿元、1761.50 亿元和 2600.70 亿元，主要系推盘力度加大所致。2017—2019 年，世茂集团平均销售价格分别为 1.66 万元/平方米、1.65 万元/平方米和 1.77 万元/平方米，基本保持稳定。截至 2019 年末，世茂集团可售面积约 824 万平方米；2020 年，世茂集团预计推出可售面积约 1992 万平方米，总可售面积达 2816 万平方米。

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

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

世茂集团投资项目主要分布在长三角和环渤海区域，业态类型包括写字楼和商业广场，以自行培育项目商业环境获得增值为目的，并以租赁形式获得稳定的现金流。世茂集团主要投资项目包括上海世茂国际广场、常熟世茂世纪中心、北京世茂大厦、芜湖世茂滨江花园（商业）、上海世茂商都、绍兴世茂迪荡新城（商业）、苏州世茂运河城（商业）、昆山世茂广场、徐州世茂东都（商业）、济南世茂国际广场等。2017—2019 年物业投资收入分别为 9.92 亿元、10.91 亿元和 14.28 亿元，投资物业经营情况良好；其中 2019 年物业投资收入较上年增长 30.89%，主要系上海世茂广场于 2018 年 9 月重新开业，租金收入涨幅较大所致。

总体看，世茂集团物业投资板块近三年营业收入持续增长，物业所处区域较好，整体经营情况良好，可为世茂集团提供较为稳定的现金流补充。

酒店业务方面，截至 2019 年末，世茂集团已布局国内一二线城市及热门旅游目的地，已自持酒店 22 家，包括上海外滩茂悦大酒店、上海佘山茂御臻品之选酒店和上海世茂皇家艾美

酒店等，拥有酒店客房数量近 7200 间。2017 年 3 月，世茂集团与喜达屋资本签订全面战略合作协定，共同拓展中国的精品酒店市场。2017 年 7 月，世茂喜达屋酒店集团（以下简称“世茂喜达”）正式成立；截至 2019 年底，世茂喜达已合作拥有“御榕”“茂御”“茂御居”等 7 个酒店品牌，并新签约 39 家世茂自主品牌酒店项目。

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

（2）财务状况

2017—2019 年，世茂集团资产规模稳步增长，年均复合增长 23.81%；截至 2019 年末，世茂集团资产合计 4714.54 亿元，较年初增长 24.86%，主要系流动资产增加所致。世茂集团资产构成中，流动资产占 75.07%，非流动资产占 24.93%，资产结构以流动资产为主。2017—2019 年，世茂集团流动资产逐年增长，年均复合增长率为 26.11%。截至 2019 年末，流动资产 3539.26 亿元，较年初增长 22.53%，主要系存货增加所致。世茂集团流动资产以货币资金（占 16.84%）、存货（占 66.25%）、应收关联方款项（占 6.49%）和应收贸易账款及其他应收账款及预付款项（占 5.29%）为主。2017—2019 年，世茂集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 17.57%。截至 2019 年末，世茂集团非流动资产为 1175.28 亿元，较年初增长 32.43%，主要系投资物业增加所致。世茂集团非流动资产主要由物业及设备（占 13.55%）、使用权资产（占 6.99%）、投资物业（占 47.70%）和按权益法入账之投资（占 20.56%）构成。

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

险较小，整体看，世茂集团资产质量较好。

负债方面，2017—2019 年，随着开发项目规模增加，世茂集团负债总额逐年增长，年均复合增长 29.72%。截至 2019 年末，世茂集团负债合计 3547.50 亿元，较年初增长 30.27%，主要系流动负债增加所致。2017—2019 年，世茂集团流动负债不断增长，年均复合增长 37.83%。截至 2019 年末，世茂集团流动负债为 2573.50 亿元，较年初增长 36.97%，主要系销售规模增加导致合约负债增加、在建项目增加导致应付贸易账款及其他应付账款增加共同影响所致。世茂集团流动负债主要由应付贸易账款及其他应付账款（占 30.72%）、借贷（占 14.29%）、合约负债（占 29.01%）、应付所得税（占 9.80%）和应付关联方款项（占 16.13%）构成。2017—2019 年，世茂集团非流动负债逐年增长，年均复合增长 13.71%。截至 2019 年底，世茂集团非流动负债为 973.99 亿元，较年初增长 15.37%，主要系非流动负债下的借贷增加所致。世茂集团非流动负债主要由非流动负债下的借贷（占 92.17%）和递延所得税负债（占 7.73%）构成。

总体看，近年来，受开发项目规模扩大的影响，世茂集团整体负债规模逐年增长，债务负担有所加重，2020 年存在一定的集中偿付压力；但整体融资成本较为合理。

所有者权益方面，2017—2019 年，世茂集团所有者权益不断增长，年均复合增长 9.83%，主要系利润积累所致。截至 2019 年末，世茂集团所有者权益为 1167.04 亿元，较年初增长 10.85%，其中归属于母公司所有者权益为 662.55 亿元，非控制性权益为 504.49 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 0.52%，储备占 99.48%；其中储备主要由保留盈利（占 94.79%）和法定储备构成（占 5.01%）。世茂集团所有者权益主要由保留盈利和非控制性权益组成，所有者权益稳定性较弱。总体看，世茂集团所有者权益逐年上升，但权益结构以保留盈利和非控制性权益组成，稳定性较弱。

盈利能力方面，2017—2019 年，世茂集团收益逐年增长，年均复合增长 25.84%，主要系合约销售金额增长所致。2017—2019 年，世茂集团实现净利润分别为 105.71 亿元、123.11 亿元和 163.80 亿元，年均复合增长 24.48%，主要系销售收入和公允价值变动收益增加所致。

从经营活动情况来看，2017—2019 年，世茂集团经营活动产生的现金流量净额分别为 114.79 亿元、22.10 亿元和 294.80 亿元；其中，2018 年经营性净现金流同比下降 80.75%，主要系当期拿地和开发规模扩大、收购土地使用权预付款项增加等影响所致；2019 年，经营性净现金流同比大幅增长 12.34 倍，主要系销售回款规模增加所致。

从投资活动情况来看，2017—2019 年，世茂集团投资活动产生的现金流量净额分别为 -230.05 亿元、-62.08 亿元和 -161.46 亿元，呈持续净流出状态，其中 2019 年净流出规模进一步扩大，主要系收并购项目增加所致。

从筹资活动情况来看，2017—2019 年，世茂集团筹资活动产生的现金流量净额分别为 207.28 亿元、191.11 亿元和 -46.80 亿元，2019 年由净流入转为净流出状态，主要系借款减少所致。考虑到世茂集团有较大规模的在建面积，未来仍有一定融资需求。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，世茂集团流动比率分别为 1.64 倍、1.54 倍和 1.38 倍，主要系预收账款和应付账款增加所致；速动比率分别为 0.66 倍、0.51 倍和 0.46 倍；现金短期债务比分别为 1.80 倍、1.58 倍和 1.61 倍，现金对短期债务覆盖程度较好；经营现金流动负债比率分别为 8.47%、1.18%和 11.46%，其中 2018 年该指标有所下降，主要系当期拿地和开发规模扩大所致，整体看，世茂集团短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标来看，2017—2019 年，世茂集团 EBITDA 分别为 210.78 亿元、256.63 亿元和 330.91 亿元，逐年增长，主要系利润总额不断增长所致。2019 年，世茂集团 EBITDA

中，利润总额占 70.62%、计入财务费用的利息支出占 26.49%、折旧占 2.21%、摊销占 0.67%。2017—2019 年，世茂集团 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.19 倍、2.33 倍和 2.43 倍，EBITDA 对利息的覆盖水平尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.24 倍、0.24 倍和 0.26 倍，EBITDA 对全部债务覆盖水平尚可。整体看，世茂集团长期偿债能力指标较好。

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

世茂集团作为国内房地产开发龙头企业之一，土地储备较充裕且获取成本较低、合约销售规模不断增长、商业地产开发经验丰富、自持物业所处区域较好。近年来，世茂集团销售规模不断扩大、投资物业和酒店运营为其提供较为稳定的现金流补充。联合资信给予世茂集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

2. 基础资产差额补足人

联合资信给予世茂建设的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其作为本交易的基础资产差额补足人，能够为优先级票据提供极强的流动性支持和信用支持。

本交易的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 2020 年 3 月末，世茂建设注册资本为 54000 万元，实际控制人为许荣茂。

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

截至 2020 年 6 月末，世茂建设（合并）资产总额 3274.86 亿元，所有者权益 783.37 亿元（含少数股东权益 337.70 亿元）。2020 年 1—6 月，世茂建设实现营业收入 470.09 亿元，净利润 71.14 亿元。

（1）业务运营

世茂建设从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务，加之项目配套的物业管理等业务作为协同补充。同时，世茂建设亦承担了世茂集团在境内投资平台、资金平台及管理平台的职能，为世茂集团旗下企业提供资金融通和物业管理、咨询管理等服务。2017—2019 年，随着世茂建设房地产业务结转项目规模扩大和 2019 年同一控制下合并福州世茂新城房地产开发有限公司（以下简称“福州世茂新城”），世茂建设营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 39.45%，2019 年世茂建设实现营业收入 837.87 亿元，同比增长 48.42%；同期，世茂建设净利润同步增长，年均复合增长 37.76%，2019 年，世茂建设实现净利润 133.87 亿元，同比增长 33.35%。

从收入构成看，房地产销售业务系世茂建设核心业务，近三年对营业收入贡献度均在 94%以上。2017—2019 年，世茂建设房地产销售收入持续增长，年均复合增长 38.50%。世茂建设其他业务（包括物业管理、营销和咨询业务）逐年增长，年均复合增长 59.70%，主要系物业管理收入增加所致；世茂建设其他业务在营业收入中占比较低，影响不大。其中，营销和咨询业务系世茂建设为世茂集团及其下属公

司提供技术支持咨询服务、工程项目咨询服务以及营销服务。

土地投资策略方面，世茂建设主要在一线城市、省会以及经济较为发达的二线城市获取土地；同时在一线、热点二线城市购房需求外溢的强三四线城市进行谨慎布局。从获取土地地段来看，在一线及强二线城市，世茂建设通常在地方政府大力规划的新兴区域或旧城改造区域拿地；在弱二线及三线城市，世茂建设偏向于在城市核心区域拿地。世茂建设投资土地成本更侧重于考虑开发项目预期毛利率，世茂建设仅考虑投资经测算可以达到公司毛利率要求的地块。总体看，近年世茂建设新增土地储备规模逐年增加，土地投资策略以一二线城市和一二线周边需求外溢的强三四线城市为主，土地储备区域分布较好；同时，世茂建设 2017 年拿地成本较高，后续项目利润空间在稳房价的宏观背景下，可能受到一定影响。

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。2017—2019 年，世茂建设新开工面积逐年增长，其中 2019 年大幅增长主要系合并福州世茂新城、苏州世茂置业有限公司及加大对新获取土地的开工所致；随着已售项目逐步施工交付，世茂建设竣工面积逐年增长。截至 2019 年末，世茂建设在建面积 2842.19 万平方米，在建面积规模较大；世茂建设主要在建项目计划投资额合计 1732.80 亿元，尚需投资约 852 亿元，尚需投资规模较大，世茂建设未来面临一定的资本支出压力。

房产销售情况方面，世茂建设产品定位为刚需型住宅和改善型住宅相结合，以改善型住宅为主，主打精装房。世茂建设销售方式以自销为主，代理销售为辅。2017—2019 年，世茂建设保持较高的销售增速；销售面积方面，随着可售房源的增加以及加快推盘，世茂建设销

售面积年均复合增长 69.62%；销售价格方面，受益于世茂建设销售项目所在大部分区域房地产市场景气度较高，房价稳步上涨，带动世茂建设销售价格逐年增长。受上述因素综合影响，2017—2019 年世茂建设签约销售金额分别为 489.17 亿元、820.65 亿元和 1742.09 亿元。从销售区域看，2019 年，世茂建设销售金额较大的区域主要集中在福建区、浙江区、西部区、苏沪区，上述区域对世茂建设销售贡献较大。从在售项目销售情况看，截至 2019 年末，世茂建设主要在售项目可售建筑面积约 1238.20 万平方米，其中剩余未售面积 431.02 万平方米，整体去化水平尚可。2017—2019 年，世茂建设房地产项目销售回款率（期间回款除以期间签约销售金额）分别为 80%、78%和 75%，回款率有所下降。总体看，近三年，世茂建设签约销售面积和销售金额逐年增长，在售项目去化情况尚可，但回款率有待提高。

（2）财务状况

2017—2019 年，世茂建设资产规模逐年增长，年均复合增长 35.84%，主要系存货增加所致。截至 2019 年末，世茂建设资产总额 2781.10 亿元，较年初增长 33.47%，其中流动资产占 83.06%，非流动资产占 16.94%，资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业情况。2017—2019 年，世茂建设流动资产规模逐年增加，年均复合增长 36.40%。截至 2019 年末，世茂建设流动资产 2309.88 亿元，较年初增长 32.72%，主要系货币资金和存货规模增加所致。2017—2019 年，世茂建设非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 33.21%，主要系长期股权投资增加所致。截至 2019 年末，世茂建设非流动资产合计 471.22 亿元，较年初增长 37.30%，主要由长期股权投资（占 80.15%）和其他非流动资产（占 6.92%）构成。

负债方面，2017—2019 年，世茂建设负债规模逐年增长，年均复合增长 41.48%，主要系流动负债增长所致。截至 2019 年末，世茂建设负债合计 2096.08 亿元，较年初增长 39.51%。

其中，流动负债占比 97.56%，非流动负债占比 2.44%，以流动负债为主。2017—2019 年，世茂建设流动负债逐年增长，年均复合增长 47.03%，主要系应付账款和预收款项大幅增长所致。截至 2019 年末，世茂建设流动负债 2044.89 亿元，较年初增长 44.76%。2017—2019 年，世茂建设非流动负债持续减少，年均复合减少 28.91%，主要系长期借款波动减少以及应付债券于一年内到期转入流动负债所致。截至 2019 年末，世茂建设非流动负债 51.20 亿元，较年初减少 43.04%，主要系应付债券于一年内到期转出所致。世茂建设非流动负债主要由长期借款（占 40.55%）和应付债券（占 56.42%）构成。

所有者权益方面，2017—2019 年，世茂建设所有者权益逐年增长，年均复合增长 22.03%，主要系未分配利润增加所致。截至 2019 年末，世茂建设所有者权益 685.02 亿元，较年初增长 17.87%，其中归属于母公司所有者权益占 56.61%。世茂建设归属于母公司所有者权益中，实收资本占 1.39%、资本公积占 0.28%、其他权益工具（永续债）占 9.80%、其他综合收益占比 0.36%、未分配利润占 88.17%。世茂建设所有者权益中，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

盈利能力方面，2017—2019 年，随着世茂建设房地产业务结转项目规模扩大及 2019 年同一控制下合并福州世茂新城，世茂建设营业收入呈逐年增长态势，分别为 430.86 亿元、564.53 亿元和 837.87 亿元，年均复合增长 39.45%；世茂建设营业成本同步增长，年均复合增长 39.43%。2017—2019 年，世茂建设营业利润和净利润均稳步提高，分别年均复合增长 38.48%和 37.76%，2019 年，世茂建设营业利润和净利润分别为 180.81 亿元和 133.87 亿元。

从经营活动看，2017—2019 年，受益于项目销售回笼资金规模增长，世茂建设经营活动现金流入呈逐年增长趋势，分别为 722.95 亿元、

828.42 亿元和 1001.86 亿元。从投资活动看, 2017—2019 年, 世茂建设投资活动现金流入受收回投资收到的现金影响波动较大, 分别为 6.33 亿元、41.99 亿元和 16.70 亿元。从筹资活动看, 世茂建设筹资活动现金流入主要为吸收投资收到现金以及取得借款收到的现金, 2017—2019 年, 世茂建设筹资活动现金流入有所波动, 分别为 122.23 亿元、103.96 亿元和 157.13 亿元。

从短期偿债能力指标来看, 2017—2019 年, 世茂建设流动比率分别为 1.31 倍、1.23 倍和 1.13 倍, 速动比率分别为 0.60 倍、0.51 倍和 0.41 倍, 均逐年下降, 主要系预收款项和应付账款快速增长所致; 现金短期债务比分别为 9.08 倍、14.21 倍和 3.08 倍, 现金类资产对短期债务的保护程度很高。整体看, 世茂建设短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看, 2017—2019 年, 世茂建设 EBITDA 呈逐年增长态势, 年均复合增长 38.30%, 主要系利润总额逐年增长所致。2019 年, 世茂建设 EBITDA 为 189.11 亿元, 较上年增长 38.47%, 其中利润总额占 95.39%、计入财务费用的利息支出占 4.07%、折旧占

0.47%、摊销占 0.07%, 以利润总额为主。2017—2019 年, 世茂建设 EBITDA 利息倍数分别为 8.73 倍、10.71 倍和 9.81 倍, 对利息的覆盖程度高; EBITDA 全部债务比分别为 0.81 倍、1.24 倍和 1.05 倍, 对全部债务的覆盖程度高。整体看, 世茂建设长期偿债能力强。

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

世茂建设作为香港上市公司世茂集团在国内核心的房地产住宅业务运营主体, 具备品牌知名度高、土地储备区域分布良好、行业竞争力较强等优势; 近三年, 世茂建设销售金额、营业收入和利润规模稳步增长, 盈利能力处于较好水平。联合资信给予世茂建设的主体长期信用等级为 AAA_{pi}, 评级展望为稳定, 其作为本交易的基础资产差额补足人, 能够为优先级票据提供极强的流动性支持和信用支持。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

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

本交易的委托人/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 2020 年 3 月末, 尚隽保理注册资本为 5.79 亿美元, 其股东分别为北京帕冉工程咨询有限公司、上海世茂金融投资控股集团有限公司和世茂集团控股有限公

司, 持股比例分别为 50.00%、33.33%和 16.67%。

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

截至 2020 年 6 月末, 尚隽保理资产规模为 365.02 亿元, 负债规模为 326.72 亿元; 所有者权益总额为 38.29 亿元。2020 年 1—6 月, 尚隽保理营业收入为 11.63 亿元, 净利润为 0.61 亿元。

2. 资金保管机构/监管银行

招商银行公司治理规范、财务状况优良、

风控能力很强、托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构/监管银行引起的操作和履约风险极低。

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

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

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格(QFII)、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。同时，招商银行曾在多个资产支持证券化项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。截至 2019 年末，招商银行

托管资产规模达 13.23 万亿元；2019 年，实现托管业务收入 36.05 亿元。

3. 受托人

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

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

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

云南信托遵循“紧跟市场步伐、深耕可持续业务、坚持风险与收益对等、聚焦重点领域”的基本原则，以新技术与新产业为核心，不断创新进取，坚持服务实体经济，回归金融机构本源，追求风险可控下的最大投资回报。云南信托根据各内部机构在全面风险管理中的作用和功能不同，建立健全一个职责明确、功能健全、信息沟通顺畅的四道全面风险管理体系。云南信托倡导合规经营和风险管理的理念，努力培养全体员工遵纪守法和风险防范意识，通过定期内部培训学习保证全体员工及时了解国家法律法规和公司规章制度，使合规和风险防范意识贯穿到公司各个部门、岗位和环节。

七、法律风险分析

根据北京市中伦（深圳）律师事务所出具的法律意见，本项目在履行完毕相关注册手续后，本项目各交易以及资产支持票据的发行合法合规；本项目各交易参与方合法设立并有效存续，具有必要授权、批准及相应资质；本项目相关交易文件合法有效；基础资产真实、合法、有效、权属清晰且无权利负担；基础资产

可以进行合法有效的转让。

联合资信收到的法律意见书表明：本项目在履行完毕交易商协会规定的相关注册手续后，本项目项下各交易以及资产支持票据在全国银行间债券市场的发行合法合规，不违反《合同法》《信托法》《物权法》《担保法》《指引》以及其他现行有效的法律、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，在本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、批准及相应资质；本项目相关交易文件合法有效，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，交易文件的其他相关各方按照交易文件的条款针对各方强制执行，除非该等强制执行收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；本项目目标

基础资产符合合格标准的相关要求，基础资产真实、合法、有效、权属清晰且无权利负担；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；委托人已根据保理合同的约定履行了保理放款义务，基础资产由委托人合法所有；目标基础资产的债权人均是依照中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；本项目目标基础资产的债务人均是依照中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。

八、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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 世茂集团主要财务数据及指标（合并口径）

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

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

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

3. 融资租赁负债已调整至短期债务

附件 2 世茂建设主要财务数据及指标（合并口径）

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

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径；

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

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5 资产支持票据信用等级设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 尚隽商业保理（上海）有限公司 2021 年度第一期 供应链金融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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前出具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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”相关信息，如发现“尚隽商业保理（上海）有限公司 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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，及时对该事项进行分析，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 2021 年度第一期供应链金融资产支持票据”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。